



D. José Antonio Fernández Fernández, con D.N.I. nº 9706203L, en nombre y representación de Caja España de Inversiones, C.A.M.P., con domicilio social en León, Edificio Botines de Gaudí, Plaza San Marcelo 5, ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores,

CERTIFICA

Que el contenido de la Nota de Valores y el Resumen correspondientes a la emisión de Participaciones Preferentes Serie I , inscrita en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 3 de abril de 2009, coinciden exactamente con los que se adjuntan a la presente certificación en soporte informático y,

AUTORIZA

La difusión de los documentos citados a través de la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Y para que así conste a los efectos oportunos, expide la presente certificación en León, a 3 de abril de 2009.

José Antonio Fernández Fernández
Director de la División Financiera Corporativa



CAJA ESPAÑA DE INVERSIONES, C.A.M.P.

**NOTA DE VALORES DE LA
EMISIÓN DE
PARTICIPACIONES PREFERENTES SERIE I**

Abril 2009

La presente Nota de Valores (elaborada conforme al Anexo V del Reglamento (CE) n° 809/2004 de la Comisión de 29 de abril de 2004), ha sido inscrita en los Registros Oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 3 de abril de 2009 y se complementa con el Documento de Registro de Caja España de Inversiones, C.A.M.P. inscrito en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 10 de julio de 2008, el cual se incorpora por referencia.

ÍNDICE

I. RESUMEN

II. FACTORES DE RIESGO

III. NOTA DE VALORES

1. PERSONAS RESPONSABLES

1.1 PERSONAS QUE ASUMEN LA RESPONSABILIDAD DEL CONTENIDO DE LA NOTA DE VALORES

2. FACTORES DE RIESGO

3. INFORMACIÓN FUNDAMENTAL

3.1 INTERÉS DE LAS PERSONAS FÍSICAS Y JURÍDICAS PARTICIPANTES EN LA OFERTA

3.2 MOTIVO DE LA OFERTA Y DESTINO DE LOS INGRESOS

4. INFORMACIÓN RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A OFERTARSE

4.1 DESCRIPCIÓN DEL TIPO Y LA CLASE DE VALORES

4.2 LEGISLACIÓN DE LOS VALORES

4.3 REPRESENTACIÓN DE LOS VALORES

4.4 DIVISA DE LA EMISIÓN

4.5 ORDEN DE PRELACIÓN

4.6 DESCRIPCIÓN DE LOS DERECHOS VINCULADOS A LOS VALORES Y PROCEDIMIENTO PARA EL EJERCICIO DE LOS MISMOS

4.7 TIPO DE REMUNERACIÓN Y DISPOSICIONES RELACIONADAS

4.8 PRECIO DE AMORTIZACIÓN Y DISPOSICIONES RELATIVAS AL VENCIMIENTO DE LOS VALORES

4.9 INDICACIÓN DEL RENDIMIENTO PARA EL INVERSOR Y MÉTODO DE CÁLCULO

4.10 REPRESENTACIÓN DE LOS TENEDORES DE LOS VALORES

4.11 RESOLUCIONES AUTORIZACIONES Y APROBACIONES EN VIRTUD DE LAS CUALES SE EMITEN LOS VALORES

4.12 FECHA DE EMISIÓN

4.13 RESTRICCIONES A LA LIBRE TRANSMISIBILIDAD DE LOS VALORES

4.14 FISCALIDAD DE LOS VALORES

5. CLÁUSULAS Y CONDICIONES DE LA OFERTA

5.1 CONDICIONES, ESTADÍSTICAS DE LA OFERTA, CALENDARIO PREVISTO Y PROCEDIMIENTO PARA LA SUSCRIPCIÓN DE LA OFERTA

5.2 PLAN DE COLOCACIÓN Y ADJUDICACIÓN

5.3 PRECIOS

5.4 COLOCACIÓN Y ASEGURAMIENTO

6. ACUERDOS DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y NEGOCIACIÓN

6.1 SOLICITUDES DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN

6.2 MERCADOS REGULADOS EN LOS QUE ESTÁN ADMITIDOS A COTIZACIÓN VALORES DE LA MISMA CLASE

6.3 ENTIDADES DE LIQUIDEZ

7. INFORMACIÓN ADICIONAL

7.1 PERSONAS Y ENTIDADES ASESORAS DE LA EMISIÓN

7.2 INFORMACIÓN DE LA NOTA DE VALORES REVISADA POR LOS AUDITORES

7.3 OTRAS INFORMACIONES APORTADAS POR TERCEROS

7.4 VIGENCIA DE LAS INFORMACIONES APORTADAS POR TERCEROS

7.5 RATINGS

7.6 HECHOS OCURRIDOS CON POSTERIORIDAD A LA FECHA DE REGISTRO DEL DOCUMENTO DE REGISTRO DEL EMISOR

7.7 ACONTECIMIENTOS RECIENTES

ANEXO 1: OPINIONES DE ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES, S.A. Y SOLVENTIS GESTION, S.G.C., S.A.

I. RESUMEN

El presente resumen, el Documento de Registro del Emisor y la Nota de Valores, serán referidos conjuntamente, como el “Folleto”. Existe un Documento de Registro del Emisor, Caja España de Inversiones, C.A.M.P., inscrito en los registros oficiales de la CNMV el 10 de julio de 2008.

Se hace constar expresamente que:

1. Este resumen debe leerse como introducción al Folleto.
2. Toda decisión de invertir en los valores debe estar basada en la consideración del folleto en su conjunto por parte del inversor.
3. 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.
4. En caso de iniciarse ante un juzgado o 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 traducción de este Folleto con carácter previo al inicio de dicho procedimiento judicial.

Todos los términos empleados con su primera inicial en mayúscula y no expresamente definidos en este resumen, tendrán el significado que se les atribuye en la Nota de Valores.

1. ASPECTOS RELEVANTES A TENER EN CUENTA POR EL INVERSOR

La inversión en Participaciones Preferentes Serie I está sujeta a RIESGOS específicos que se resumen a continuación.

- Las Participaciones Preferentes Serie I son un producto complejo y de carácter perpetuo.
- La presente emisión no constituye un depósito bancario y, en consecuencia, no se incluye entre las garantías del Fondo de Garantía de Depósitos.
- El adjetivo “preferente” que la legislación española otorga a las participaciones preferentes NO significa que sus titulares tengan la condición de acreedores privilegiados.

Factores de riesgo de los Valores

Riesgo de no percepción de las remuneraciones

El pago de la Remuneración estará condicionado a la obtención de Beneficio Distribuible (tal y como este término se define en el apartado 4.6.1.1 de la Nota de Valores) y a la existencia de

recursos propios suficientes de conformidad con la normativa bancaria que resulte de aplicación en cada momento.

Si en alguna fecha de pago, no se abonaran las remuneraciones, los inversores perderán el derecho a recibir la remuneración no percibida.

En el supuesto teórico de que a 1 de enero de 2009 se hubiesen emitido las Participaciones Preferentes Serie I por importe de 100.000.000 euros, la remuneración correspondiente al ejercicio 2009 de las Participaciones Preferentes Serie C garantizadas por Caja España, y de las Participaciones Preferentes Serie I, habría supuesto una carga teórica del 36,05% del Beneficio Distribuible del ejercicio 2008 (en el supuesto de que se hubiese ampliado el importe de la Emisión hasta el máximo previsto, 200.000.000 euros, la carga teórica sería del 54,67%).

Por otro lado, el beneficio consolidado del Grupo Caja España ha experimentado en el ejercicio 2008 una caída del 70,11% respecto al ejercicio 2007, pasando de 148 millones en 2007 a 44 millones en 2008.

Riesgo de absorción de pérdidas

En supuestos extremos de insuficiencia patrimonial del Emisor, se podría liquidar la Emisión por un valor inferior al nominal de las Participaciones Preferentes Serie I, con la consiguiente pérdida para sus titulares del principal invertido. Precisamente por esta capacidad potencial de absorber pérdidas, la legislación considera las participaciones preferentes como “recursos propios” de entidades de crédito.

Riesgo de perpetuidad

Estos valores son perpetuos (es decir, el Emisor no tendrá obligación de reembolsar su principal).

No obstante, transcurridos cinco años desde la Fecha de Desembolso, el Emisor podrá amortizar las participaciones preferentes con autorización previa del Banco de España, y coincidiendo con una fecha de pago de la Remuneración.

En ese supuesto el inversor recibirá el precio de amortización que consistirá en su valor nominal más, en su caso, un importe igual a la Remuneración devengada y no satisfecha hasta la fecha establecida para la amortización.

Riesgo de orden de prelación

Las Participaciones Preferentes Serie I, se sitúan en orden de prelación, tal y como se describe en el Folleto por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados del Emisor; y al mismo nivel que cualquier otra serie de participaciones preferentes del Emisor con un mismo rango que las Participaciones preferentes Serie I, que haya emitido o, en su caso, pueda emitir en el futuro.

Riesgo de mercado

Las participaciones preferentes son valores con un riesgo elevado, que pueden generar pérdidas en el nominal invertido.

Si el inversor quisiera más adelante venderlas, podría ocurrir que el precio de venta fuera menor que el precio que pagó al adquirirlas.

Riesgo de liquidez

Aunque se vaya a solicitar la admisión a negociación de las Participaciones Preferentes Serie I en el Mercado AIAF de Renta Fija, no es posible asegurar que el inversor pueda venderlas con carácter inmediato, ya que no existen garantías de que vaya a producirse una negociación activa en el mercado.

Riesgo de liquidación de la Emisión

A pesar del carácter perpetuo de la Emisión, ésta podrá ser liquidada cuando ocurra alguno de los siguientes supuestos:

1. Liquidación o disolución del Emisor; o
2. Reducción de los fondos propios del Emisor y de sus cuotas participativas, en su caso, a cero, sin liquidación del Emisor y con un aumento simultáneo de su Fondo Fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas.

La liquidación de la Emisión en estos supuestos no garantiza necesariamente a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie I la percepción del 100% de las Cuotas de Liquidación correspondientes a las mismas (que equivalen a su valor nominal más, en su caso, un importe igual a la Remuneración devengada y no satisfecha correspondiente al periodo de remuneración en curso y hasta la fecha de pago).

Riesgo de variación de la calidad crediticia

La emisión de Participaciones Preferentes Serie I no tiene rating asignado.

A la fecha de registro de la presente Nota de Valores, el Emisor tiene asignadas las siguientes calificaciones (ratings):

Agencia de Rating	Fecha última revisión	CALIFICACIÓN		
		Largo Plazo	Caja España Corto Plazo	Perspectiva
Moody's Investors Service	Noviembre 2008	A3	P-2	Negativa
Fitch Ratings	Octubre 2008	A-	F2	Negativa

Una variación de los ratings asignados a Caja España podría afectar al valor de mercado de las Participaciones Preferentes Serie I.

Factores de Riesgo del Emisor

Los factores de riesgo del Emisor se enumeran a continuación:

- Riesgo de crédito

- Riesgo de mercado
- Riesgo de tipo de interés
- Riesgo de liquidez
- Riesgo operacional

La descripción completa de los factores de riesgo pueden consultarse en el Documento de Registro de Caja España, inscrito en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 10 de julio de 2008.

2. PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

Valor:	Participaciones Preferentes Serie I
Emisor:	Caja España de Inversiones, C.A.M.P.
Valor nominal:	1.000 euros.
Importe total de la emisión:	Cien millones (100.000.000) de euros ampliables hasta un máximo de doscientos millones (200.000.000) de euros
Importe mínimo de las Órdenes de Suscripción	1 Participación Preferente Serie I (1.000 euros)
Prima de emisión:	0 euros (se emiten a la par).
Plazo:	Perpetuo
Remuneración:	La Remuneración no acumulativa será: <ul style="list-style-type: none"> • Durante el periodo comprendido entre la Fecha de Desembolso (inclusive) y el 20 de mayo de 2013 (no incluido): 8,25% nominal anual fijo, calculada en base Act/365, pagadera trimestralmente. • Desde el 20 de mayo de 2013 (inclusive), en adelante: variable, referenciada a Euribor a 3 meses más un diferencial de 7,25% calculada en base Act/365, pagadera trimestralmente.
Periodicidad de Remuneración:	Trimestral (trimestres vencidos a partir de la Fecha de Desembolso).
Periodo de Suscripción:	Comenzará a las 8:30 horas del segundo día hábil siguiente a la inscripción del Folleto en los registros de la CNMV y finalizará a las 14:00 horas del día 15 de mayo de 2009.

Sistema de Colocación:	Existirán dos tramos de colocación, tal y como se describe en el apartado 5.1.4 de la Nota de Valores. En cada uno de los tramos, la Entidad Colocadora respetará el orden cronológico de la recepción de órdenes.
Fecha de Emisión y Desembolso:	Se efectuará un único desembolso el día 19 de mayo de 2009.
Cotización:	Mercado AIAF de Renta Fija.
Liquidez:	No se garantiza una liquidez rápida y fluida. No obstante, los valores cotizarán en el Mercado AIAF de Renta Fija. Adicionalmente se ha suscrito un contrato de liquidez con Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA) por el que ésta se compromete a dar liquidez al valor mediante la cotización de precios de compra y venta, hasta el 10% del importe efectivo de la Emisión.
Entidad Colocadora:	Caja España de Inversiones, C.A.M.P.
Régimen Fiscal:	La percepción de la Remuneración abonada por el Emisor será objeto de retención a cuenta al tipo establecido en la legislación vigente en cada momento. Se incluye en el apartado 4.14 de la Nota de Valores un breve análisis del actual Régimen Fiscal de las Participaciones Preferentes Serie I para sus tenedores.

Caja España ha obtenido la opinión de Analistas Financieros Internacionales, S.A. y Solventis Gestión, S.G.C., S.A., consultoras independientes especializadas, sobre las condiciones financieras de la Emisión. Dichos informes se adjuntan como Anexo I.

3. PRINCIPALES MAGNITUDES DEL EMISOR

A continuación se muestra la evolución del Balance y Cuenta de Resultados del grupo Caja España, a 31 de diciembre de 2007 y 31 de diciembre de 2008. Los estados contables están auditados y han sido elaborados de acuerdo a la Circular 4/2004 de Banco de España. Están disponibles en la página web de la CNMV (www.cnmv.es) y los de diciembre de 2008 estarán próximamente en la web de Caja España (www.cajaespana.es).

Balance Consolidado Público (Miles de euros)	Dic.08	Dic.07	Variación	
			Absoluta	En %
ACTIVO				
1. CAJA Y DEPÓSITOS EN BANCOS CENTRALES	721.517	254.394	467.123	183,62%
2. CARTERA DE NEGOCIACIÓN	857	1.505	-648	-43,06%
3. OTROS ACTIVOS FINANC. A VALOR RAZONABLE CON CAMBIOS EN PyG	13.365	13.185	180	1,37%
4. ACTIVOS FINANCIEROS DISPONIBLES PARA LA VENTA	4.537.674	2.608.501	1.929.173	73,96%
5. INVERSIONES CREDITICIAS	16.500.577	16.906.346	-405.769	-2,40%
6. CARTERA DE INVERSIÓN A VENCIMIENTO	2.031.330	1.745.712	285.618	16,36%
10. DERIVADOS DE COBERTURA	124.769	36.661	88.108	240,33%
11. ACTIVOS NO CORRIENTES EN VENTA	175.369	4.431	170.938	3857,77%
12. PARTICIPACIONES	66.215	70.372	-4.157	-5,91%
15. ACTIVO MATERIAL	382.970	369.174	13.796	3,74%
16. ACTIVO INTANGIBLE	29.788	20.417	9.371	45,90%
17. ACTIVOS FISCALES	286.234	170.457	115.777	67,92%
18. PERIODIFICACIONES	0	2.684	-2.684	-100,00%
19. OTROS ACTIVOS	147.250	173.574	-26.324	-15,17%
TOTAL ACTIVO	25.017.915	22.377.413	2.640.502	11,80%

Balance Consolidado Público (Miles de euros)	Dic.08	Dic.07	Variación	
			Absoluta	En %
PASIVO				
1. CARTERA DE NEGOCIACIÓN	1872	694	1.178	169,74%
4. PASIVOS FINANCIEROS A COSTE AMORTIZADO	23.492.491	20.496.721	2.995.770	14,62%
5. DERIVADOS DE COBERTURA	36.407	126.483	-90.076	-71,22%
7. PASIVOS POR CONTRATOS DE SEGUROS	6.835	0	6.835	#DIV/0!
14. PROVISIONES	178.875	177.774	1.101	0,62%
15. PASIVOS FISCALES	75.318	102.350	-27.032	-26,41%
16. PERIODIFICACIONES	0	62.424	-62.424	-100,00%
17. FONDO DE LA OBRA SOCIAL	81.938	0	81.938	#DIV/0!
18. OTROS PASIVOS	80.488	108.454	-27.966	-25,79%
TOTAL PASIVO	23.954.224	21.074.900	2.879.324	13,66%

Balance Consolidado Público (Miles de euros)	Dic.08	Dic.07	Variación	
			Absoluta	En %
PATRIMONIO NETO				
1. INTERESES MINORITARIOS	47	300	-253	-84,33%
2. AJUSTES POR VALORACIÓN	-71.991	175.106	-247.097	-141,11%
3. FONDOS PROPIOS	1.135.634	1.127.107	8.527	0,76%
TOTAL PATRIMONIO NETO	1.063.690	1.302.513	-238.823	-18,34%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	25.017.914	22.377.413	2.640.501	11,80%
1. RIESGOS CONTINGENTES	686.640	883.108	-196.468	-22,25%
2. COMPROMISOS CONTINGENTES	3.153.300	3.970.789	-817.489	-20,59%

Cuenta de Resultados Consolidada Pública (Miles de euros)	Dic.08	Dic.07	Variación interanual	
			Absoluta	En %
A) MARGEN DE INTERESES	379.500	377.482	2.018	0,53%
B) MARGEN BRUTO	604.445	620.853	-16.408	-2,64%
C) RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN	86.924	178.345	-91.421	-51,26%
D) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	70.108	174.865	-104.757	-59,91%
E) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS	44.311	148.237	-103.926	-70,11%
F) RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	44.311	148.237	-103.926	-70,11%

II. FACTORES DE RIESGO

A continuación se describen los principales riesgos inherentes a los Valores que se emiten al amparo del Folleto:

Riesgo de no percepción de las Remuneraciones

Las Participaciones Preferentes son un producto complejo y de carácter perpetuo. La presente Emisión no constituye un depósito bancario y, en consecuencia, no se incluye entre las garantías del Fondo de Garantía de Depósitos.

El devengo y el pago de la Remuneración (tal y como este término se define en el apartado 4.6.1.1 de la Nota de Valores) estarán condicionados a:

- a) que la suma de las Remuneraciones pagadas durante el ejercicio en curso y que se propone pagar durante el periodo de devengo en curso a todas las participaciones preferentes del Emisor y de sus Filiales (tal y como este término se define en el apartado 3.2 de la Nota de Valores), que se encuentren garantizadas por Caja España, no supere el Beneficio Distribuible del ejercicio anterior auditado, tal y como aparece definido en el apartado 4.6.1.1 de la Nota de Valores, y
- b) las limitaciones impuestas por la normativa bancaria sobre recursos propios.

No obstante, los titulares de las Participaciones Preferentes Serie I tendrán derecho a percibir la parte de la Remuneración que les corresponda, hasta el límite que, de acuerdo con los cálculos que resulten de lo previsto anteriormente, fuere posible. En el supuesto de pago parcial, la Remuneración sobre las Participaciones Preferentes Serie I junto con las remuneraciones que correspondan al resto de las participaciones preferentes emitidas, se declararán a prorrata, de forma que el porcentaje de las remuneraciones pagadas sobre las debidas para cada participación preferente se fijará en proporción a los importes desembolsados para cada una de ellas. En consecuencia, el importe que por Remuneraciones percibirán los titulares de Participaciones Preferentes Serie I y valores equiparables estará en función, en este supuesto, del volumen de participaciones preferentes en circulación en el momento del pago y de la remuneración de las mismas.

Si en alguna Fecha de Pago de Remuneración (según se define en el apartado 4.7.2 de la Nota de Valores), ésta no se abonara por darse alguna de las circunstancias anteriores, se perderá el derecho a percibir dicha Remuneración, no teniendo por qué afectar al pago de las Remuneraciones futuras y el Emisor no tendrá obligación alguna de pagar ninguna Remuneración respecto de ese Periodo de Devengo de Remuneración (según se define en el apartado 4.7.2 de la Nota de Valores) ni de pagar intereses sobre la misma, con independencia de que se declaren o no Remuneraciones respecto de las Participaciones Preferentes Serie I en cualquier Periodo de Devengo de Remuneración futuro.

La Remuneración de las Participaciones Preferentes no es un dividendo, sino un tipo de interés, cuyo pago está condicionado, sin embargo, a que el Emisor consiga Beneficios Distribuibles y a la existencia de recursos propios suficientes de conformidad con la normativa bancaria aplicable al mismo.

El Beneficio Distribuible correspondiente a los tres últimos ejercicios ha sido el siguiente: 44.311.000 euros (2008), 88.356.000 euros (2007) y 87.407.000 euros (2006). A efectos meramente teóricos, y suponiendo que el 1 de enero de 2009 se hubieran emitido Participaciones Preferentes Serie I por importe de 100.000.000 euros, el pago de la remuneración de las Participaciones Preferentes Serie I correspondiente a un ejercicio supondría una carga teórica del 18,62% del Beneficio Distribuible (en el supuesto de que se hubiese ampliado el importe de la Emisión hasta el máximo previsto (200.000.000 euros), la carga teórica sería del 37,24%). Dicha cifra ha sido calculada considerando una remuneración constante durante el ejercicio 2009 del 8,25% anual y tomando como Beneficio Distribuible 44.311.000 euros, correspondiente al beneficio neto consolidado del Grupo Caja España del ejercicio 2008 (que es menor que el beneficio neto individual de Caja España en el ejercicio 2008).

Por otro lado, el pago de la remuneración correspondiente al ejercicio 2008 de las Participaciones Preferentes Serie C garantizadas por el Emisor y emitidas por Caja España Sociedad de Participaciones Preferentes, S.A. el 4 de noviembre de 2004, ha supuesto una carga teórica del 7,22% del Beneficio Distribuible del ejercicio 2007.

En el supuesto teórico de que a 1 de enero de 2009 se hubiesen emitido las Participaciones Preferentes Serie I por importe de 100.000.000 euros, la remuneración correspondiente al ejercicio 2009 de las Participaciones Preferentes Serie C garantizadas por Caja España, y de las Participaciones Preferentes Serie I, habría supuesto una carga teórica del 36,05% del Beneficio Distribuible del ejercicio 2008 (en el supuesto de que se hubiese ampliado el importe de la Emisión hasta el máximo previsto, 200.000.000 euros, la carga teórica sería del 54,67%).

Añadiendo el nominal de esta Emisión (100.000.000 euros) a los 150.000.000 euros del valor nominal de las Participaciones Preferentes garantizadas por el Emisor a 31 de diciembre de 2008 (Participaciones Preferentes Serie C emitidas por Caja España Sociedad de Participaciones Preferentes, S.A.), el importe nominal de las participaciones preferentes en circulación del Grupo de eleva a 250.000.000 euros, que representa un 20,58% de los recursos propios básicos estimados a nivel consolidado del Grupo Caja España tras la Emisión. Para el cálculo de este porcentaje se ha tomado la cifra de recursos propios básicos computables del Grupo Caja España a 31 de diciembre de 2008 (1.114.754.000 euros) y se ha incluido como recursos propios el importe de esta Emisión (100.000.000 euros); en el supuesto de que se hubiese ampliado el importe de la emisión hasta el máximo previsto, el importe nominal de las participaciones preferentes en circulación del Grupo se elevaría a 350.000.000 euros, que representa un 26,62% de los recursos propios básicos estimados a nivel consolidado del Grupo Caja España tras la Emisión.

Riesgo de liquidación de la Emisión

A pesar del carácter perpetuo de la Emisión, ésta podrá ser liquidada cuando ocurra alguno de los siguientes supuestos:

1. Liquidación o disolución del Emisor; o
2. Reducción de los fondos propios del Emisor y de sus cuotas participativas, en su caso, a cero, sin liquidación del Emisor y con un aumento simultáneo del Fondo Fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas.

La liquidación de la Emisión en estos supuestos no garantiza necesariamente a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie I la percepción del 100% de las Cuotas de Liquidación correspondientes a las mismas (que, según se define en el apartado 4.6.1.3 (i) de la Nota de Valores, en el caso de las Participaciones Preferentes Serie I, es de 1.000 euros por Valor, más un importe igual a la Remuneración devengada y no satisfecha correspondiente al periodo de remuneración en curso hasta la fecha de pago de dicha Cuota).

Riesgo de perpetuidad

La presente Emisión tiene carácter perpetuo. No obstante lo anterior, el Emisor podrá amortizar total o parcialmente la Emisión a partir del quinto año desde la Fecha de Emisión y Desembolso y coincidiendo con una Fecha de Pago de Remuneración, previa autorización del Banco de España.

En este supuesto, el inversor recibirá el precio de amortización que consistirá en su valor nominal más, en su caso, un importe igual a la Remuneración devengada y no satisfecha hasta la fecha establecida para la amortización.

Riesgo de mercado

Una vez admitida a cotización en el Mercado AIAF de Renta Fija la presente Emisión, el precio de cotización de las Participaciones Preferentes Serie I podrá evolucionar favorable o desfavorablemente en función de las condiciones del mercado, pudiendo situarse en niveles inferiores al Precio de Emisión.

Si el inversor quisiera vender sus Participaciones Preferentes, podría ocurrir que el precio de venta fuera menor que el precio que pagó al adquirirlas, es decir, el inversor puede sufrir pérdidas.

Riesgo de liquidez

Aunque se vaya a solicitar la admisión a negociación de las Participaciones Preferentes Serie I en el Mercado AIAF de Renta Fija, no es posible asegurar que el inversor pueda venderlas con carácter inmediato ya que no existen garantías de que vaya a producirse una negociación activa en el mercado.

El Emisor ha suscrito un contrato de liquidez con CECA. Las características de dicho contrato se detallan en el apartado 6.3 de la Nota de Valores.

Riesgo de rentabilidad

Las Participaciones Preferentes Serie I ofrecen una remuneración del 8,25% nominal anual pagadera trimestralmente desde la Fecha de Desembolso hasta transcurridos cuatro años, periodo durante el cual el riesgo de tipo de interés se plantea ante una subida de los tipos de interés de mercado.

A partir del quinto año, las Participaciones Preferentes Serie I devengarán un tipo de interés variable, referenciada a EURIBOR 3 meses más un diferencial del 7,25%. Al ser una emisión a tipo variable a partir del quinto año de la Fecha de Emisión y Desembolso, el tipo aplicable en cada periodo variará en función de cómo varíen los tipos de interés de mercado y, en particular, el tipo Euribor a 3 meses. La rentabilidad podrá verse afectada también por las variaciones en la

percepción del riesgo de crédito del Emisor en distintos momentos del tiempo, así como de la probabilidad de ejercicio por el Emisor de la opción de amortización anticipada, previa autorización del Banco de España, y una bajada de los tipos de interés.

Riesgos de pérdida de principal

Las Participaciones Preferentes pueden conllevar un rendimiento negativo. Las Participaciones Preferentes son valores con un riesgo elevado, que pueden generar una rentabilidad positiva, pero también pérdidas en el nominal invertido. En caso de que, en una fecha de venta el precio de mercado esté por debajo del precio de emisión, los inversores perderán parcialmente el importe invertido, pérdida que podrá ser total.

Riesgo de absorción de pérdidas

En supuestos extremos de insuficiencia patrimonial del Emisor, éste podría liquidar la emisión por un valor inferior al nominal de las Participaciones Preferentes Serie I, con la consiguiente pérdida para sus titulares del principal invertido. Precisamente por esa capacidad potencial de absorber pérdidas, la legislación bancaria considera las participaciones preferentes como “recursos propios” de las entidades de crédito que las emiten.

Riesgo de variación de la calidad crediticia

La emisión de Participaciones Preferentes Serie I no tiene rating asignado.

A la fecha de registro de la presente Nota de Valores, el Emisor tiene asignadas las siguientes calificaciones (ratings):

Agencia de Rating	Fecha última revisión	CALIFICACIÓN		
		Largo Plazo	Caja España Corto Plazo	Perspectiva
Moody's Investors Service	Noviembre 2008	A3	P-2	Negativa
Fitch Ratings	Octubre 2008	A-	F2	Negativa

Una variación de los ratings asignados a Caja España podría afectar al valor de mercado de las Participaciones Preferentes Serie I.

Riesgo de orden de prelación

Las Participaciones Preferentes Serie I, se situarán en orden de prelación:

1. por delante de las cuotas participativas de Caja España, si existiesen, así como únicamente para el caso de liquidación de Caja España por delante de la Obra Benéfico-Social en cuanto al destino del remanente que pudiera quedar una vez atendidas todas las obligaciones de Caja España;
2. *pari passu* con cualquier otra serie de participaciones preferentes o valores equiparables emitidas o garantizadas por el Emisor con un mismo rango que las Participaciones Preferentes Serie I, o que pueda emitir en el futuro;

3. por detrás de todos los acreedores privilegiados, comunes y subordinados del Emisor.

Los titulares de Participaciones Preferentes, por el mero hecho de su suscripción y adquisición, renunciarán a cualquier orden de prelación distinto del descrito anteriormente que pudiera corresponderles en virtud de la legislación aplicable en cada momento y, en particular, el que pudiera resultar de la aplicación de lo dispuesto en los artículos 92 y 158 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (“la Ley Concursal”). Todas las emisiones de participaciones preferentes emitidas por Caja España y/o con la garantía de esta, están reflejadas en el apartado 6.2 de la Nota de Valores.

Todas las emisiones de participaciones preferentes emitidas por Caja España y/o con la garantía a de éste, están reflejadas en el apartado 6.2 de la Nota de Valores.

El adjetivo “preferente” que la legislación española otorga a las participaciones preferentes NO significa que sus titulares tengan la condición de acreedores privilegiados.

Ratios de morosidad y solvencia del Emisor:

COEFICIENTE DE SOLVENCIA *	DIC'06	DIC'07	DIC'08
Banco de España	11,65%	11,20%	12,08%
Tier 1	7,19%	7,35%	7,46%
Tier 2	4,46%	3,85%	4,62%

MOROSIDAD	DIC'06	DIC'07	DIC'08
Tasa de morosidad **	1,35%	1,66%	5,28%
Tasa de morosidad hipot. **	1,28%	1,72%	5,69%
Tasa de cobertura	153,01%	142,96%	55,35%

* Datos 2006/07, Circular 5/93 de Banco de España sobre determinación y control de los Recursos Propios Mínimos. Datos 2008, Circular 3/2008 de Banco de España sobre determinación y control de los Recursos Propios Mínimos

** En línea con la tendencia general del sector, los activos dudosos han sufrido un notable incremento en los últimos 12 meses, y ello ha derivado en un aumento superior a 3 puntos porcentuales en la Tasa de Morosidad; en cuanto a la Tasa de Morosidad Hipotecaria, este incremento ha sido de 3,97 puntos porcentuales durante el año 2008.

Factores de Riesgo del Emisor

Los factores de riesgo del Emisor se enumeran a continuación:

- Riesgo de crédito
- Riesgo de mercado
- Riesgo de tipo de interés
- Riesgo de liquidez
- Riesgo operacional

La descripción completa de los factores de riesgo pueden consultarse en el Documento de Registro de Caja España, inscrito en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 10 de julio de 2008.

III. NOTA DE VALORES

1. PERSONAS RESPONSABLES

1.1 Personas que asumen la responsabilidad del contenido de la nota de valores

D. José Antonio Fernández Fernández con NIF 9706203L, actuando como Director de la División Financiera Corporativa de Caja España de Inversiones, C.A.M.P., y en virtud de las facultades conferidas por el Consejo de Administración, mediante acuerdo adoptado en su reunión celebrada en fecha 12 de febrero de 2009 y en nombre y representación de Caja España, asume la responsabilidad de las informaciones contenidas en esta Nota de Valores.

D. José Antonio Fernández Fernández, como responsable del contenido de esta Nota de Valores, tras actuar con una diligencia razonable para garantizar que así es, declara que, la información contenida en ésta es, según su conocimiento, conforme a los hechos y no incurre en ninguna omisión que pudiera afectar a su contenido.

2. FACTORES DE RIESGO

Véase la Sección II del presente documento.

3. INFORMACIÓN FUNDAMENTAL

3.1 Interés de las personas físicas y jurídicas participantes en la oferta

No existen intereses particulares de las personas que participan en la presente emisión de Participaciones Preferentes Serie I que sean importantes para la misma.

3.2 Motivo de la oferta y destino de los ingresos

Los fondos obtenidos de la emisión de las Participaciones Preferentes Serie I objeto del presente Folleto ("la Emisión") se destinarán a fortalecer los recursos propios del Grupo Caja España (tal y como este término se define a continuación).

Con la realización de esta Emisión, suponiendo un importe suscrito de 100 millones de euros, y si no se amortizan las otras emisiones actualmente vigentes y que computan como recursos propios, el ratio de solvencia del Grupo Caja España mejoraría en 0,67%, pasando del 12,08% al 31 de diciembre de 2008 al 12,75%; y el ratio TIER I que a 31 de diciembre de 2008 ascendía a 7,46% pasaría con la inclusión de esta Emisión a ser del 8,13%. Si el volumen suscrito fuera finalmente de 200 millones de euros, el ratio de solvencia pasaría a ser del 13,42% y el TIER I del 8,80%.

Caja España solicitará al Banco de España, el cómputo de las Participaciones Preferentes Serie I objeto de la presente Emisión como recursos propios computables del Grupo Caja España. La obtención de dicha calificación será comunicada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“CNMV”).

Si la calificación como recursos propios mencionada en el párrafo anterior fuera denegada a los Valores objeto de este Folleto, el Emisor comunicará dicho extremo como hecho relevante a la CNMV. En dicho supuesto, el Emisor se compromete a mantener la Emisión en los términos y condiciones recogidos en este Folleto, sin perjuicio de las eventuales adaptaciones que el citado hecho pudiera requerir.

En el supuesto de que la calificación como recursos propios fuera denegada, la adquisición por el emisor o cualquiera de sus filiales de las Participaciones Preferentes Serie I en circulación y, en su caso, su posterior amortización, se sujetará a lo dispuesto en la legislación aplicable.

A los efectos de lo previsto en la presente Nota de Valores, se entenderá por “Filial”, cualquier entidad sobre la que Caja España pueda tener, directa o indirectamente, control de conformidad con el artículo 42 del Código de Comercio, por remisión del artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (“la LMV”).

Igualmente, se entenderá por “Grupo” o “Grupo Caja España”, el Emisor junto con sus Filiales consolidadas, de acuerdo con lo establecido en el artículo 8.3 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros, según la redacción dada, respectivamente, por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, por la Ley 19/2003, de 3 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales (“la Ley 191/2003”), por la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, por la Ley 23/2005, de 18 de noviembre, de reformas en materia tributaria para el impulso a la productividad y por la Ley 4/2008, de 23 de diciembre, por la que se suprime el gravamen del Impuesto sobre el Patrimonio, se generaliza el sistema de devolución mensual en el Impuesto sobre el Valor Añadido, y se introducen otras modificaciones en la normativa tributaria (“la Ley 4/2008”) (la “Ley 13/1985”), en el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras (“el Real Decreto 216/2008”) y en la Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos (“la Circular 3/2008 del Banco de España”).

Suponiendo que se suscriba totalmente el importe inicial de la Emisión (100.000.000 euros), los gastos de emisión previstos para trámites oficiales y otros relacionados con la colocación de la Emisión se desglosan de forma orientativa a continuación:

<u>Concepto</u>	<u>Importe</u>
Registro en CNMV del Folleto (0,14 por mil, con un máximo de 40.609,93 €)	14.000 €
Tasas CNMV (admisión a cotización)(0,03 por mil; Máximo único por la totalidad del programa: 9.363,60 €)	3.000 €
Tasas AIAF 0,05 por mil (máx. 45.000 €)	5.000 €
Tarifa por registro en IBERCLEAR	500 €
TOTAL	22.500 €

4. INFORMACIÓN RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A OFERTARSE

4.1 Descripción del tipo y la clase de valores

Las Participaciones Preferentes Serie I son valores atípicos de carácter perpetuo y su figura está reconocida en el artículo 7 y en la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros, según la redacción dada, respectivamente, por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, por la Ley 19/2003, de 3 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, por la Ley 62/2003 de 30 de noviembre y por la Ley 23/2005 de 18 de noviembre.

Las participaciones preferentes no son valores de renta fija cuya percepción a vencimiento esté asegurada, sino que son valores de carácter complejo que puede conllevar pérdida de principal.

Las participaciones preferentes, al tener carácter perpetuo, no tienen plazo de vencimiento y el Emisor no está obligado a reembolsar su principal.

El presente Folleto se formaliza con el objeto de proceder a la emisión de cien mil Participaciones Preferentes Serie I, ampliable hasta un máximo de doscientas mil Participaciones Preferentes, de 1.000 euros de valor nominal cada una.

Tal y como se indica en el apartado 5.3 siguiente, las Participaciones Preferentes Serie I se emiten a la par, no existiendo prima ni descuento en la Emisión. En consecuencia, el precio de suscripción de las Participaciones Preferentes Serie I será de 1.000 euros por cada una.

El importe de la Emisión será de cien millones (100.000.000) de euros, ampliable hasta un máximo de doscientos millones (200.000.000) de euros.

El importe total de la Emisión quedará fijado, una vez finalizado el Periodo de Suscripción (ver apartado 5.1.3), por el importe efectivamente suscrito.

Todas las Participaciones Preferentes Serie I serán de idénticas características constituyendo un conjunto de valores homogéneo, estarán representadas mediante anotaciones en cuenta y no tendrán carácter de valores nominativos.

4.2 Legislación de los valores

Los valores se emiten de conformidad con la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y sus normas de desarrollo, en particular el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos. Asimismo la Emisión se realiza al amparo de la Disposición Adicional Tercera de la Ley 19/2003, que modifica la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, la cual establece los requisitos y características de las participaciones preferentes.

La presente Nota de Valores ha sido elaborada siguiendo los modelos previstos en el Reglamento (CE) n° 809/2004, 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, la incorporación por referencia, la publicación de dichos folletos y la difusión de publicidad.

4.3 Representación de los valores

Las Participaciones Preferentes Serie I estarán representadas por medio de anotaciones en cuenta y se inscribirán en los correspondientes registros contables a cargo de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A.U. (IBERCLEAR), entidad domiciliada en Madrid, Plaza de la Lealtad, n° 1, y de sus entidades participantes.

4.4 Divisa de la Emisión

Las Participaciones Preferentes Serie I estarán denominadas en euros.

4.5 Orden de Prelación

Las Participaciones Preferentes Serie I, se situarán en orden de prelación:

1. por delante de las cuotas participativas de Caja España, si existiesen, así como únicamente para el caso de liquidación de Caja España por delante de la Obra Benéfico-Social en cuanto al destino del remanente que pudiera quedar una vez atendidas todas las obligaciones de Caja España;
2. *pari passu* con cualquier otra serie de participaciones preferentes o valores equiparables emitidas o garantizadas por el Emisor con un mismo rango que las Participaciones Preferentes Serie I, o que pueda emitir en el futuro;
3. por detrás de todos los acreedores privilegiados, comunes y subordinados del Emisor.

Los titulares de Participaciones Preferentes, por el mero hecho de su suscripción y adquisición, renunciarán a cualquier orden de prelación distinto del descrito anteriormente que pudiera corresponderles en virtud de la legislación aplicable en cada momento y, en particular, el que pudiera resultar de la aplicación de lo dispuesto en los artículos 92 y 158 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (“la Ley Concursal”). Todas las emisiones de participaciones preferentes emitidas por Caja España y/o con la garantía de esta, están reflejadas en el apartado 6.2 de la Nota de Valores.

El adjetivo “preferente” que la legislación española otorga a las participaciones preferentes NO significa que sus titulares tengan la condición de acreedores privilegiados.

Ni el Emisor ni ninguna de sus Filiales podrán emitir, o garantizar la emisión de participaciones preferentes o valores u otros instrumentos equivalentes en rango a las participaciones preferentes, sea directamente o a través de una garantía, que estén por delante de las Participaciones Preferentes Serie I, salvo que los términos y condiciones de las Participaciones Preferentes Serie I se modifiquen para que tengan un rango equivalente al de dicha emisión de participaciones ordinarias.

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

Las Participaciones Preferentes Serie I otorgan a sus titulares exclusivamente los derechos económicos y políticos que se describen a continuación.

Los inversores que adquieran las Participaciones Preferentes Serie I, tendrán derecho a participar en la aprobación de determinados acuerdos en la asamblea general de titulares de participaciones preferentes del emisor (la “Asamblea General”), según se describe más adelante.

4.6.1 Derechos económicos

4.6.1.1 Derecho a percibir la Remuneración predeterminada de carácter no acumulativo

Los titulares de Participaciones Preferentes Serie I tendrán derecho a percibir una remuneración predeterminada y de carácter no acumulativo (la “Remuneración”), que se devengará diariamente, desde la Fecha de Desembolso (inclusive), sobre el importe nominal de las Participaciones Preferentes, en base Act/365, y será pagadera por trimestres vencidos:

- Tipo fijo anual del 8,25% durante los 4 primeros años desde la Fecha de Desembolso (inclusive)
- De ahí en adelante, variable, referenciado al Euribor a 3 meses, más un diferencial de 7,25%.

El cálculo del Euribor a 3 meses aparece reflejado en el apartado 4.7 siguiente.

La Remuneración de las Participaciones Preferentes está condicionada a que la entidad consiga Beneficios Distribuibles suficientes y a la existencia de recursos propios suficientes de acuerdo con la normativa bancaria aplicable al Emisor.

1. Régimen de percepción de Remuneración por los titulares de Participaciones Preferentes Serie I

(i) Supuestos de no percepción

Los titulares de Participaciones Preferentes Serie I no tendrán derecho a percibir la remuneración predeterminada en los siguientes casos:

- (1) En la medida en que dicha Remuneración, junto con (a) cualquier remuneración pagada durante el ejercicio en curso, y (b) aquellas remuneraciones que se propone abonar durante el periodo de devengo en curso, en cada caso respecto de (i) todas las participaciones preferentes emitidas por Caja España, y por cualquiera de sus filiales, que se encuentren garantizadas por Caja España, y (ii) cualesquiera participaciones preferentes o valores equiparables emitidos por Caja España que se sitúen, en cuanto a la participación en beneficios, al mismo nivel que las participaciones preferentes, excediera del Beneficio Distribuible correspondiente al ejercicio anterior auditado, según se define a continuación.

Se entiende por “Beneficio Distribuible”, de un ejercicio fiscal, el menor entre los beneficios netos de Caja España y de su Grupo, tal y como se reflejan, de acuerdo con las normas dictadas por el Banco de España para su cálculo, en los estados contables reservados a que se refieren las normas 69ª y 70ª de la Circular 4/2004 del Banco de España o a la normativa que resulte de aplicación en cada momento. Dichos resultados anuales deberán haber sido aprobados, al menos, por el Consejo de Administración del Emisor y verificados por sus auditores externos. Cuando dichos resultados se aparten materialmente de los atribuidos al grupo en las cuentas anuales consolidadas de carácter público a las que se refiere la Circular 4/2004 o a la normativa que es su caso la sustituyese, su importe y las causas de dicha diferencia recibirán publicidad adecuada en la Memoria que forme parte de dichas cuentas.

En el supuesto de que en alguna fecha de pago de la Remuneración los citados resultados no se hubieran aprobado y verificado conforme a lo previsto anteriormente, se tomarán como referencia para la obtención del Beneficio Distribuible los saldos de las cuentas de pérdidas y ganancias individuales y consolidadas del Emisor de los estados financieros remitidos al Banco de España referidos al 31 de diciembre del ejercicio anual anterior.

Se entiende por “Grupo” al Emisor y sus filiales consolidadas, de acuerdo con lo establecido en el artículo 8,3 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión y recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros, el real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de Recursos Propios de las Entidades Financieras y la Circular del Banco de España 3/2008.

Se entiende por “Filial”, toda entidad en la que el Emisor sea titular, de forma directa o indirecta, de más del 50% de su capital social con derecho a voto. El Emisor no ha otorgado ni otorgará a emisiones de participaciones preferentes de entidades no Filiales garantías de igual o mejor rango que las de esta Emisión.

A la fecha del presente Folleto, todas las emisiones de participaciones preferentes a las que el Emisor ha prestado su garantía han sido realizadas por Filiales en las que el Emisor es titular, de forma directa o indirecta, del 100% de su capital social y de sus derechos de voto; el importe nominal de estas emisiones (excluyendo la presente Emisión) representa el 13,23% de los recursos propios básicos computables del Grupo Caja España a 31 de diciembre de 2008. El Emisor se ha comprometido, además, a mantener directa o indirectamente, dicha participación mientras existan participaciones preferentes de las mismas en vigor.

Aunque el Beneficio Distribuible sea suficiente, en la medida en que, de acuerdo con las disposiciones de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero y la Circular del Banco de España 3/2008, o en la normativa que en su caso la sustituyese, el Emisor tuviera que limitar sus pagos respecto de cuotas participativas o valores equiparables que hubiera podido emitir (excepto pagos con cargo al fondo de estabilización) o la

asignación de dotaciones al fondo de la obra benéfico-social (excepto aquellas efectuadas en virtud de lo establecido en el artículo 11.5 de la Ley 13/1985).

En particular a la fecha de este Folleto, y de acuerdo con las mencionadas disposiciones, si el Emisor hubiese emitido cuotas participativas o valores equiparables y el mismo Emisor o su grupo consolidable presenten un déficit de recursos propios computables superior al 20% de los mínimos requeridos o sus recursos propios básicos caigan por debajo del 50% de dichos mínimos, el Emisor o todas las entidades del Grupo consolidable deberán destinar a reservas la totalidad de sus beneficios o excedentes netos, salvo que el Banco de España autorice otra cosa al aprobar el programa de retorno previsto en el artículo 75 del real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de propios de las entidades financieras.

Si el déficit de recursos propios computables sobre los mínimos requeridos fuera igual o inferior al 20%, la propuesta de distribución de resultados del Emisor o de todas y cada una de las entidades de su Grupo consolidable se someterá a la autorización previa del Banco de España, quién establecerá el porcentaje mínimos a destinar a reservas atendiendo al programa presentado para retornar a los niveles exigibles.

El Ministerio de Economía y Hacienda podría, a propuesta del Banco de España, en ambos supuestos autorizar la distribución de cantidades al fondo de la obra benéfico-social, pero no a los titulares de Participaciones Preferentes Serie I.

Si la insuficiencia de recursos propios anteriormente mencionada impidiera realizar el pago de la Remuneración, ya sea de manera total o parcial, dicho supuesto será comunicado a la CNMV.

(ii) Supuestos de percepción parcial

No obstante, los titulares de Participaciones Preferentes Serie I tendrán derecho a percibir la parte de la Remuneración que les corresponda hasta el límite que, de acuerdo con los cálculos que resulten de lo previsto en los dos supuestos anteriores, fuere posible, conforme se describe en el apartado 3 siguiente.

(iii) Supuestos de percepción total

Cuando los titulares de Participaciones Preferentes Serie I tuvieran derecho a percibir Remuneración por no darse los supuestos del apartado (i) anterior, el Emisor estará obligado a pagar la Remuneración.

2. *Carácter no acumulativo de la Remuneración*

Existen determinados supuestos en los que los tenedores de las Participaciones Preferentes Serie I pueden no recibir ninguna Remuneración, dado que ésta tiene carácter no acumulativo, no teniendo derecho posteriormente a su reclamación.

En este sentido, si por darse alguno de los supuestos previstos en los apartados i) e ii) anteriores, el Emisor no pagara la totalidad de la Remuneración en una Fecha de Pago de Remuneración determinada, los titulares de las Participaciones Preferentes Serie I, de acuerdo con lo dispuesto en la Ley 13/1985 según la redacción dada por la Ley 19/2003, perderán su derecho a recibirla y el Emisor no tendrá obligación de pagar ni la Remuneración devengada en ese periodo, ni intereses sobre la misma, aún cuando en Fechas de Pago de Remuneración posteriores el Emisor cumpla con sus obligaciones de abonar la Remuneración a las Participaciones Preferentes Serie I.

Si el Emisor dejara de abonar la remuneración por razones distintas a las contempladas en los apartados (i) e (ii) anteriores los titulares de las Participaciones Preferentes Serie I podrán ejercitar sus derechos contra el Emisor.

3. Disposiciones generales

- a) El impago de Remuneraciones por el Emisor será comunicado a la CNMV por el Emisor como hecho relevante.
- b) En el supuesto de pago parcial descrito en el apartado (ii) anterior, la Remuneración sobre las Participaciones Preferentes Serie I y la remuneración sobre el resto de participaciones preferentes o valores equiparables del Emisor o de otra Filial que cuenten con una garantía del Emisor, se declararán a prorrata, teniendo en cuenta la proporción existente entre: (1) la cantidad total disponible para el pago de la Remuneración de las Participaciones Preferentes Serie I y la remuneración correspondiente al resto de participaciones preferentes y valores equiparables, si existieren; y (2) la cantidad que se hubiese pagado a las Participaciones Preferentes Serie I y al resto de participaciones preferentes y valores equiparables de no haber existido limitación alguna al pago de la Remuneración.

En consecuencia, el importe que por la Remuneración percibirían los titulares de Participaciones Preferentes de la Serie I estaría en función, en este supuesto, del importe total de participaciones preferentes (incluidas las Participaciones Preferentes Serie I) y valores equiparables en circulación en el momento del pago y de la remuneración a la que pudieran tener derecho el resto de participaciones preferentes y valores equiparables.

- c) La obligación de pago de Remuneración por el Emisor se entenderá satisfecha cuando el Emisor pague dicha Remuneración, y en la medida en que lo haga.
- d) Si por razón del Beneficio Distribuible o por las limitaciones derivadas de la normativa sobre recursos propios de entidades de crédito, no se pagara la Remuneración a los titulares de Participaciones Preferentes Serie I, el Emisor no distribuirá cantidad alguna a los titulares de cuotas participativas o a cualquiera otros valores emitidos por el Emisor que a los efectos de prelación se sitúen por detrás de las Participaciones Preferentes Serie I en orden de prelación, si existieran (salvo autorización del Banco de España por distribuciones con cargo al fondo de estabilización).

- e) En los casos en los que por autorización del Banco de España se realice pago a los cuotapartícipes, podrán pagarse a los titulares de participaciones preferentes y valores equiparables las remuneraciones canceladas hasta un máximo equivalente al de los importes pagados a los cuotapartícipes, previa verificación de su importe por el Banco de España.
- f) Los titulares de las Participaciones Preferentes Serie I no tendrán otro derecho a participar en los beneficios del Emisor que los establecidos en este Folleto.

4.6.1.2 Derecho a percibir el Precio de Amortización

En los supuestos de amortización contemplados en el apartado 4.8 siguiente, los titulares de Participaciones Preferentes Serie I tendrán derecho a percibir un Precio de Amortización (según se define en el apartado 4.8.1 de la presente Nota de Valores) por cada Participación Preferente. Dicho Precio de Amortización consistirá en un importe igual a su valor nominal más una cantidad igual a la Remuneración devengada y no satisfecha, desde la última Fecha de Pago de Remuneración (según se define en el apartado 4.7.2 de la presente Nota de Valores) hasta la fecha fijada para la amortización.

4.6.1.3 Derecho a percibir las Cuotas de Liquidación - Límites

- (i) Liquidación o disolución del Emisor

En los casos de: i) disolución o liquidación de Caja España, voluntaria o involuntaria o ii) una reducción de sus fondos propios y de sus cuotas participativas, en su caso, a cero, sin liquidación de Caja España y con una aportación simultánea al Fondo de Dotación o una emisión simultánea de cuotas participativas, los titulares de las participaciones preferentes que estén en circulación en ese momento tendrán derecho a percibir una cuota de liquidación por cada participación preferente que será equivalente a su valor nominal, más en su caso, una cantidad igual a la remuneración devengada y no satisfecha, correspondiente al periodo de devengo de la remuneración en curso y hasta la fecha de pago, sujeto a las limitaciones establecidas en el apartado “derecho a percibir remuneración”, que se determinará de la siguiente forma:

Para la determinación de la Cuota de Liquidación se calculará la suma de las siguientes Cuotas de Liquidación:

- a) Las correspondientes a todas las participaciones o valores equiparables que pueda emitir directamente Caja España, incluidas las participaciones preferentes objeto de esta Nota de Valores.
- b) Las correspondientes a las participaciones preferentes o valores similares emitidos por las filiales de Caja España que cuenten con la garantía de Caja España, de forma que estos valores estén equiparados en orden de prelación con las participaciones preferentes objeto de esta Nota de Valores.

Las cuotas de liquidación que se abonen a los titulares de los valores citados no excederán de las cuotas de liquidación que se hubieran pagado con los activos de Caja

España si todos hubieran sido emitidos por Caja España y se hubieran situado en orden de prelación:

- a) Por detrás de todas las obligaciones de Caja España.
- b) Al mismo nivel que las participaciones preferentes o valores equiparables que pueda emitir, en su caso, Caja España o cualquiera de sus filiales con la garantía de Caja España.
- c) Por delante de las cuotas participativas de Caja España, si las hubiera emitido, y, únicamente en el caso de liquidación de Caja España, por delante de la Obra Benéfico-Social de Caja España en cuanto al destino del remanente que pudiese quedar una vez atendidas todas las obligaciones de Caja España.

Todo ello después de haber satisfecho plenamente, de acuerdo con lo dispuesto por la legislación española, a todos los acreedores de Caja España, incluidos los tenedores de deuda subordinada, pero excluidos los beneficiarios de cualquier garantía o de cualquier otro derecho contractual que se sitúe en orden de prelación al mismo nivel que las participaciones preferentes objeto de esta Nota de Valores.

Se hace constar que a la fecha del registro de la presente Nota de Valores, al no haber sido emitidas cuotas participativas por parte de Caja España, las participaciones preferentes objeto de esta Nota de Valores ocuparían, de acuerdo con lo descrito anteriormente, el último lugar de prelación de créditos en el supuesto de una reducción de los fondos propios de Caja España a cero, sin liquidación de Caja España y con una aportación simultánea al Fondo de Dotación o una emisión simultánea de cuotas participativas.

(ii) Pagos a prorrata

Si al producirse el reparto de las cuotas de liquidación a pagar, las Cuotas de Liquidación no se hicieran efectivas en su totalidad debido a las limitaciones descritas en el apartado anterior, dichas cantidades se abonarán a prorrata en proporción a las cantidades que se habrían pagado si no hubiera existido dicho límite. Teniendo en cuenta que la Cuota de Liquidación puede ser distinta para cada emisión de participaciones preferentes, su importe se distribuirá a prorrata del total del importe efectivo que corresponda a cada titular, y no del número de participaciones preferentes que los titulares posean.

Una vez hecha efectiva la Cuota de Liquidación a la que tienen derecho los titulares de las Participaciones Preferentes Serie I de acuerdo con los apartados anteriores, éstos no tendrán otro derecho de reclamación frente al Emisor.

4.6.1.4 Derecho de suscripción preferente

De conformidad con lo dispuesto en la Ley 13/1985, los titulares de Participaciones Preferentes Serie I no tienen derecho de suscripción preferente en las nuevas emisiones de participaciones preferentes que pueda realizar el Emisor en el futuro.

4.6.2 Derechos políticos

Los titulares de las participaciones preferentes objeto de esta Nota de Valores no tienen derecho a percibir notificación, asistir ni votar en ninguna Asamblea General de Caja España, ni disfrutarán de derecho político alguno presente y/o futuro sobre Caja España.

No obstante, los partícipes por el mero hecho de ser titular de Participaciones Preferentes Serie I se incorporarán automáticamente al Sindicato de Partícipes que se crea a tal efecto y cuyo Reglamento se indica en el apartado 4.10 de esta Nota de Valores.

4.7 Tipo de remuneración y disposiciones relacionadas

4.7.1 Determinación del importe de la Remuneración

La Remuneración no acumulativa será:

- Tipo fijo anual de 8,25% durante los cuatro primeros años desde la Fecha de Desembolso (inclusive). Siendo el importe nominal de 1.000 euros por Participación Preferente Serie I la remuneración bruta a percibir será durante los 16 primeros periodos de remuneración y según la fórmula descrita en el apartado 4.7.4 posterior, la siguiente:

Periodo	Remuneración (Euros)
1º	20,795
2º	20,795
3º	20,795
4º	20,116
5º	20,795
6º	20,795
7º	20,795
8º	20,116
9º	20,795
10º	21,247
11º	20,568
12º	20,568
13º	20,568
14º	20,568
15º	20,795
16º	20,342

- De ahí en adelante, variable, referenciado al Euribor a 3 meses, más un diferencial del 7,25%.

Comparación con otras emisiones: a fin de evaluar las condiciones financieras de la emisión de Participaciones Preferentes Serie I, Caja España ha obtenido la opinión de

Analistas Financieros Internacionales, S.A. y Solventis Gestión, S.G.C., S.A., consultoras independientes especializadas. Cabe señalar que recientemente el número de operaciones ha sido limitado debido a las difíciles condiciones de mercado. Se adjuntan como Anexo, copia de dichas opiniones.

4.7.2 Descripción del subyacente

A partir del quinto año (incluido) desde la Fecha de Desembolso, la Remuneración está referida al tipo Euribor a 3 meses, tal y como éste se define a continuación.

La fijación del Euribor a 3 meses se realizará para cada Periodo de Devengo de Remuneración y se tomarán como referencia los datos publicados en la pantalla Reuters, página EURIBOR01 (o cualquier otra que la pudiera sustituir) a las 11:00 horas de la mañana (hora C.E.T.) del segundo día hábil inmediatamente anterior al día en que comience el Periodo de Devengo de Remuneración de que se trate.

Este tipo de remuneración se tomará por su valor facial publicado sin aplicar ningún tipo de transformación.

A efectos meramente informativos, se indica a continuación la evolución del tipo Euribor 3 meses entre el 27 de febrero y el 31 de marzo del 2009:

Sesión	Euribor 3 meses
27/02/09	1,848
02/03/09	1,835
03/03/09	1,825
04/03/09	1,811
05/03/09	1,799
06/03/09	1,778
09/03/09	1,757
10/03/09	1,726
11/03/09	1,703
12/03/09	1,687
13/03/09	1,663
16/03/09	1,65
17/03/09	1,64
18/03/09	1,629
19/03/09	1,614
20/03/09	1,602
23/03/09	1,584
24/03/09	1574
25/03/09	1,56
26/03/09	1,556

27/03/09	1,548
30/03/09	1,538
31/03/09	1,531

El tipo aplicable a cada periodo trimestral siguiente, será comunicado por el Agente de Pagos a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie I el primer día hábil anterior al inicio de cada periodo trimestral de Remuneración mediante anuncio en el Boletín de Operaciones de AIAF Mercado de Renta Fija.

Por imposibilidad de obtención del Euribor a 3 meses en la forma determinada anteriormente, se tomará como Remuneración en tanto por ciento a aplicar sobre el importe efectivo para el cálculo de la Remuneración, el tipo de interés que resulte de aplicar la media aritmética simple de los tipos de interés interbancarios de oferta para operaciones de depósitos en euros a 3 meses de vencimiento y por importe equivalente al importe de la emisión, el segundo día hábil inmediatamente anterior al día en que comience el periodo de cálculo de que se trate, que declaren las entidades reseñadas a continuación:

- BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.
- BANCO SANTANDER, SA.
- CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS
- BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.

En el supuesto de imposibilidad de obtención del Euribor a 3 meses por no suministrar alguna o algunas de las citadas entidades la declaración de cotizaciones, será de aplicación el tipo de interés que resulte de aplicar la media aritmética simple de los tipos de interés declarados por al menos dos de las entidades restantes.

En ausencia de los tipos según lo expuesto en los apartados anteriores, se aplicará el tipo determinado para el cálculo de la Remuneración en tanto por ciento que se hubiese aplicado en el Periodo de Devengo de Remuneración anterior.

4.7.3 Fechas de devengo y pago de los intereses

Durante el período comprendido entre la Fecha de Desembolso (inclusive), prevista y los cuatro años siguientes, cada una de las Participaciones Preferentes Serie I otorgará a su titular el derecho a percibir una Remuneración fija del 8,25% nominal anual fijo sobre el importe nominal de las mismas, pagadera por trimestres vencidos, con sujeción a las limitaciones establecidas en el apartado 4.6.1.1.1 anterior. Las fechas de pago de remuneraciones serán los días 19 de mayo, 19 de agosto, 19 de noviembre y 19 de febrero, cada una de ellas una “Fecha de Pago de Remuneración (a Tipo Fijo)”.

A partir del quinto año (incluido), cada una de las Participaciones Preferentes Serie I otorgará a su titular el derecho a percibir una Remuneración variable igual a la que resulte de aplicar el Euribor a 3 meses, más un diferencial de 7,25% sobre el importe nominal de las mismas, con sujeción a las limitaciones establecidas en el apartado 4.6.1.1.1 anterior. En este período, la Remuneración será pagadera por trimestres vencidos, quedando fijadas las siguientes fechas de

pago por parte del Emisor: 19 de mayo, 19 de agosto, 19 de noviembre y 19 de febrero de cada año, cada una de ellas una “Fecha de Pago de Remuneración (a Tipo Variable)”.

Las Fechas de Pago de Remuneración (a Tipo Fijo) y las Fechas de Pago de Remuneración (a Tipo Variable), serán conjuntamente, las “Fechas de Pago de Remuneración” e indistintamente, cualquiera de ellas, una “Fecha de Pago de Remuneración”. El período que comience en la Fecha de Desembolso, inclusive, prevista para el 19 de mayo de 2009, y que finalice en la primera Fecha de Pago de Remuneración, no incluida, y cada período sucesivo que comience en una Fecha de Pago de Remuneración, inclusive, y que finalice en la siguiente Fecha de Pago de Remuneración, no incluida, será un “Período de Devengo de Remuneración” y todos o algunos de ellos, según el contexto, serán, conjuntamente, los “Períodos de Devengo de Remuneración”.

Los cálculos para determinar el importe de la Remuneración se llevarán a cabo utilizando como base de cálculo Act/365, tal y como se describe en la fórmula señalada en el apartado 4.7.4 siguiente.

4.7.4 Fórmula para el cálculo de la Remuneración

La Remuneración se calculará de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$R = \frac{N * i * d}{36.500}$$

Siendo:

R= Remuneración

N = Importe nominal

i = Tipo de interés anual aplicable al periodo en cuestión

d = Días transcurridos en el Período de Devengo de Remuneración de referencia

La remuneración se pagará trimestralmente, y será el resultado de aplicar el tipo de la Remuneración al valor nominal de la Participación Preferente, dividir el producto por 365, multiplicarlo por el número de días que comprenda el Periodo de Devengo de Remuneración de referencia.

Esta misma fórmula regirá en el caso de que en un determinado Período de Devengo de Remuneración tuviese duración inferior a un trimestre completo, por amortización anticipada de las Participaciones Preferentes Serie I o por cualquier otra razón.

Si alguna Fecha de Pago de Remuneración no fuera día hábil a los efectos de realización de operaciones en euros, el pago de la Remuneración se efectuará el día hábil inmediatamente posterior. A estos efectos se entenderá por día hábil cualquier día así considerado por el sistema “TARGET2” (“Trans-European Automated RealTime Gross Settlement Express Transfer”).

El Agente de Pagos calculará la cuantía de la Remuneración que deba satisfacerse respecto de las Participaciones Preferentes Serie I.

El servicio financiero será atendido por el Agente de Pagos, quien, con motivo del pago de cada Remuneración, recibirá la cantidad que corresponda por tal concepto para su distribución entre los titulares de las Participaciones Preferentes Serie I.

4.7.5 Plazo válido en el que se puede reclamar la Remuneración.

La acción para reclamar el abono de la Remuneración correspondiente a un Periodo de Devengo de Remuneración concreto, en el supuesto de que haya sido declarada por el Emisor, prescribe a los cinco años contados desde el día siguiente a la Fecha de Pago de Remuneración correspondiente a dicho Periodo de Devengo de Remuneración, sujeto al artículo 1.966 del Código Civil.

4.7.6 Fechas, lugar, entidades y procedimiento para el pago de las Remuneraciones.

Tendrán derecho al cobro de la Remuneración los titulares inscritos en los registros contables de las Entidades Participantes en IBERCLEAR el día anterior al señalado como Fecha de Pago de Remuneración.

El Agente de Pagos y Agente de Cálculo (el “Agente”) calculará la cuantía de la Remuneración que deba satisfacerse respecto de las Participaciones Preferentes Serie I.

El servicio financiero será atendido por el Agente de Pagos, quien, con motivo del pago de cada Remuneración, recibirá la cantidad que corresponda por tal concepto para su distribución entre los titulares de Participaciones Preferentes Serie I.

4.7.7 Agente de Pagos y Agente de Cálculo

Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA).

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

4.8.1 Precio de amortización

Las Participaciones Preferentes Serie I tienen carácter perpetuo. Cada Participación Preferente Serie I concede a su titular, en el supuesto de amortización total o parcial por parte del Emisor, derecho a percibir un Precio de Amortización que consistirá en su valor nominal más un importe igual a la Remuneración devengada y no satisfecha hasta la fecha establecida para la amortización (el “Precio de Amortización”).

4.8.2 Supuestos, fecha, lugar y procedimiento de amortización

Las Participaciones Preferentes Serie I se emiten por tiempo indefinido. Sin embargo, podrán amortizarse, total o parcialmente, a voluntad del Emisor, con autorización previa del Banco de España, a partir del quinto aniversario de la Fecha de Desembolso (según se define en el apartado 4.12 de la presente Nota de Valores) (la “Primera Fecha de Amortización”) y coincidiendo con una Fecha de Pago de Remuneración, reembolsando a su titular el Precio de Amortización.

En el caso de amortización parcial, ésta podrá realizarse mediante una reducción proporcional del valor nominal de cada una de las Participaciones Preferentes Serie I, de tal forma que todos los titulares de Participaciones Preferentes Serie I reciban el mismo trato. La decisión de amortización anticipada deberá ser notificada, con carácter irrevocable, por el Emisor, a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie I entre 60 y 30 días naturales antes de la fecha señalada para la amortización. Dicha comunicación se llevará a cabo ante la CNMV y mediante la publicación del correspondiente anuncio en el Boletín de Cotización del Mercado AIAF de Renta Fija así como en un periódico de difusión nacional en España.

No se requiere autorización de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie I para la amortización de las mismas. En ningún caso las Participaciones Preferentes Serie I serán amortizables a solicitud de los inversores.

Este derecho lo tendrá exclusivamente el Emisor y lo ejercerá a su propia conveniencia.

En el caso de amortización total o parcial, una vez se haya notificado la amortización a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie I, y se hayan depositado los fondos correspondientes, se extinguirán todos los derechos de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie I, excepto el derecho de los mismos a percibir el Precio de Amortización, y las Participaciones Preferentes Serie I dejarán de estar en circulación y se darán de baja en el registro contable y dejarán de computarse como recursos propios.

La amortización también podrá realizarse mediante recompra de Participaciones Preferentes Serie I por el Emisor para su posterior amortización. Si el Emisor, previa autorización del Banco de España, decidiera recomprar a terceros las Participaciones Preferentes Serie I, para amortizarlas inmediatamente de acuerdo con lo establecido en el apartado 4.8.3 siguiente, deberá ofrecer al resto de titulares de Participaciones Preferentes Serie I, la posibilidad de que vendan dichos valores en las mismas condiciones que aquellos.

4.8.3 Adquisición por entidades del Grupo Caja España para su amortización

La adquisición por el Emisor, o cualquiera de sus Filiales o entidades sujetas a su control, de Participaciones Preferentes Serie I en circulación, se realizará de conformidad con lo dispuesto en la legislación aplicable. En todo caso, los valores así adquiridos se deducirán de los recursos propios de acuerdo con lo establecido en el apartado 1 de la Norma Novena de la Circular de Banco de España 3/2008, de 22 de mayo.

En el supuesto de que la calificación como recursos propios fuera denegada, la adquisición por el emisor o cualquiera de sus filiales de las Participaciones Preferentes Serie I en circulación y, en su caso, su posterior amortización, se sujetará a lo dispuesto en la legislación aplicable.

4.9 Indicación del rendimiento para el inversor y método de cálculo

El rendimiento efectivo de las Participaciones Preferentes Serie I para los inversores estará en función del vencimiento de la Emisión, en su caso, y de la evolución del tipo de referencia anteriormente indicado.

A continuación se indican las Tasas Internas de Rentabilidad para varios supuestos, teniendo en cuenta que durante los 4 primeros años el tipo de Remuneración de la Emisión es del 8,25%

anual pagadero trimestralmente, y el resto del plazo de la Emisión, es el Euribor 3 meses más un diferencial del 7,25%, pagadero trimestralmente. El Euribor 3 meses que se ha utilizado es el de fecha 1 de abril de 2009 (1,52%).

Plazo duración de la Emisión	TIR
5 años	8,519%
10 años	8,526%
20 años	8,530%
50 años	8,532%

Los inversores deberán tener en cuenta la facultad del Emisor de proceder a la amortización anticipada, total o parcial, de las Participaciones Preferentes Serie I una vez transcurridos 5 años desde la Fecha de Desembolso (según se define en el apartado 4.12 de la presente Nota de Valores) de las mismas, o en el menor plazo que, en su caso, establezca la normativa sobre recursos propios de las Entidades de Crédito, coincidiendo con una Fecha de Pago de Remuneración, previa autorización del Banco de España, según se refiere en el apartado 4.8 anterior.

4.10 Representación de los tenedores de los Valores

Se ha constituido el Sindicato de Tenedores de Participaciones para la presente Emisión de conformidad con lo establecido en la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, por la que se regula la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas o por asociaciones u otras personas jurídicas, y la constitución del sindicato de obligacionistas, que se regirá por los Estatutos que se reproducen a continuación.

ESTATUTOS DEL SINDICATO DE TENEDORES DE PARTICIPACIONES

Artículo 1.- Con la denominación “Sindicato de Partícipes de la Emisión de Participaciones Preferentes Serie I” queda constituido un sindicato que tiene por objeto la defensa de los intereses y derechos de los titulares de Participaciones emitidas por Caja España, correspondiente a la Emisión de Participaciones Preferentes Serie I, de acuerdo con la legislación vigente.

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

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

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

Artículo 5.- El Comisario será el Presidente del Sindicato de Partícipes, y además de las competencias que le atribuya la Asamblea General, tendrá la representación legal del Sindicato y podrá ejercitar las acciones que a éste correspondan y las que considere oportunas para la

defensa general y particular de los titulares de los valores. En todo caso, el Comisario será el órgano de relación entre la Entidad Emisora y el Sindicato, y como tal, podrá asistir con voz y sin voto, a las deliberaciones de la Asamblea General de la Entidad Emisora, informar a ésta de los acuerdos del Sindicato y requerir de la misma los informes que a su juicio o al de la Asamblea de Partícipes, interesen a éstos.

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

Artículo 7.- Los Acuerdos de la Asamblea serán tomados por mayoría absoluta, con asistencia de los Partícipes que representen dos terceras partes de los Valores de la emisión en circulación, y vincularán a todos los Partícipes, incluso a los no asistentes y a los disidentes.

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

Artículo 9.- En todo lo no previsto en el presente Reglamento será de aplicación la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, sobre regulación de la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas, asociaciones u otras personas jurídicas y la constitución del Sindicato de Obligacionistas y el Texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.

Se ha nombrado Comisario del Sindicato de la presente Emisión a Luis Manuel Martínez Miguel, provisionalmente y hasta tanto no sea ratificado por el Sindicato de Tenedores de Participaciones, quién tendrá las facultades que le atribuyen los Estatutos anteriores.

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

Los acuerdos sociales en virtud de los cuales se procede a la realización de la presente emisión, cuya vigencia consta en certificación remitida a la CNMV, son los que se enuncian a continuación:

- Acuerdo de la Asamblea General del Emisor de fecha 15 de diciembre de 2007;
- Acuerdo del Consejo de Administración del Emisor de fecha 12 de febrero de 2009.

De acuerdo con lo previsto en el artículo 85 del texto refundido de la Ley de Cajas de Ahorro de Castilla y León, aprobado por Decreto Legislativo 1/2005, de 21 de julio, se ha obtenido de la Consejería de Economía y Empleo, con fecha 1 de abril de 2009, la autorización a la emisión de Participaciones Preferentes Serie I.

4.12 Fecha de emisión

La fecha de emisión que coincidirá con la fecha de desembolso de los Valores será el 19 de mayo de 2009 (la “Fecha de Emisión y Desembolso”).

4.13 Restricciones a la libre transmisibilidad de los Valores

No existen restricciones a la libre transmisibilidad de las Participaciones Preferentes Serie I. La transmisión del derecho de cada inversor sobre las Participaciones Preferentes Serie I se instrumentará mediante la pertinente transferencia contable en los registros de Iberclear y sus entidades participantes.

4.14 Fiscalidad de los valores

A continuación se realiza un breve análisis de las principales consecuencias fiscales derivadas de la adquisición, titularidad y, en su caso, posterior transmisión de las Participaciones Preferentes Serie I.

Con carácter enunciativo, aunque no excluyente, la normativa aplicable será:

Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido del Impuesto sobre Sociedades y Real Decreto 1777/2004, de 30 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades, y

Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de No Residentes, modificado por el Real Decreto-Ley 2/2008, de 21 de abril, de medidas de impulso a la actividad económica y Real Decreto 1776/2004, de 30 de julio por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de No residentes.

Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, de 25 de mayo de coeficientes de inversión, recursos propios, y obligaciones de información de los intermediarios, según la redacción dada por la Disposición Adicional Tercera de la Ley 19/2003 y la Disposición Final Segunda de la Ley 4/2008, así como el artículo 44 del Real Decreto 1065/2007, de 27 de julio, por el que se aprueba el Reglamento General de las actuaciones y los procedimientos de gestión e inspección tributaria y de desarrollo de las normas comunes de los procedimientos de aplicación de los tributos.

Este extracto no pretende ser una descripción comprensiva de todas las consideraciones de orden tributario que pudieran ser relevantes en cuanto a una decisión de adquisición o venta de las Participaciones Preferentes Serie I, ni tampoco pretende abarcar las consecuencias fiscales aplicables a todas las categorías de inversores, algunos de los cuales pueden estar sujetos a normas especiales.

Por lo tanto, en cualquier caso es recomendable que cada uno de los inversores interesados en la adquisición de Participaciones Preferentes Serie I consulten con sus abogados o asesores fiscales, quienes les podrán prestar un asesoramiento personalizado a la vista de sus circunstancias particulares. Del mismo modo, los inversores habrán de tener en cuenta los cambios que la legislación vigente en este momento pudiera sufrir en el futuro.

4.14.1 Imposición Indirecta en la adquisición y transmisión de Participaciones Preferentes Serie I

La adquisición y, en su caso, la posterior transmisión de Participaciones Preferentes Serie I está exenta del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales Onerosas y Actos Jurídicos Documentada y del Impuesto sobre el Valor Añadido, en los términos expuestos en el artículo 108 de la LMV y concordantes de las leyes reguladoras de los impuestos citados.

4.14.2 Imposición Directa sobre las rentas derivadas de la titularidad, transmisión, amortización o reembolso de Participaciones Preferentes Serie I

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

En el caso de personas físicas que adquieran su residencia fiscal en España como consecuencia de un desplazamiento a territorio español, podrán optar por tributar por el IRPF o por el IRnR durante el periodo en que se efectúe el cambio de residencia y los cinco siguientes siempre que se cumplan los requisitos recogidos en el artículo 93 de la Ley del IRPF.

Inversores personas físicas y jurídicas residentes fiscal es en España

La información contenida en esta sección se basa en la normativa vigente en la fecha de revisión del presente Folleto: la Ley 35/2006, de 28 de noviembre del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, y por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, así como sus reglamentos de desarrollo aprobados por el Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo y el Real Decreto 1777/2004, de 30 de julio, respectivamente.

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

Asimismo, de acuerdo con lo establecido en el artículo 74 y siguientes del Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, aprobado por el Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo y el artículo 58 y siguientes del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades aprobado por el Real Decreto 1777/2004 de 30 de julio, los rendimientos del capital mobiliario obtenidos de las Participaciones Preferentes

quedarán sujetos a retención a un tipo actual del 18% (o del tipo vigente en cada momento).

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

A.1. Excepción a la obligación de retener para personas jurídicas

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

A.2. Excepción a la obligación de retener para personas físicas

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

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

A.3. Impuesto sobre el Patrimonio

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

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

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

A.4. Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones

De conformidad con la Ley 29/1987, de 18 de diciembre, del Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones (ISD), las adquisiciones a título lucrativo por personas físicas están sujetas al ISD en los términos previstos por la normativa de este impuesto. En algunas Comunidades Autónomas se han regulado normas especiales que prevén determinadas exenciones o reducciones, por lo que deberían ser consultadas.

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

A. Inversores no residentes en España

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

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

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

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

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

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

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

B. 1. Impuesto sobre el Patrimonio

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

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

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

B. 2. Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones

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

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

B. Obligaciones de información

A estas emisiones les son de aplicación los requerimientos de información sobre la identidad, residencia y títulos poseídos por parte del beneficiario efectivo de los rendimientos de las Participaciones Preferentes Serie I, conforme a la Disposición

Adicional Segunda de la Ley 13/1985, según la redacción dada por la Disposición Adicional Tercera de la Ley 19/2003 y la Disposición Final Segunda de la Ley 4/2008.

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

5. CLÁUSULAS Y CONDICIONES DE LA OFERTA

5.1 Condiciones, estadísticas de la oferta, calendario previsto y procedimiento para la suscripción de la oferta

5.1.1 Condiciones a las que está sujeta la oferta

La Emisión no está sujeta a ninguna condición.

5.1.2 Importe de la oferta

El importe total de la Emisión será de 100.000.000 euros ampliable hasta un máximo de 200.000.000 euros.

El número de valores objeto de la presente Emisión es de cien mil Participaciones Preferentes Serie I ampliable hasta un máximo de doscientas mil Participaciones Preferentes.

El importe total de la Emisión quedará fijado, una vez finalizado el Periodo de Suscripción (tal y como se define este término en el apartado 5.1.3 de la presente Nota de Valores), por el importe efectivamente suscrito.

Todas las Participaciones Preferentes Serie I que se ofrecen pertenecen a la misma clase y serie.

5.1.3 Periodo de solicitud de suscripción. Suscripción incompleta

La suscripción de las Participaciones Preferentes Serie I se iniciará a las 8:30 horas del segundo día hábil siguiente al registro de la presente Nota de Valores en los registros de la CNMV, y finalizará el día 15 de mayo de 2009 a las 14:00 horas, ambos inclusive (el “Periodo de Solicitud de Suscripción”).

Las peticiones se atenderán por orden cronológico conforme al procedimiento descrito en el apartado 5.1.4 siguiente.

Se prevé expresamente la posibilidad de suscripción incompleta de la Emisión. Si al término del Periodo de Suscripción no se hubiese producido la colocación total, el Emisor reducirá el importe de la Emisión a la cifra colocada declarando la suscripción incompleta de la Emisión. Esta decisión será comunicada a la CNMV.

Si la Emisión se cubriera íntegramente antes de la finalización del Periodo de Suscripción, el Emisor podrá ampliar el importe de la misma en las condiciones de la Emisión, hasta el máximo previsto en el presente Folleto. Esta decisión será comunicada a la CNMV.

5.1.4 Lugar y forma de tramitar la suscripción

El Periodo de Suscripción se divide en dos partes, de acuerdo a los siguientes criterios:

- Desde el primer día de colocación, hasta el 15 de abril incluido, la emisión va a ir dirigida a Clientes Nuevos, o Dinero Nuevo, sin limitación de importe. Para que un cliente sea Cliente Nuevo es necesario que tenga una antigüedad máxima de 30 días en la base de datos del Emisor. La consideración de Dinero Nuevo viene determinada porque el importe a invertir en la emisión proceda de alguna de estas operaciones realizadas en los últimos 45 días:

- * Ingreso de cheque de otra entidad.
- * Abono reintegro otras entidades.
- * Orden traspaso efectivo otra entidad.
- * Transferencia otras entidades.
- * Transferencia TARGET2.

- Si en este periodo no se cubre la emisión, el resto del periodo de comercialización, que comenzará el día 16 de abril, se dirigirá a cualquier inversor interesado en la misma, con un límite de suscripción de 60.000 € por cada cuenta de valores. No obstante, este límite de 60.000 € no será de aplicación para Clientes Nuevos o Dinero Nuevo.

La formulación, recepción y tramitación de las órdenes de suscripción, se ajustará al siguiente procedimiento:

La suscripción de las Participaciones Preferentes Serie I se realizará en cualquiera de las oficinas de Caja España. Los inversores que deseen suscribir Participaciones Preferentes Serie I podrán formular Órdenes de Suscripción que deberán ser otorgadas por escrito y/o impresas mecánicamente y firmadas por el inversor interesado en el correspondiente impreso que la Entidad Colocadora deberá facilitarle y del que se entregará copia al cliente. No se aceptará ninguna orden que no posea todos los datos identificativos del peticionario que vengan exigidos por la legislación vigente para este tipo de operaciones (nombre y apellidos o denominación social, domicilio, DNI-NIF, CIF o número de tarjeta de residencia tratándose de extranjeros con residencia en España o, en caso de tratarse de no residentes en España que no dispongan de NIF, número de pasaporte y nacionalidad). En las Órdenes de Suscripción formuladas por menores de edad o cualesquiera otras personas privadas de su capacidad de obrar deberá recogerse el NIF de su representante legal pudiendo a su vez presentarse el NIF de tales personas si dispusieran del mismo.

La oficina ante la que se formule la Orden de Suscripción deberá informar a los peticionarios, que de conformidad con la normativa vigente, están a su disposición la Nota de Valores de la Emisión y el Documento de Registro del Emisor, y le entregará un resumen explicativo de la operación inscrito en la CNMV, el cual, una vez analizado por el suscriptor, deberá ser visado y firmado por éste con anterioridad a la contratación de la emisión, y entregado en la entidad. La oficina ante la que se formule la orden también entregará copia de la Orden de Suscripción realizada. Se archivará en la Entidad Colocadora copia de la orden de suscripción y del resumen explicativo firmados por el cliente.

Las Órdenes de Suscripción deberán reflejar el número de Participaciones Preferentes Serie I que desea suscribir el peticionario, que deberá ser, al menos, 1 Participación Preferente y el importe en euros que se desea invertir que se confirmará mediante la firma de la Orden de Suscripción realizada.

La oficina aplicará de forma rigurosa la normativa MIFID, a través de las diferentes políticas y procedimientos internos definidos por las Entidades Colocadoras al efecto, en los cuales se contienen reglas detalladas para la calificación y clasificación de productos y la posterior comercialización de los mismos. La aplicación de dichas políticas y procedimientos supone lo siguiente:

El Emisor ha clasificado las participaciones preferentes como producto complejo y de riesgo alto. De acuerdo con dicha clasificación las oficinas con anterioridad a la contratación evaluarán si el producto ofrecido es adecuado para el peticionario según su conocimiento y experiencia, mediante la cumplimentación del correspondiente test de conveniencia. Asimismo, en el supuesto de que el cliente contrate participaciones preferentes como consecuencia del servicio de asesoramiento financiero, deberá tenerse en cuenta que el producto ha de resultar adecuado al perfil inversor del cliente de acuerdo con los resultados del test de idoneidad que previamente deberá haberse realizado.

La oficina ante la que se formule la Orden de Suscripción podrá rechazar aquellas Órdenes que no estén debidamente cumplimentadas, así como aquellas peticiones que no cumplan cualesquiera de los requisitos exigidos en virtud de la normativa MIFID.

El suscriptor deberá tener abierta en el momento de la suscripción una cuenta corriente, de ahorro o a la vista, asociada a una cuenta de valores en la Entidad Colocadora a través de la cual tramite la suscripción, donde se producirá el desembolso.

No se cobrará gasto alguno por la apertura y cancelación de las citadas cuentas de efectivo y de valores. No obstante respecto a los gastos que se deriven del mantenimiento de la cuenta de efectivo, las Entidades Colocadoras podrán aplicar las comisiones que tenga previstas en sus cuadros de tarifas.

Las Órdenes de Suscripción no podrán ser cursadas telefónicamente. En ningún caso se comercializarán las Participaciones Preferentes Serie I por Internet o medio telemático.

Las órdenes de suscripción serán revocables hasta el décimo día natural previo al cierre del periodo de suscripción, es decir, que en los diez últimos días naturales del periodo de suscripción no se podrán revocar órdenes cursadas con anterioridad, y las que se introduzcan en estos días serán irrevocables.

En el supuesto de que con anterioridad a la Fecha de Desembolso se produjera una bajada de la calificación crediticia del Emisor, o de cualquier otra emisión de naturaleza análoga a las Participaciones Preferentes Serie I que tuviera calificación crediticia, se abrirá un periodo de revocación a favor de los inversores de 2 días hábiles a contar desde la publicación por el Emisor de un suplemento a la presente Nota de Valores, comunicando el descenso del rating del Emisor, o de cualquier otra emisión de naturaleza análoga a las Participaciones Preferentes Serie I realizada por el Emisor. En dicho periodo de revocación los inversores que así lo deseen podrán revocar las solicitudes de suscripción realizadas.

5.1.5 Procesamiento cronológico de Órdenes de Suscripción

Con el fin de preservar el sistema de suscripción cronológico, y de acuerdo a los criterios establecidos en el párrafo anterior, la Entidad Colocadora respetará en todo caso el orden cronológico de recepción de Órdenes.

5.1.6 Desembolso

Se producirá un único desembolso que tendrá lugar el 19 de mayo de 2009, mediante adeudo en la cuenta corriente, de ahorro o a la vista, asociada a una cuenta de valores, que el suscriptor mantenga abiertas con la Entidad Colocadora.

No se cobrará gasto alguno por la apertura y cancelación de las citadas cuentas de efectivo y de valores. Se cobrará la comisión correspondiente para la cuenta de efectivo, en concepto de mantenimiento de la misma, Dicha comisión se podrá consultar por cualquier inversor en las correspondientes tarifas de gastos y comisiones repercutibles, que están obligadas a publicar las entidades sujetas a supervisión del Banco de España y la CNMV. Se pueden consultar copias de dichas tarifas en los organismos supervisores mencionados y en la propia entidad.

5.2 Plan de colocación y adjudicación

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

Caja España ha clasificado este producto como producto complejo y de riesgo alto. La Emisión va dirigida a todo tipo de inversores que cumplan con los perfiles y requisitos exigidos por los mecanismos y procedimientos internos establecidos por las Entidades Colocadoras en virtud de la normativa MIFID para la adquisición de este tipo de producto y será colocada a través de la red de oficinas de la Entidad Colocadora.

5.2.2 Plazo y forma de entrega de las Participaciones Preferentes

Las Participaciones Preferentes Serie I estarán representadas mediante anotaciones en cuenta procediéndose a la inscripción de los mismos en el registro contable de IBERCLEAR y sus entidades participantes a favor de los suscriptores.

Una vez inscritas en el registro contable de IBERCLEAR y de sus Entidades Participantes, los titulares de las Participaciones Preferentes Serie I tendrán derecho a obtener de las Entidades Participantes los certificados de legitimación correspondientes a dichas Participaciones Preferentes Serie I, de conformidad con lo dispuesto en el real decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles. Las Entidades Participantes expedirán dichos certificados de legitimación antes de que concluya el día siguiente hábil a aquel en que se hayan solicitado por los suscriptores.

5.3 Precios

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

El valor nominal unitario de las Participaciones Preferentes Serie I es de 1.000 euros.

Las Participaciones Preferentes Serie I se emiten a la par, no existiendo prima ni descuento en la Emisión.

La suscripción de estas Participaciones Preferentes Serie I se hace libre de gastos para los suscriptores, quienes no vendrán obligados a realizar desembolso alguno por dichos conceptos, sin perjuicio de los gastos, corretajes y comisiones previstos expresamente en sus folletos de tarifas que pueden cobrar las Entidades Participantes de Iberclear en función de operaciones distintas de la suscripción de los Valores objeto de esta Nota de Valores.

5.4 Colocación y aseguramiento

5.4.1 Entidades coordinadoras y participantes en la colocación

La Entidad Colocadora de las Participaciones Preferentes Serie I será Caja España de Inversiones, C.A.M.P.

5.4.2 Agente de pagos y entidades depositarias

El Agente de la presente emisión es CECA.

5.4.3 Entidades aseguradoras y colocadora y procedimiento de colocación

No existe Entidad Aseguradora en esta emisión.

5.4.4 Fecha del acuerdo de aseguramiento

No existe aseguramiento de la Emisión.

6. ACUERDOS DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y NEGOCIACIÓN

6.1 Solicitudes de admisión a cotización

El Emisor solicitará la admisión a negociación de las Participaciones Preferentes Serie I en AIAF, Mercado de Renta Fija. A tal efecto llevará a cabo las correspondientes solicitudes, elaborará y presentará todos los documentos oportunos en los términos que considere convenientes y realizará cuantos actos sean necesarios para que estén cotizando en el plazo máximo de un mes desde la Fecha de Emisión y Desembolso.

El Emisor conoce los requisitos y condiciones que se exigen para la admisión a negociación, permanencia y exclusión de las Participaciones Preferentes Serie I según la legislación vigente y los requisitos de sus organismos reguladores, comprometiéndose a su cumplimiento.

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

A la fecha de registro de esta Nota de Valores los valores del Emisor y de otras entidades del Grupo Caja España admitidos a cotización de la misma clase que las Participaciones Preferentes Serie I son los siguientes:

- Emisión de Participaciones Preferentes Serie C de Caja España Sociedad de Participaciones Preferentes por importe de 150.000.000 de euros cotizadas en AIAF Mercado de Renta Fija emitidas el 11 de noviembre de 2004 a un tipo de interés del 3% el primer año, 3,25% el segundo, 3,50% el tercero, 4,25% el cuarto, y 5,15% el quinto año. A partir del quinto año el tipo de interés es de EURIBOR 3 meses más un diferencial de 0,10%.

6.3 Entidades de Liquidez

Las Participaciones Preferentes Serie I cotizarán en AIAF Mercado de Renta Fija.

Adicionalmente, el Emisor ha formalizado un Contrato de Liquidez con CECA (la “Entidad de Liquidez”).

En virtud de dicho contrato, CECA se compromete a ofrecer liquidez en el mercado español a los titulares de Participaciones Preferentes Serie I. En concreto, se obliga a cotizar precios de compra y venta de las Participaciones Serie I. Los precios que cotice la Entidad de Liquidez serán fijados atendiendo a las condiciones del mercado existentes en cada momento teniendo en cuenta la rentabilidad de la Emisión., pudiendo la Entidad de Liquidez decidir los precios de compra y venta que cotice y cambiar ambos cuando lo considere oportuno; la diferencia entre el precio de compra y de venta cotizados por la Entidad de Liquidez no será superior al 10% en términos de TIR, con un máximo de 50 puntos básicos también en términos de TIR y nunca será superior a un 1% en términos de precio. Dichos precios de compra y venta estarán en función de las condiciones de mercado, pudiendo la Entidad de Liquidez decidir los precios de compra y venta que cotice y cambiarlos cuando lo considere oportuno.

Los precios cotizados por la Entidad de Liquidez serán vinculantes para órdenes de compra y venta de Participaciones Preferentes Serie I por importe de hasta 100.000 € por operación.

La Entidad de Liquidez se obliga a difundir diariamente los precios que cotice a través de la pantalla de información financiera Reuters, página CECA o aquella que pudiera sustituirla.

La Entidad de Liquidez difundirá con la periodicidad que los que los volúmenes contratados requieran y, como mínimo, mensualmente, los indicados volúmenes, sus precios medios y vencimientos, a través de AIAF Mercado de Renta Fija.

La Entidad de Liquidez queda exonerada de sus responsabilidades de liquidez cuando, por cambios en las circunstancias estatutarias, legales o económicas del Emisor se aprecie de forma determinante una alteración en la solvencia o ante un supuesto de fuerza mayor o de alteración

extraordinaria de las circunstancias del mercado que hicieran especialmente gravoso el cumplimiento del contrato de liquidez. Este supuesto será comunicado a la CNMV.

La Entidad de Liquidez podrá excusar el incumplimiento de sus obligaciones de dar liquidez cuando las Participaciones Preferentes en libros que ostente, adquiridas directamente en el mercado, en cumplimiento de su actuación como Entidad de Liquidez, excedan en cada momento de un 10% del importe efectivo de la Emisión.

El contrato de liquidez tendrá una duración indefinida. No obstante se prevé la resolución del mismo por renuncia o incumplimiento, en cuyo caso tanto el Emisor como CECA se obligan a realizar sus mejores esfuerzos para localizar una entidad que siga desarrollando las funciones de Entidad de Liquidez, de manera que el contrato seguirá desplegando todos sus efectos en tanto el emisor no haya celebrado un nuevo contrato de características similares a las del contrato con otra u otras entidades de contrapartida y que esta nueva Entidad de Liquidez inicie sus funciones.

La resolución del contrato de liquidez será comunicada a la CNMV por el Emisor con una antelación mínima de 15 días hábiles a su fecha de efecto.

7. INFORMACIÓN ADICIONAL

7.1 Personas y entidades asesoras de la emisión

No aplicable.

7.2 Información de la Nota de Valores revisada por los auditores

En la presente Nota de Valores no se incluye ninguna información que haya sido objeto de auditoría o revisión por los auditores.

7.3 Otras informaciones aportadas por terceros

Con el fin de confirmar que las condiciones financieras de la Emisión se adecuan a las condiciones de mercado, teniendo en cuenta sus características, se adjuntan informes de valoración emitidos por Analistas Financieros Internacionales, S.A. y Solventis Gestión, S.G.C., S.A.

7.4 Vigencia de las informaciones aportadas por terceros

Caja España confirma que la información citada en el apartado 7.3 anterior se ha reproducido con exactitud y que, en la medida en que el Emisor tiene conocimiento de ello y puede determinar a partir de la información publicada por ese tercero, no se ha omitido ningún hecho que hiciera que la información reproducida resultara inexacta o engañosa.

7.5 Ratings

A la fecha de registro de la presente Nota de Valores Caja España tiene asignadas las siguientes calificaciones:

Agencia de Rating	CALIFICACION						
	Última revisión	Largo Plazo	Corto Plazo	Deuda Subordinada	Participaciones Preferentes	Fortaleza Financiera/Rating individual	Perspectiva
Moody's Investors Service	Noviembre 08	A3	P-2	Baa1	Baa2	C-	Negativa
Fitch Ratings	Octubre 08	A-	F2	-	BBB	C	Negativa

7.6 Hechos más relevantes ocurridos con posterioridad a la fecha de registro del Documento de Registro del Emisor

Desde el 10 de julio de 2008, fecha de registro del Documento de Registro de Caja España, hasta la fecha de registro del presente Folleto, no ha habido otros hechos que afecten de manera significativa a los Estados Financieros o Consolidados de Caja España, salvo los hechos publicados en la CNMV como hechos relevantes, y la publicación de los datos contables de diciembre de 2008.

7.7 Acontecimientos recientes.

A continuación se muestran los balances resumidos y cuentas de pérdidas y ganancias del grupo Caja España, a 31 de diciembre de 2007 y 31 de diciembre de 2008. Los estados contables están auditados y han sido elaborados de acuerdo a la Circular 4/2004 de Banco de España. Están disponibles en la página web de la CNMV (www.cnmv.es) y los del 2008 estarán próximamente en la web de Caja España (www.cajaespana.es). También se presentan algunos ratios de interés.

Balance Consolidado Público (Miles de euros)	Dic.08	Dic.07	Variación	
			Absoluta	En %
ACTIVO				
1. CAJA Y DEPÓSITOS EN BANCOS CENTRALES	721.517	254.394	467.123	183,62%
2. CARTERA DE NEGOCIACIÓN	857	1.505	-648	-43,06%
3. OTROS ACTIVOS FINANC. A VALOR RAZONABLE CON CAMBIOS EN PyG	13.365	13.185	180	1,37%
4. ACTIVOS FINANCIEROS DISPONIBLES PARA LA VENTA	4.537.674	2.608.501	1.929.173	73,96%
5. INVERSIONES CREDITICIAS	16.500.577	16.906.346	-405.769	-2,40%
6. CARTERA DE INVERSIÓN A VENCIMIENTO	2.031.330	1.745.712	285.618	16,36%
10. DERIVADOS DE COBERTURA	124.769	36.661	88.108	240,33%
11. ACTIVOS NO CORRIENTES EN VENTA	175.369	4.431	170.938	3857,77%
12. PARTICIPACIONES	66.215	70.372	-4.157	-5,91%
15. ACTIVO MATERIAL	382.970	369.174	13.796	3,74%
16. ACTIVO INTANGIBLE	29.788	20.417	9.371	45,90%
17. ACTIVOS FISCALES	286.234	170.457	115.777	67,92%
18. PERIODIFICACIONES	0	2.684	-2.684	-100,00%
19. OTROS ACTIVOS	147.250	173.574	-26.324	-15,17%
TOTAL ACTIVO	25.017.915	22.377.413	2.640.502	11,80%

Balance Consolidado Público (Miles de euros)	Dic.08	Dic.07	Variación	
			Absoluta	En %
PASIVO				
1. CARTERA DE NEGOCIACIÓN	1872	694	1.178	169,74%
4. PASIVOS FINANCIEROS A COSTE AMORTIZADO	23.492.491	20.496.721	2.995.770	14,62%
5. DERIVADOS DE COBERTURA	36.407	126.483	-90.076	-71,22%
7. PASIVOS POR CONTRATOS DE SEGUROS	6.835	0	6.835	#DIV/0!
14. PROVISIONES	178.875	177.774	1.101	0,62%
15. PASIVOS FISCALES	75.318	102.350	-27.032	-26,41%
16. PERIODIFICACIONES	0	62.424	-62.424	-100,00%
17. FONDO DE LA OBRA SOCIAL	81.938	0	81.938	#DIV/0!
18. OTROS PASIVOS	80.488	108.454	-27.966	-25,79%
TOTAL PASIVO	23.954.224	21.074.900	2.879.324	13,66%

Balance Consolidado Público (Miles de euros)	Dic.08	Dic.07	Variación	
			Absoluta	En %
PATRIMONIO NETO				
1. INTERESES MINORITARIOS	47	300	-253	-84,33%
2. AJUSTES POR VALORACIÓN	-71.991	175.106	-247.097	-141,11%
3. FONDOS PROPIOS	1.135.634	1.127.107	8.527	0,76%
TOTAL PATRIMONIO NETO	1.063.690	1.302.513	-238.823	-18,34%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	25.017.914	22.377.413	2.640.501	11,80%
1. RIESGOS CONTINGENTES	686.640	883.108	-196.468	-22,25%
2. COMPROMISOS CONTINGENTES	3.153.300	3.970.789	-817.489	-20,59%

Cuenta de Resultados Consolidada Pública (Miles de euros)	Dic.08	Dic.07	Variación interanual	
			Absoluta	En %
A) MARGEN DE INTERESES	379.500	377.482	2.018	0,53%
B) MARGEN BRUTO	604.445	620.853	-16.408	-2,64%
C) RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN	86.924	178.345	-91.421	-51,26%
D) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	70.108	174.865	-104.757	-59,91%
E) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS	44.311	148.237	-103.926	-70,11%
F) RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	44.311	148.237	-103.926	-70,11%

Ratios de morosidad y solvencia del Emisor:

COEFICIENTE DE SOLVENCIA *	DIC'06	DIC'07	DIC'08
Banco de España	11,65%	11,20%	12,08%
Tier 1	7,19%	7,35%	7,46%
Tier 2	4,46%	3,85%	4,62%

MOROSIDAD	DIC'06	DIC'07	DIC'08
Tasa de morosidad **	1,35%	1,66%	5,28%
Tasa de morosidad hipot. **	1,28%	1,72%	5,69%
Tasa de cobertura	153,01%	142,96%	55,35%

* Datos 2006/07, Circular 5/93 de Banco de España sobre determinación y control de los Recursos Propios Mínimos. Datos 2008, Circular 3/2008 de Banco de España sobre determinación y control de los Recursos Propios Mínimos

** En línea con la tendencia general del sector, los activos dudosos han sufrido un notable incremento en los últimos 12 meses, y ello ha derivado en un aumento superior a 3 puntos porcentuales en la Tasa de Morosidad; en cuanto a la Tasa de Morosidad Hipotecaria, este incremento ha sido de 3,97 puntos porcentuales durante el año 2008.

En prueba de conocimiento y conformidad con el contenido del presente Folleto, firma en León a 3 de abril de 2009,

Caja España de Inversiones, C.A.M.P.

P.P.

D. José Antonio Fernández Fernández

Director de la División Financiera Corporativa

**ANEXO 1: OPINIONES DE ANALISTAS FINANCIEROS
INTERNACIONALES, S.A. Y SOLVENTIS GESTION, S.G.C., S.A.**



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

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

30 de marzo de 2009

Informe para



Índice

1. Introducción	51
2. Descripción, análisis del producto y valoración.....	52
2.1. Estructura de flujos y condiciones del instrumento	52
2.1.1 Cupones.....	53
2.1.2 Opción de amortización anticipada.....	53
2.2. Modelo e inputs de valoración	54
2.2.1 Modelo de cálculo de spread implícito.....	54
2.2.2 Inputs de valoración.....	54
Curva Cupón Cero	55
Parámetros HW.....	55
2.3. Valoración: Spreads implícitos.....	56
3. Condiciones vigentes en mercados mayoristas.....	57
3.1. Emisiones recientes en mercados	57
3.1.1 Emisiones con similar orden de prelación.....	57
3.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación.....	58
3.2. Niveles indicativos de cotizaciones en mercado secundario.....	59
3.2.1 Información de los índices SUSI de JP Morgan.....	60
3.2.2 Información de los índices ET10 de Merrill Lynch	62
3.2.3 Información de Bloomberg para referencias de índices Iboxx-Markit.....	63
3.2.4 Spreads a vencimiento para referencias de índices Iboxx/Markit.....	63
3.2.5 Cotizaciones indicativas del panel de BME / AIAF	67
4. Conclusiones	69
5. Disclaimer	70

1. Introducción

El **objetivo** del presente informe es reflejar la opinión de Afi acerca de si las condiciones de la primera emisión de participaciones preferentes (Tier I) de Caja España destinada a la red minorista son equiparables a las que debería tener, para colocarse adecuadamente, una emisión similar lanzada en los mercados mayoristas.

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

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

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

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

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

2. Descripción, análisis del producto y valoración

2.1. Estructura de flujos y condiciones del instrumento

Se trata de una emisión de participaciones preferentes *Tier I* con opción de amortización anticipada por parte del emisor a partir del quinto (5º) año y en cada fecha de pago de cupón. Las condiciones generales del instrumento se definen a continuación:

- Emisor: Caja España de Inversiones, Caja de Ahorros y Monte Piedad
- Naturaleza de los valores: participaciones preferentes
- Importe nominal: 100 millones de euros, ampliable a 200 millones de euros
- Importe nominal de cada valor: 1.000 euros
- Importe mínimo de la colocación: 1.000 euros o una participaciones preferentes
- Fecha de emisión y único desembolso: por determinar
- Precio de emisión: a la par
- Forma de representación: anotaciones en cuenta en IBERCLEAR
- Retribución: no acumulativa, en función al siguiente esquema:
 - durante el primer año, desde el período comprendido entre la fecha de emisión (inclusive) y hasta el cuarto año, un tipo fijo anual del 8,25% y,
 - de ahí en adelante, EURIBOR a 3 meses más un margen del 7,25%, pagadero trimestral.
 - La retribución tanto en el período de retribución a tipo fijo como variable, será pagadera con carácter trimestral durante toda la vida de la emisión, por trimestres vencidos los días DD de MMMM, MMMM, MMMM y MMMM de cada año (calculados en base Act/365) siendo la primera fecha de pago el DD de MMMM de 2009.
- Amortización anticipada: podrán amortizarse total o parcialmente a voluntad del emisor con autorización previa del Banco de España, a partir del quinto año desde la fecha de desembolso, coincidiendo con cada pago de retribución trimestral, reembolsando a su titular el valor nominal y la parte correspondiente de las retribuciones que, en su caso, le hubieren correspondido respecto del período corriente de retribución.
- Colectivo de inversores a los que se ofrecen los valores: La Emisión va dirigida a todo tipo de inversores que cumplan con los perfiles y requisitos exigidos por los mecanismos y procedimientos internos establecidos por las Entidades Colocadoras en virtud de la normativa MIFID para la adquisición de este tipo de producto y será colocada a través de la red de oficinas de la Entidad Colocadora.
- Vencimiento: a perpetuidad
- Cotización: mercado AIAF de renta fija

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

2.1.1 Cupones

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

- Los cuatro primeros años, 8,25% fijo anual pagadero trimestralmente.

A vencimiento de cada trimestre durante los cuatro primeros años desde la fecha de inicio de la emisión (bajo la convención del día hábil especificada), la nota pagara un cupón del 8,25%. Esto es:

$$\text{Cupon} = \text{Nominal} \cdot 8,25\% \cdot \text{Fraccion_año}$$

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años
- Del 4º año en adelante (recordamos que es una emisión perpetua) *Euribor-3M + spread*, pagadero trimestralmente. Es decir:

A partir del 6º año y de forma trimestral la nota pagará el siguiente cupón:

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

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Euribor3M*: tipo Euribor a tres meses fijado dos días antes del inicio de cada periodo trimestral.
- *Spread*: Spread adicional sobre Euribor tres meses (725 p.b..)
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años de cada periodo trimestral

2.1.2 Opción de amortización anticipada

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

Bajo el supuesto de ausencia de oportunidad de arbitraje, y basándonos únicamente en criterios cuantitativos, el emisor ejercerá la opción en cada una de las distintas fechas de posible ejercicio, dependiendo del valor en ese momento de la expectativa de los flujos

futuros. Así, si ésta expectativa es mayor que el coste de recompra (la par), el emisor ejercerá la opción, y no la ejercerá en caso contrario.

2.2. Modelo e inputs de valoración

2.2.1 Modelo de cálculo de spread implícito

El objetivo que se plantea es encontrar el spread implícito en la emisión, esto es, el spread con el que se consigue que la valoración de la nota coincida con el precio de la emisión (la par en este caso).

Para ello, se ha empleado un modelo de evolución de tipos de interés debidamente calibrado a precios de instrumentos cotizados en mercado; en concreto el modelo propuesto por *Hull y White* como estándar de mercado. Este modelo está basado en la evolución del tipo a corto plazo, ajusta la expectativa forward (en nuestro caso curva IRS), y depende de dos parámetros, reversión a la media y volatilidad, que modelan la posible evolución de los tipos.

Los parámetros son calibrados de forma que el modelo valore correctamente instrumentos líquidos cotizados (cap's, floor's, swaption's...).

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

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

2.2.2 Inputs de valoración

La fecha valor a la que se realizan los cálculos es el 6 de marzo de 2009, utilizando los datos de cierre de la curva de tipos IRS y los precios de los swaptions empleados para el calibrado del modelo. Estos datos se muestran a continuación:

Curva Cupón Cero

Depo/Swap	Plazo	Tipo
Depósito	O/N	1.1000
Depósito	1E	1.1250
Depósito	2W	1.3000
Depósito	3W	1.2500
Depósito	1M	1.2750
Depósito	2M	1.5250
Depósito	3M	1.6250
Depósito	4M	1.7050
Depósito	5M	1.8450
Depósito	6M	1.8850
Depósito	7M	1.8350
Depósito	8M	1.8550
Depósito	9M	1.8750
Depósito	10M	2.0250
Depósito	11M	1.9875
Depósito	12M	1.9500
Swap	2Y	1.9430
Swap	3Y	2.2415
Swap	4Y	2.4795
Swap	5Y	2.6675
Swap	6Y	2.8215
Swap	7Y	2.9695
Swap	8Y	3.0860
Swap	9Y	3.1900
Swap	10Y	3.2730
Swap	15Y	3.6260
Swap	20Y	3.7290
Swap	25Y	3.5585
Swap	30Y	3.3810
Swap	35Y	3.2390
Swap	40Y	3.1410
Swap	45Y	3.0630
Swap	50Y	3.0360

Parámetros HW

a (Reversión a la media)	2.60%
sigma (Volatilidad)	0.87%

2.3. Valoración: Spreads implícitos

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

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

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

En la siguiente tabla se muestran los resultados:

Spreads sobre Swap	
Considerando toda la estructura	6.066%
A Primera Call	6.066%
A vencimiento sin Call	6.766%

3. Condiciones vigentes en mercados mayoristas

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

3.1. Emisiones recientes en mercados

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

3.1.1 Emisiones con similar orden de prelación

En el mercado primario mayorista y desde el verano de 2008, tan sólo se ha realizado una emisión de participaciones preferentes Tier I: Mizuho Capital Investment USD 2, filial al 100% de Mizuho Financial Group colocó el 20 de febrero de 2009 una emisión por importe de 850 millones de dólares con cupón fijo anual inicial -pagadero semestral- de 14,95% hasta la fecha de primera call (30 de junio de 2014) y, a partir de entonces, Libor-dólar 6m más un spread de 1.234 pb. El rating de Mizuho es Aa2 *- por Moody's, A+ por S&P y A+ por Fitch. Las participaciones preferentes gozan de rating A2 *- por Moody's y de BBB+ por Fitch. El ISIN es USG61838AA91.

Tabla 1: emisiones recientes de participaciones preferentes Tier I denominadas en cualquier divisa, en mercado mayorista

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

1. Hasta la primera fecha de Call

2. Desde la Call y a perpetuidad

3. Spread sobre el tipo swap, en pb

4. Moody's, S&P y Fitch

En el mercado mayorista no se han realizado operaciones. En cambio, en el mercado doméstico sí se han emitido en los últimos meses varias emisiones de participaciones preferentes *Tier I*, colocadas entre inversores minoristas y cualificados por parte de entidades españolas: BBVA, Banco Popular, Banco Sabadell y Caixa Galicia.

Tabla 2: emisiones recientes de participaciones preferentes Tier I denominadas en EUR, en el mercado doméstico español minorista

Fecha ¹	Emisor	Características de la emisión				Spread ²			Ratings ⁸	
		Volumen	Cupón inicial	Cupón posterior	Fecha Call	1ª Call	Vencimiento	Emisión	Emisor	
30-dic-08	BBVA	1.000,0	6,50% ³	Euribor 3m; floor en 3,50%	30-dic-13	203	175	Aa3/A+/A	Aa1/AA/AA-	
24-feb-09	Banco Sabadell	500,0	6,50% ⁴	Euribor 3m + 2,50%; floor en 4,50% ⁵	24-feb-14	349	349	A2/A-/NR	Aa3/A+/NR	
30-mar-09	Banco Popular	600,0	6,75% ⁶	Euribor 3m + 1,50%; floor en 4,00% ⁷	30-mar-14	408	303	A1/A+/A+	Aa2/AA-/AA	
18-may-09	Caixa Galicia	150,0	7,50% ⁹	Euribor 3m + 5,15%; floor en 6,15% ¹⁰	18-may-14	508	527	Baa1/NR/BBB+	A2/NR/A	

- Desembolso de los valores
- Spread sobre el tipo swap, en pb
- Hasta la primera fecha de Call
- Los dos primeros años
- Desde el tercer año a perpetuidad

- Hasta la primera fecha de Call
- Desde el 5º año a perpetuidad
- Moody's, S&P y Fitch
- Hasta 18 de mayo de 2012
- Floor actúa a partir del sexto año.

3.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación

El mercado mayorista de emisiones *senior* ha reflejado una actividad bastante más intensa en los últimos tres meses. En la tabla 3 se reflejan los niveles de spread de colocación en primario y el nivel actual de secundario (indicativo), para una selección de emisores con distintas calificaciones crediticias. Igualmente, en el gráfico 1 puede observarse la evolución en el tiempo del diferencial de emisión frente a swaps para emisores con categorías de rating homogéneas. Las fuentes utilizadas son Bloomberg y los documentos de colocadores posteriores a la emisión.

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

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

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

- Volumen emitido, en millones de la divisa expresada
- Por este orden, Moody's, S&P y Fitch

En cuanto a emisiones de deuda subordinada Lower Tier II, en los mercados mayoristas (ver tabla 4) sólo se han realizado tres operaciones significativas, todas ellas por parte de Credit Agricole SA. Ninguna de ellas cuenta con opción de cancelación anticipada para el emisor, sino que se trata de bonos con formato *bullet*; es decir, con amortización a vencimiento.

Tabla 4: emisiones recientes de deuda subordinada Lower Tier II denominadas en EUR, en el mercado mayorista

Fecha	Emisor	Características de la emisión						Spreads emisión ²		Ratings ³	
		Vol ¹	Divisa	Clase	Cupón	Vencimiento	Fecha Call	Tesoro	Swaps	Emisión	Emisor
11-dic-08	Credit Agricole SA	250,0	GBP	LT2	7,375%	18/12/2023	-	291,0	330,0	Aa2/NA/A+	Aa1/AA-/AA-
12-dic-08	Credit Agricole SA	500,0	EUR	LT2	6,867%	19/12/2018	-	n.d.	325,0	Aa2/NA/A+	Aa1/AA-/AA-
14-ene-09	Credit Agricole SA	75,0	GBP	LT2	7,375%	18/12/2023	-	280,0	310,0	Aa2/NA/A+	Aa1/AA-/AA-

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

2. Spread a vencimiento

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

4. Fijo a vencimiento

También para deuda subordinada Lower Tier II, en el mercado doméstico español contamos con dos emisiones, ambas colocadas entre inversores minoristas. En diciembre de 2008 Caja de Salamanca y Soria (“Caja Duero”) emitió 132,5 millones de euros en deuda subordinada Lower Tier 2 con opción de amortización al 5º año, con un spread frente a swaps de 400 pb. De forma más reciente, el 22 de enero de 2009 “la Caixa” emitió 2.500 millones, también en mercado minorista, de deuda subordinada Lower Tier II con un spread vs swaps equivalente a 212 pb.

Tabla 5: emisiones recientes de deuda subordinada Lower Tier II denominadas en EUR, en el mercado doméstico español minorista

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

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

2. Spread a la primera call

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

4. Euribor 3m + 100 pb

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

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

3.2. Niveles indicativos de cotizaciones en mercado secundario

El objeto de este apartado del informe es analizar los niveles de diferencial o spread vigentes en la actualidad en el mercado secundario de emisiones de participaciones preferentes Tier I en euros.

Como refleja la tabla 6, en el caso de las participaciones preferentes Tier I, el salto de rating frente a la deuda *senior* se sitúa, por lo general, en dos escalones. De cara a este informe, por tanto, hay que tener en cuenta que la emisión sobre la cual debemos verter opinión tendrá una calificación crediticia genérica de BBB.

Tabla 6: escalas de rating para deuda Senior, Lower Tier II, Upper Tier II y Tier I

Emisión	Características	S&P	Moody's	Fitch
Senior		Above BBB-	FSR C or better	A- or better BBB- to BBB+
Lower Tier ¿Subordinada		-1 notch	-1 notch	-1 notch -1 notch
Upper Tier ¿Diferimiento de cupón		-2 notches	-1 notch	-1 notch -2 notches
Tier 1	Mayor subordinación y diferimiento de cupón no acumulativo	-2 notches	-2 notches	-1 notch -2 notches

Fuente: Agencias de rating

Dado que las actuales condiciones de liquidez en los mercados de capitales son muy reducidas, creemos obligado no sólo utilizar fuentes tradicionales que proporcionan precios indicativos (Bloomberg, Reuters, etc.), sino apoyar el análisis en otras fuentes que consideramos de referencia. A estos efectos, los precios y diferenciales que, para cada bono constituyente de los índices de JP Morgan (SUSI o Subordinated Securities Indices) y Merrill Lynch (ET10 o Tier I securities Index) son de utilidad. Estas entidades son dos de los mayores intermediarios de bonos corporativos y financieros a nivel global, y sus índices ampliamente utilizados por los participantes del mercado.

3.2.1 Información de los índices SUSI¹ de JP Morgan

Como primera fuente, tomaremos datos de *spread* de índices y de emisiones concretas que constituyen los índices SUSI de JP Morgan, con datos actualizados a 3 de marzo de 2009.

Hay que tener en cuenta que JP Morgan proporciona datos (ya sea índices o bonos que los constituyen) calculados, i) para emisiones sin call a la fecha de vencimiento y, ii) para emisiones con call, a la fecha de primer ejercicio de la opción de amortización.

Como puede apreciarse en los gráficos 1 y 2 siguientes, el repunte de spreads ha sido, desde mediados de 2007, generalizado por escalas de rating y creciente a medida que descendemos en calidad crediticia de las emisiones, tanto *senior* como *Tier I*.

En el caso de la deuda senior, los spreads han repuntado fuertemente desde el verano de 2007, situándose actualmente cerca o en los máximos históricos, dependiendo del rating. Para el caso de los spreads de participaciones preferentes *Tier I* la evolución es similar, aunque de mayor magnitud, hasta máximos de la serie histórica. En este punto hay que tener en cuenta que, al estar calculados a la fecha de primera call, los spreads de participaciones preferentes no son directamente comparables con los de emisiones senior, calculados a vencimiento.

Gráfico 1: spread vs plazo y rating de deuda Senior en secundario (asset swap)

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

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

¹ Los índices SUSI de JP Morgan recoge instrumentos de deuda senior y subordinada (Lower Tier 2, Upper Tier 2 y Tier 1) emitidos por bancos y aseguradoras residentes y no residentes en la UE, denominados en EUR. Las cotizaciones son propias de JP Morgan, uno de los intermediarios más importantes a nivel global.

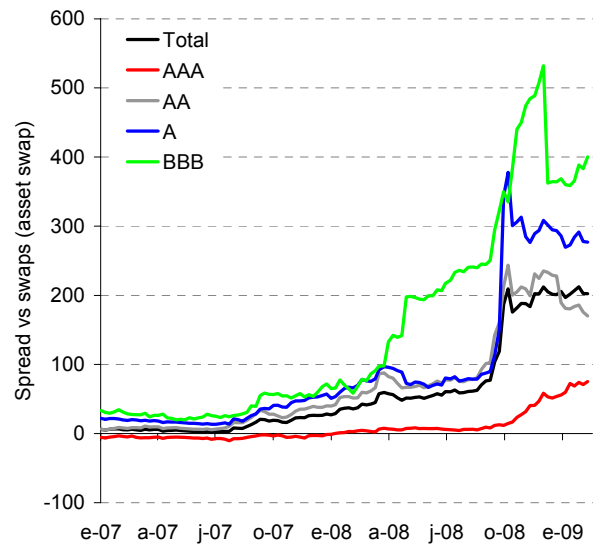
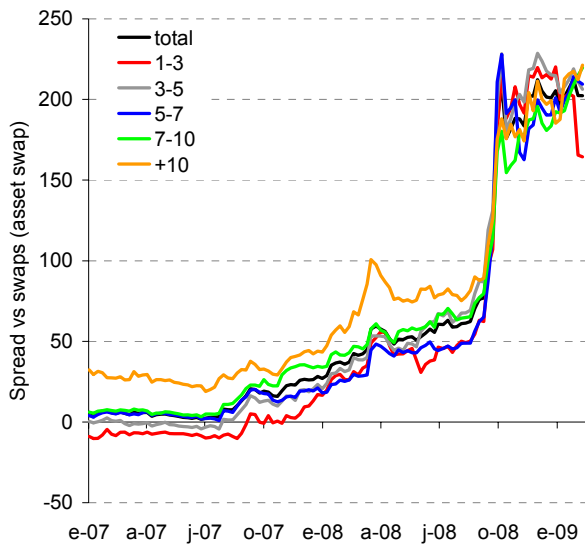
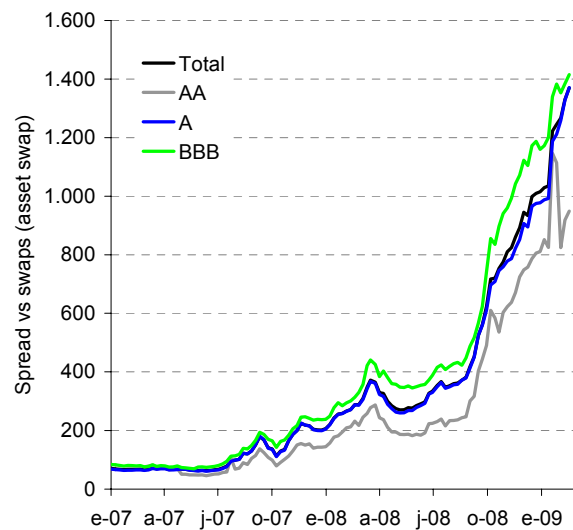
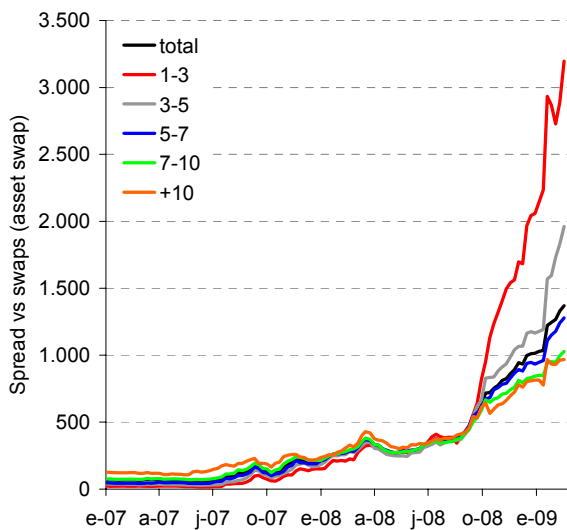


Gráfico 2: spread vs plazo y rating de emisiones Tier I en secundario (asset swap)

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

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



Con la información de los bonos concretos que constituyen los índices de JP Morgan para participaciones preferentes Tier I, y para el caso concreto de emisiones con primer ejercicio de la opción de amortización comprendido entre 2013 y 2017 realizadas por emisores pertenecientes a la UE, se extraen las siguientes conclusiones (véase tabla 8) referentes a niveles de spread vs swaps (asset swap) calculados a fecha de primera call:

- las participaciones preferentes con rating de emisión genérico “A” que componen el índice SUSI de JP Morgan definen un rango de spreads frente a swaps calculados a fecha de primera call, entre **775 y 2.025 pb**, con un nivel **promedio de 1.265 pb**.

- las participaciones preferentes con rating de emisión genérico “**BBB**” que componen el índice SUSI de JP Morgan con fecha de primera call entre 2013 y 2017 definen un rango de spreads frente a swaps calculados a fecha de primera call, entre **1.060 y 1.740 pb**, con un nivel promedio de **1.425 pb**.

Tabla 7: emisiones Tier I con call entre los años 2013-2017, por rating de la emisión: resumen de niveles de spread vs swaps (asset swap) calculados a fecha de 1ª call

	Índices SUSI de JP Morgan ¹								
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-	BBB
Máximo	-	-	-	-	2025	1485	2025	2000	1740
Promedio	-	-	-	-	1265	1045	1450	1200	1425
Mínimo	-	-	-	-	775	810	950	775	1060

1. Spread de asset swap calculado a fecha de primera call, para

3.2.2 Información de los índices ET10² de Merrill Lynch

Como segunda fuente, tomamos datos de emisiones concretas constituyentes del índice ET10 de Merrill Lynch, actualizados a 3 de marzo de 2009. A diferencia de los índices SUSI de JP Morgan, Merrill Lynch no proporciona subíndices para esta categoría de deuda. Sí que provee, no obstante, de un amplio rango de detalle para cada uno de los bonos que constituyen el índice ET10. En todo caso, y al igual que JP Morgan, Merrill Lynch refleja para cada bono o para el índice total, datos de spread vs swaps, calculados como asset swap a la fecha de primer ejercicio de la opción de amortización Call.

A partir de la información del índice ET10, podemos realizar un análisis de niveles de spread para emisiones de participaciones preferentes Tier I con opción de amortización a distinto plazo y rating (al igual que en caso de los índices SUSI de JP Morgan, hemos excluido las emisiones realizadas por emisores no UE).

De esta forma, en las participaciones preferentes que constituyen el índice ET10 de Merrill Lynch, con primer ejercicio de la opción de amortización comprendida entre 2013 y 2017 se observa que:

- las emisiones con rating de emisión genérico “**A**” que componen el índice ELT2 de Merrill Lynch definen un rango de spreads frente a swaps calculados a fecha de primera call, entre **745 y 1.265pb**, con un nivel promedio de **2.100 pb**.
- las emisiones con rating de emisión genérico “**BBB**” que componen el índice índice ELT2 de Merrill Lynch definen un rango de spreads frente a swaps calculados a fecha de primera call, entre **1.150 y 2.550 pb**, con un nivel promedio de **1.425 pb**.

Tabla 8: emisiones Tier I con call entre los años 2013-2017, por rating de la emisión: resumen de niveles de spread vs swaps (asset swap) calculados a fecha de 1ª call

² “Euro Tier I Index” de Merrill Lynch recoge participaciones preferentes Tier I emitidas por bancos residentes y no residentes en la UE, denominados en EUR.

Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹									
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-	BBB
Máximo	-	-	-	-	2025	1595	1915	2100	2550
Promedio	-	-	-	-	1265	1085	1450	1305	1425
Mínimo	-	-	-	-	775	745	920	830	1150

1. Spread de asset swap calculado a fecha de primera call, para emisiones con opción call comprendida entre 2013 y 2017

3.2.3 Información de Bloomberg para referencias de índices Iboxx-Markit

Como tercera fuente de contraste, hemos tomado datos de *spread* de Bloomberg para las emisiones de participaciones preferentes *Tier I* de los índices Iboxx-Markit, con datos actualizados a 3 de marzo de 2009 (más de 70 emisiones). Para este estudio se han utilizado datos de cotizaciones multi-contribuidas de la citada fuente, en concreto, cotizaciones bajo el identificador <CBBT> siglas de *Bloomberg Trader Composite* y que refleja las mejores condiciones de oferta y demanda del conjunto de entidades que proporciona cotizaciones indicativas.

El análisis de niveles de spreads vs swaps calculados a fecha de primera opción de amortización anticipada, para emisiones de participaciones preferentes *Tier I* a distinto plazo de primera call y rating de la emisión, realizado con cotizaciones de Bloomberg, arroja similares conclusiones a los realizados con índices de JP Morgan y Merrill Lynch. En concreto:

- las emisiones con rating de emisión genérico “A” definen un rango de spreads frente a swaps calculados a fecha de primera call, entre **740 y 2.250 pb, con un nivel promedio de 1265 pb.**
- las emisiones con rating de emisión genérico “BBB” definen un rango de spreads frente a swaps calculados a fecha de primera call, entre **1.280 y 1.475 pb, con un nivel promedio de 1.375 pb.**

Tabla 9: emisiones *Tier I* con call entre los años 2013-2017, por rating de la emisión: resumen de niveles de spread vs swaps (asset swap) calculados a fecha de 1ª call

Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹									
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-	BBB
Máximo	-	-	-	-	2250	1750	2100	2250	1475
Promedio	-	-	-	-	1265	1175	1550	1235	1375
Mínimo	-	-	-	-	740	915	1000	740	1280

1. Spread de asset swap calculado a fecha de primera call, para emisiones con opción call comprendida entre 2013 y 2017

3.2.4 Spreads a vencimiento para referencias de índices Iboxx/Markit.

En los puntos 3.2.1. a 3.2.3. hemos reflejado información de fuentes que consideramos fiables para spreads vs swaps calculados a fecha de primer ejercicio de la opción de amortización que tiene el emisor, lo que es práctica habitual en los mercados de

Para obtener spreads vs swaps a vencimiento en participaciones preferentes, hemos obtenido de Bloomberg cotizaciones de rentabilidades de oferta y demanda a vencimiento, para el conjunto de emisiones incluidas en los índices Iboxx / Markit exceptuando las de emisores no pertenecientes a la UE. En total, se trata de 66 emisiones, 56 de ellas con rating comprendido entre A+ y A-, y las 10 restantes con rating de emisión comprendido entre BBB+ y BBB-. Lo reducido de la muestra de emisiones BBB, junto con la muy amplia dispersión de niveles de spread nos llevan a descartar su uso.

No hemos tomado datos puntuales a una fecha concreta, sino que se han obtenido datos correspondientes al período comprendido entre el 6 de febrero y el 6 de marzo, con periodicidad semanal. Una vez obtenidas las rentabilidades de oferta (ask) y demanda (bid) a vencimiento, hemos calculado spreads vs swaps mínimo, máximo, mediano y promedio para cada uno de los ratings, tomando como referencia el tipo IRS del EUR a 30 años.

Finalmente, y dado que la volatilidad de los spreads de crédito ha sido muy intensa en los últimos dos meses, hemos procedido a calcular, para cada una de las series de spreads (combinaciones de bid, ask y de mínimo, promedio, máximo y mediana) las medias del período de análisis. Los resultados se exponen en la tabla 10. Como puede extraerse de la comparación de estos spreads a vencimiento con los spreads a la call (puntos 3.1.1. a 3.1.3.), estos son muy inferiores a aquellos, siendo la diferencia debida a la forma en la que se calcula uno y otro spread (“a la call” versus, en este caso, “a vencimiento”)

Tabla 10: spread vs swaps a vencimiento para emisiones de participaciones preferentes Tier I con rating A+, A- y genérico A.

BID	A genérico				A+				A-			
	mín	media	mediana	max	mín	media	mediana	max	mín	media	mediana	max
06/02/2009	342	890	820	1.955	342	623	615	1.270	369	1.021	958	1.955
13/02/2009	397	1.033	990	1.969	397	735	710	1.604	442	1.177	1.214	1.969
20/02/2009	446	1.174	1.122	2.410	446	798	808	1.405	490	1.432	1.574	2.410
27/02/2009	496	1.279	1.219	2.371	496	963	902	1.772	620	1.549	1.623	2.371
06/03/2009	555	1.374	1.274	2.560	555	1.099	1.020	2.272	705	1.640	1.643	2.560
Medias	447	1.150	1.085	2.253	447	844	811	1.665	525	1.364	1.402	2.253

ASK	A genérico				A+				A-			
	mín	media	mediana	max	mín	media	mediana	max	mín	media	mediana	max
06/02/2009	273	688	644	1.640	273	502	496	890	316	761	725	1.198
13/02/2009	318	811	782	1.711	318	594	547	1.114	360	902	862	1.331
20/02/2009	264	887	878	1.716	264	649	673	1.099	423	993	1.046	1.398
27/02/2009	372	952	900	1.865	372	746	715	1.314	453	1.110	1.128	1.865
06/03/2009	481	1.132	1.085	2.039	481	959	897	1.923	580	1.276	1.158	2.039
Medias	342	894	858	1.794	342	690	666	1.268	426	1.009	984	1.566

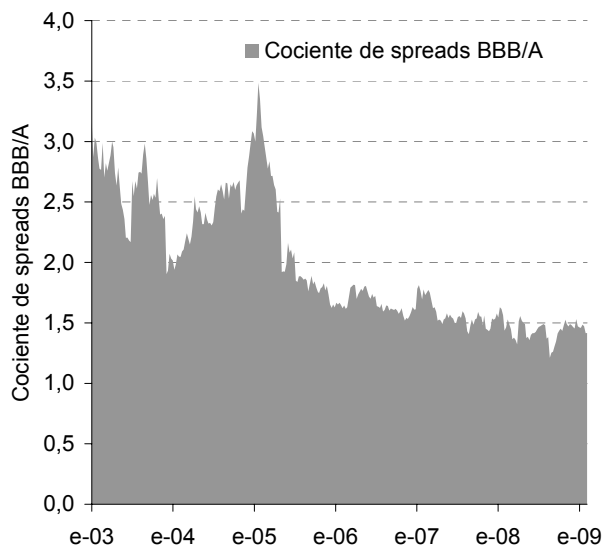
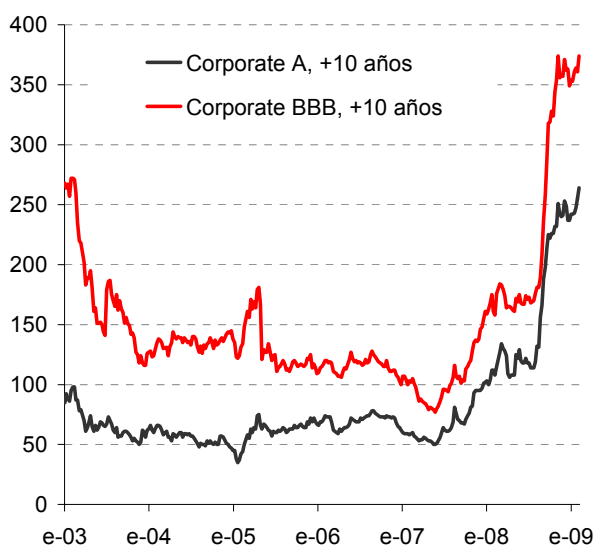
La ausencia mencionada de una muestra significativa de emisiones de participaciones preferentes Tier I con rating genérico BBB obliga, para obtener referencias de spreads vs swaps en este segmento, a realizar un estudio de comparación entre ratings de emisión y spreads asociados en otras categorías de crédito. En el gráfico 4 ofrecemos los niveles de spread vs swaps (asset swap) para emisiones con ratings BBB y A genéricos de emisores corporativos y financieros a plazo superior a 10 años en euros

(obtenidas de los índices ER39 y ER49 de Merrill Lynch). Como puede comprobarse, los spreads BBB genéricos se encuentran aproximadamente 1,5 veces por encima de los spreads A genéricos durante los últimos 3 años.

Gráfico 4: spread vs swaps de emisiones A y BBB, y cociente entre ambos (pb)

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

(b) cociente entre spreads BBB y A



De esta forma, aplicando a los spreads de emisiones de participaciones preferentes Tier I con rating genérico A de la tabla 10, el cociente de spreads frente a emisiones con rating genérico BBB, obtenemos una referencia teórica para los niveles de spread vs swaps a vencimiento para emisiones Tier I en el mercado secundario mayorista. En la tabla 11 se muestran los resultados de esta simulación, que arroja niveles de spread para emisiones Tier I con rating genérico BBB más acordes con la estructura de spreads existente entre distintas categorías de rating genérico A. Los niveles mínimos bid y ask obtenidos para emisiones BBB genéricas, entre 510-670 pb para bid y ask, se asociarían a emisiones con rating Baa1/BBB+.

Tabla 11: spread vs swaps (pb) a vencimiento para emisiones de participaciones referentes Tier I con ratings BBB genérico simulados a través de cocientes de spreads entre emisiones A y BBB en mercado de emisiones corporativas en EUR.

BID	A genérico				BBB genérico simulado			
	mín	media	mediana	max	mín	media	mediana	max
06/02/2009	342	890	820	1.955	513	1.336	1.230	2.933
13/02/2009	397	1.033	990	1.969	596	1.550	1.485	2.954
20/02/2009	446	1.174	1.122	2.410	670	1.760	1.684	3.616
27/02/2009	496	1.279	1.219	2.371	744	1.919	1.828	3.556
06/03/2009	555	1.374	1.274	2.560	832	2.061	1.911	3.841
Medias	447	1.150	1.085	2.253	671	1.725	1.628	3.380

ASK	A genérico				BBB genérico simulado			
	mín	media	mediana	max	mín	media	mediana	max
06/02/2009	273	688	644	1.640	409	1.032	966	2.460
13/02/2009	318	811	782	1.711	477	1.217	1.173	2.567
20/02/2009	264	887	878	1.716	396	1.331	1.316	2.574
27/02/2009	372	952	900	1.865	558	1.429	1.350	2.797
06/03/2009	481	1.132	1.085	2.039	722	1.699	1.628	3.058
Medias	342	894	858	1.794	512	1.341	1.287	2.691

A fin de obtener niveles de spread vs swaps para emisiones Tier I con rating Baa2/BBB (intermedio entre Baa1/BBB+ y Baa3/BBB-) y siguiendo el método utilizado para obtener niveles de spread vs swaps a vencimiento para emisiones con rating genérico BBB, utilizamos un multiplicador de 1,15 veces para aproximar, a partir de los niveles mínimos calculados para emisiones Baa1/BBB+, los niveles mínimos de spread vs swaps para emisiones Tier I Baa2/BBB.

Dicho multiplicador de 1,15 veces refleja un salto de un escalón de rating dentro de la categoría genérica BBB, y se obtiene a partir del cociente o proporción existente entre los spreads vs swaps de las emisiones genéricas A y BBB, que en base al gráfico 4 situamos en 1,5 veces.

De esta forma, aplicando a los niveles mínimos bid/ask para emisiones Tier I genéricas BBB dicho multiplicador, obtenemos niveles de 590-770 pb (bid/ask) como suelo para el spread vs swaps a vencimiento de emisiones de participaciones preferentes Tier I con rating Baa2/BBB durante el último mes.

3.2.5 Cotizaciones indicativas del panel de BME / AIAF

La última fuente considerada corresponde al panel de contribución de bonos corporativos de BME/AIAF³, a 2 de marzo de 2009. La opinión sobre el promedio de los diferenciales frente a swaps cotizados por este panel de entidades, para referencias españolas Tier I con rating A- y cinco años de plazo (es decir, plazo al ejercicio de la

³ La información que contiene el panel de BME/AIAF, según se refleja en el *disclaimer* correspondiente, se expone a título meramente informativo y no constituye una recomendación de inversión, ni invitación, oferta, solicitud u obligación por parte de AIAF Mercado de Renta Fija ni de las Entidades contribuidoras del Panel para llevar a cabo operación o transacción alguna. Dicha información tampoco es un reflejo de posiciones (propias o de terceros) en firme de las Entidades contribuidoras, ni de AIAF Mercado de Renta Fija.

primera opción Call para el emisor) se sitúa en un promedio de 649 pb. Los resultados se ofrecen en la tabla 12, junto con los niveles promedio para otras emisiones senior y subordinadas.

Tabla 12: promedio de spreads vs swaps para emisiones españolas de deuda senior, subordinada y participaciones preferentes (pb)

Sector	Grupo	Tipo de deuda	Rtg	3 Años	5 Años	7 Años	10 Años
Financiero	A	Cédulas	AAA	75,00	84,20	91,95	100,75
	B	Deuda Senior	AA	158,12	171,02	185,95	197,85
	C		A	205,22	219,32	242,45	258,39
	D	Lower Tier II	A+	356,91	390,22	430,61	455,68
	E	Upper Tier II	A-	498,06	512,87	543,05	574,16
	F	Tier I	A-	614,69	648,74	702,24	731,24

4. Conclusiones

No hay apenas emisiones recientes similares en el mercado mayorista con las que comparar la emisión planteada por Caja España. Tan sólo se ha realizado una emisión desde el verano de 2008, en USD y por una entidad residente en Japón.

La comparación con emisiones minoristas no es el objeto de este informe. En todo caso, el spread vs swaps a vencimiento calculado para la participación preferente *Tier I* de Caja España (rating de emisor A3 por Moody's y A- por Fitch) se encuentra cerca de 80 pb por encima de los niveles de emisión en el mercado doméstico minorista de otros emisores españoles (Caixa Galicia) con un escalón de rating de emisor superior y, por tanto, también un escalón superior en participaciones preferentes Tier I.

En relación al mercado mayorista, los análisis realizados sobre el mercado secundario para emisiones de participaciones preferentes Tier I con vencimiento a perpetuidad y opción de amortización al 5º año, emitida recientemente por un emisor con rating de emisor (A3/NR/A-), arrojan las siguientes conclusiones:

- Los spreads vs swaps (asset swap) calculados **a fecha de primera call** para emisiones de participaciones preferentes Tier I con rating genérico **BBB** se sitúan en el rango **1.060-1.740 pb, con promedio en 1.410 pb**.
- Para emisiones de participaciones preferentes Tier I con rating genérico **BBB**, los spreads vs swaps (TIR-TIR) **mínimos** calculados **a vencimiento** para se sitúan en el rango **510-670 pb (bid/ask)** durante el último mes. En la práctica, estos niveles mínimos debieran corresponder con los de emisiones BBB+.
- Para emisiones de participaciones preferentes Tier I con rating Baa2/BBB, los niveles de spread vs swaps (TIR-TIR) **mínimos** calculados **a vencimiento** que deberían reflejarse en el mercado se situarían en el rango **590-770 pb (bid/ask)** durante el último mes.

La entidad emisora de los valores objeto de este informe, Caja España, tiene un rating A3/A-, y sus participaciones preferentes Tier I tendrían un hipotético rating de Baa2/BBB. En definitiva, si bien los niveles medios estarían por encima, los niveles mínimos de spread vs swaps (TIR-TIR) calculados a vencimiento exigibles para **una emisión de Tier I con rating Baa2/BBB en el mercado mayorista se situarían en el rango comprendido entre 590-770 pb con datos correspondientes al último mes.**

En conclusión, el spread vs swaps calculado a vencimiento para la emisión de participaciones preferentes *Tier I* de Caja España, si consideramos simplemente el “spread a vencimiento sin la call”, se encuentra en nuestra opinión **dentro de la horquilla bid/ask que define el mínimo de spreads vs swaps a vencimiento exigible para emisiones de naturaleza y calidad crediticia similar en mercados mayoristas .**

5. Disclaimer

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

Este informe se ha finalizado el día 9 de marzo de 2009. El trabajo realizado no incluye la actualización del informe por hechos u otras circunstancias que pudieran producirse con posterioridad a la fecha de emisión del mismo.

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

**INFORME DE EMISIÓN Y VALORACIÓN DE
EMISIÓN DE PARTICIPACIONES PREFERENTES
CAJA ESPAÑA**

Valorador: **Solventis**

Fecha Informe: **31 de Marzo de 2009**

Índice	Pág.
1.- INTRODUCCIÓN	73
A. Objeto del Informe.....	73
B. Capacidad e Independencia de Solventis.	73
2.- DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE PARTICIPACIONES PREFERENTES	74
3.- ANÁLISIS DEL MERCADO POR TIPOLOGÍA DE EMISIÓN Y EMISOR.....	76
A. Tipos de Emisiones	76
B. Descripción del Emisor y de sus Emisiones de Renta Fija	76
C. Mercado Primario de Deuda Senior	79
D. Mercado Primario de Deuda Subordinada	81
E. Mercado Primario de Participaciones Preferentes	83
F. Mercado Secundario de Deuda Senior, Subordinada y Preferentes	85
4.- ANÁLISIS DE LAS CONDICIONES DE LA EMISIÓN DE PARTICIPACIONES PREFERENTES.....	92
5.- CONCLUSIONES	95
ANEXO 1: MÉTODOS DE VALORACIÓN	96
- Modelo de Hull & White	97
- Proceso de Calibración del Modelo de Hull & White	98
ANEXO 2: DATOS DE MERCADO UTILIZADOS	100

1.- Introducción

El presente informe ha sido elaborado por Solventis, a petición de CAJA ESPAÑA, a partir de la información suministrada por la propia entidad y de la información registrada en la CNMV. Los datos de mercado utilizados para este análisis han sido observados con fecha 12 de marzo de 2009.

A. Objeto del Informe.

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

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

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

B. Capacidad e Independencia de Solventis.

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

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

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

2.- Descripción de la Emisión de Participaciones Preferentes

Las características de la posible emisión de Participaciones Preferentes a analizar, son las siguientes:

- Emisor: Caja España de Inversiones, C.A.M.P.
- Rating Emisor: Corto plazo: Fitch F2 / Moodys P-2
Largo plazo: Fitch A- / Moodys A3
- Naturaleza de los Valores: Participaciones Preferentes
- Divisa de la Emisión: EUR
- Importe Nominal: 100.000.000 Euros, ampliables hasta 200.000.000 Euros
- Número de Valores: 100.000, ampliables hasta 200.000
- Precio de Emisión: 100%
- Fecha Prevista de Emisión: Mayo 2009
- Remuneración: No acumulativos
- Cupón: 8,25% nominal anual fijo, pagadero trimestralmente durante los primeros cuatro años.
Tipo Euribor a tres meses más un diferencial del 7,25% a partir del quinto año hasta la fecha de amortización.
La fijación del tipo de interés será a las 11:00 horas de dos días hábiles TARGET antes de la fecha de inicio de cada periodo de interés.
La distribución de este cupón estará condicionada a la obtención de Beneficio Distribuible suficiente y a las limitaciones impuestas por la normativa bancaria española sobre recursos propios. Si por estas razones no se pagaran en todo o en parte las retribuciones correspondientes a los titulares de estas participaciones preferentes, se perderá el derecho a percibir dicha retribución, no teniendo por qué afectar al pago de la retribución futura.
- Base Cálculo Intereses: Act/365
- Fechas de pago de los cupones: Los intereses se liquidarán por trimestres vencidos en aquellos días del ciclo trimestral que finalmente se establezcan.
- Fecha de Amortización: Emisión perpetua, sin perjuicio de la opción de amortización anticipada para el Emisor.
- Sistema de Amortización: A la par al vencimiento o en la fecha de amortización anticipada correspondiente.

- Amortización anticipada: El Emisor podrá amortizar anticipadamente, previa autorización del Banco de España en todo o en parte las Participaciones Preferentes emitidas, siempre que hayan transcurrido 5 años desde la Fecha de Desembolso y coincidiendo con una fecha de pago de la Remuneración, reembolsando a su titular el valor nominal de cada participación preferente.
 Este derecho lo tendrá exclusivamente el Emisor (no el inversor) y lo ejercerá a su propia conveniencia.
- Colectivo a los que se dirige la emisión: La totalidad para público en general
- Rating de la Emisión: Fitch BBB
- ISIN: -

Esta emisión de Participaciones Preferentes no tiene garantías reales ni de terceros. El capital y los intereses de las mismas están garantizados por el total del patrimonio de CAJA ESPAÑA.

Las obligaciones de CAJA ESPAÑA bajo la Garantía se sitúan, a efectos de prelación de créditos:

- Por delante de las cuotas participativas, si existieren, así como, únicamente en el supuesto de liquidación de CAJA ESPAÑA, por delante de las Obras Benéfico-Sociales, en cuanto al destino del remanente que pudiera quedar.
- *Pari Passu* con cualquier otra serie de participaciones preferentes emitidas o garantizadas por CAJA ESPAÑA.
- Por detrás de todos los acreedores, comunes y subordinados de CAJA ESPAÑA.

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

A. Tipos de Emisiones:

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

Según el plazo de vencimiento, suelen clasificarse en:

- Pagarés: son valores emitidos a muy corto plazo (normalmente, a menos de 1 año).
- Bonos simples: emitidos a corto y medio plazo (a 3 y 5 años).
- Obligaciones: emitidas a más largo plazo.

Otros valores de renta fija son:

- Los Títulos Hipotecarios, que a su vez, se clasifican en:
 - Cédulas Hipotecarias: tienen como garantía especial la cartera de créditos hipotecarios de la entidad.
 - Bonos Hipotecarios: la garantía afecta sólo a los créditos hipotecarios específicamente relacionados, por escritura, con la emisión de dichos bonos.
 - Participaciones Hipotecarias: permiten participar en créditos hipotecarios concretos, asumiendo su riesgo de impago.
- Bonos y Obligaciones Subordinadas: su poseedor tiene menos garantías que los acreedores ordinarios de la entidad. Eso supone que, si la entidad se liquida porque no puede pagar sus deudas, los tenedores de bonos y obligaciones subordinadas únicamente cobrarán después de que lo hayan hecho todos los acreedores ordinarios de la entidad (titulares de depósitos a la vista y a plazo, tenedores de pagarés, obligaciones, bonos, etc.), si aún quedan activos suficientes. El riesgo es mayor, por lo que el rendimiento suele ser más alto.
- Participaciones Preferentes: son valores aún más subordinados que los subordinados del punto anterior: en caso de liquidación o disolución del emisor, sus poseedores sólo cobrarían después de todos los acreedores ordinarios de la entidad y también después de los tenedores de valores subordinados. Además, en determinados casos de insuficiencia de recursos o pérdidas, las participaciones preferentes serían las primeras sacrificadas. El riesgo, pues, es elevado.

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

CAJA ESPAÑA es una de las mayores Cajas de Ahorros Españolas. Es una entidad financiera sólida, con una calificación crediticia respaldada que le otorgan niveles de “rating” de A3 por Moody’s y A- por Fitch.

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

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

Caja Avila	-	Negativo	Baa1
Caja Segovia	-	Negativo	Baa1

En la actualidad, CAJA ESPAÑA tiene una deuda emitida o garantizada por un valor nominal total de 6.136 millones de Euros.

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

- Bonos y Obligaciones Seniors:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0315474389	02-jul-04	18-ago-09	Fijo	4,000	nd	120.000.000,00
ES0315474439	18-oct-06	19-oct-09	Variable	2,660	137,06	200.000.000,00
ES0315474405	11-mar-05	30-mar-10	Fijo	2,650	nd	162.387.000,00
ES0315474421	14-dic-05	14-dic-10	Variable	1,775	225,61	300.000.000,00
ES0315474447	22-nov-07	22-nov-12	Variable	6,000	nd	94.904.000,00
ES0215474216	17-may-06	17-may-13	Variable	2,123	238,78	300.000.000,00
ES0215474224	26-mar-07	26-mar-14	Variable	3,229	262,89	300.000.000,00
						1.477.291.000,00

- Obligaciones Subordinadas:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0215474026	27-mar-00	27-jun-15	Fijo	5,750	nd	59.820.000,00
ES0215474190	07-dic-05	07-dic-15	Variable	2.107	nd	100.000.000,00
ES0215474208	31-ene-06	31-ene-16	Variable	3,500	nd	100.000.000,00
ES0215474232	07-ago-08	28-ago-18	Fijo	7,500	nd	200.000.000,00
ES0215474166	14-nov-03	29-dic-18	Variable	1.879	nd	100.000.000,00
						559.820.000,00

- Participaciones Preferentes:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0115372007	11-nov-04	Perpetua	Variable	3,000	nd	150.000.000,00
						150.000.000,00

- Cédulas Territoriales:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0384957009	24-jul-08	24-jul-11	Fijo	5,500	152,44	75.000.000,00
ES0312355003	23-mar-05	23-mar-12	Fijo	3,500	143,75	50.000.000,00
						125.000.000,00

– Cédulas Hipotecarias:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0317044008	16-jun-04	16-jun-09	Fijo	3,625	100,58	100.000.000,00
ES0312298146	11-oct-07	13-oct-09	Variable	2,612	nd	100.000.000,00
ES0312298161	31-mar-08	31-mar-10	Variable	3,023	nd	100.000.000,00
ES0352961009	20-abr-01	20-abr-11	Fijo	5,250	73,29	300.400.000,00
ES0312361001	23-jun-04	23-jun-11	Fijo	4,000	264,36	200.000.000,00
ES0318825009	26-jun-08	26-jun-13	Variable	1,749	nd	200.000.000,00
ES0312298179	04-ago-08	04-ago-11	Fijo	5,250	nd	100.000.000,00
ES0318826007	05-dic-08	05-dic-11	Variable	2,249	nd	50.000.000,00
ES0312298203	15-dic-08	29-dic-11	Fijo	4,000	nd	100.000.000,00
ES0312298005	14-dic-05	14-dic-12	Variable	1,700	nd	90.000.000,00
ES0312298187	20-oct-08	23-oct-13	Variable	2,529	nd	200.000.000,00
ES0317019000	26-nov-03	26-nov-13	Fijo	4,500	120,85	200.000.000,00
ES0370148001	04-dic-03	04-dic-13	Fijo	4,500	nd	32.258.065,00
ES0312362009	18-nov-04	18-nov-14	Fijo	4,000	255,18	142.682.927,00
ES0347848006	11-mar-05	11-mar-15	Fijo	3,750	257,28	150.000.000,00
ES0312358007	31-mar-05	31-mar-15	Fijo	3,750	257,14	141.666.667,00
ES0312342001	30-jun-05	30-jun-15	Variable	3,061	nd	73.076.923,00
ES0312298195	24-nov-08	24-nov-15	Variable	2,829	nd	100.000.000,00
ES0312298013	14-dic-05	14-mar-16	Fijo	3,500	256,54	10.000.000,00
ES0312298070	14-jun-06	14-jun-18	Fijo	4,250	253,89	100.000.000,00
ES0370148019	04-dic-03	04-dic-18	Fijo	4,750	247,62	67.741.935,00
ES0312362017	18-nov-04	18-nov-19	Fijo	4,250	256,15	52.317.073,00
ES0312358015	31-mar-05	31-mar-20	Fijo	4,000	261,37	58.333.333,00
ES0347849004	15-jun-05	15-jun-20	Fijo	3,500	200,35	150.000.000,00
ES0371622012	10-abr-06	10-abr-21	Fijo	4,125	259,55	100.000.000,00
ES0312298021	14-dic-05	14-dic-22	Fijo	3,750	196,13	100.000.000,00
ES0312298096	25-oct-06	25-oct-23	Fijo	4,250	199,11	100.000.000,00
ES0312342019	30-jun-05	30-jun-25	Fijo	3,750	231,14	76.923.077,00
ES0371622046	28-mar-07	28-mar-27	Fijo	4,250	172,73	100.000.000,00
ES0312298120	25-may-07	25-may-27	Fijo	4,750	231,76	100.000.000,00
ES0371622020	10-abr-06	10-abr-31	Fijo	4,250	237,89	200.000.000,00
						3.495.400.000,00

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

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

C. Mercado Primario de Deuda Senior:

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

Así, diferentes entidades nacionales se han acogido a lo dispuesto en la Orden Ministerial EFA/3364/2008 para la emisión de deuda senior con aval del Estado Español (AA+ por S&P / Aaa por Moody's / AAA por Fitch). Estas emisiones se han colocado en el mercado con un spread crediticio entorno a los 80 puntos básicos (ver Cuadro 1).

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

ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Tipo Referencia	Nominal Emitido	Fecha Vto.	Spread Implícito
ES0314970098	La Caixa	AA-	Tipo Fijo 3,375	2.000M	03/02/2012	80pb
ES0314950454	Caja Madrid	AA-	Tipo Fijo 3,125	2.000M	20/02/2012	78pb
ES0313790000	Banco Popular	AA	Tipo Fijo 3,000	1.500M	23/02/2012	77pb
ES0313679450	Bankinter	A+	Tipo Fijo 3,000	1.500M	24/02/2012	77pb
ES0313770077	Banco Pastor	A	Tipo Fijo 3,000	1.000M	02/03/2012	75pb
ES0314840168	Caixa Catalunya	A	Tipo Fijo 3,000	1.500M	05/03/2012	75pb
ES0314977275	Bancaja	A-	Tipo Fijo 3,000	1.500M	12/03/2012	80pb

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

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

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

ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Tipo Referencia	Nominal Emitido	Fecha Vto.	Spread Implícito
XS0405121368	BNP	AA+	Tipo Fijo 5,000	1.500M	16/12/2013	160pb
XS0405713883	Intesa Sanpaolo	AA-	Tipo Fijo 5,375	1.250M	19/12/2013	195pb
XS0404952078	Societe Generale	AA-	Tipo Fijo 5,125	1.000M	19/12/2013	185pb
XS0408165008	Unicredit	A+	Tipo Fijo 5,250	1.000M	14/01/2014	210pb
FR0010709097	HSBC	AA	Tipo Fijo 4,875	1.500M	15/01/2014	175pb
XS0408528833	BBVA	AA	Tipo Fijo 4,875	1.000M	23/01/2014	180pb
XS0408832151	Rabobank	AAA	Tipo Fijo 4,375	5.000M	22/01/2014	150pb
DE000CB899M6	Commerzbank	A	Tipo Fijo 5,000	1.500M	06/02/2014	210pb
PTCG1L0M007	Caixa Geral de Depositos	A+	Tipo Fijo 5,125	1.250M	19/02/2014	225pb
XS0413601351	Rabobank	AAA	Tipo Fijo 4,750	1.500M	15/01/2018	150pb
XS0413822106	Neder Waterschapsbank	AAA	Tipo Fijo 2,750	1.500M	21/02/2011	73pb

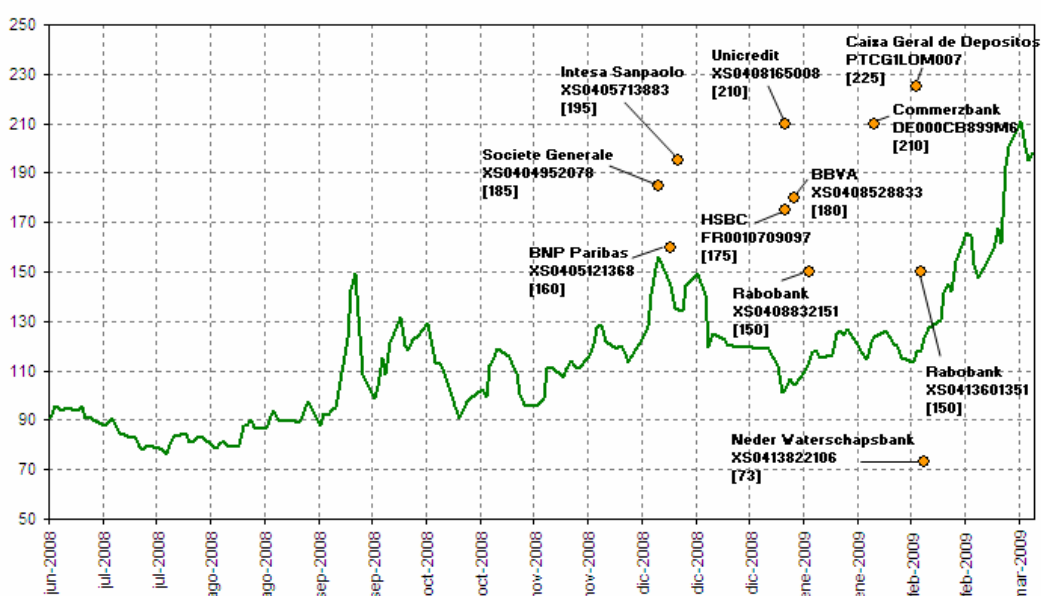
* Rating del Emisor en la fecha de emisión
Fuente: Elaboración Propia

Del análisis de estas emisiones de Deuda Senior efectuadas en los últimos meses, podemos concluir que no es posible encontrar referencias que por equivalencia se ajusten a las condiciones de una posible emisión de CAJA ESPAÑA (Fitch A- / Moodys A3).

Sin embargo, por coherencia con los niveles observados y la evolución reciente del mercado para este tipo de instrumentos (ver Gráfico 1), para una emisión de este tipo, a realizar por el emisor objeto del informe, el mercado posiblemente espere unos diferenciales superiores a los 250 puntos básicos.

En el gráfico siguiente, se refleja el momento en el cuál se han efectuado las emisiones de estas emisiones de Deuda Senior utilizando como referencia el índice genérico de CDS a 5 años para emisiones de deuda senior emitida por Entidades Financieras en el ámbito de Europa.

Gráfico 1: Evolución Spreads CDS a 5 años Genéricos para Emisiones Deuda Senior de Entidades Financieras Europeas



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

D. Mercado Primario de Deuda Subordinada:

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

Cuadro 3: Emisiones de Obligaciones Subordinadas del Mercado Primario (2008-09)

ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Tipo Referencia	Nominal Emitido	Fecha Vto.	Spread Implícito
ES0214950182	Caja Madrid	AA-	Tipo Fijo 5.755 hasta 2023, después Tipo Variable EUR3M+165	100M	26/02/2028	165pb
ES0213211131	BBVA	AA-	Tipo Fijo 6,20	100M	04/07/2023	165pb
ES0213211115	BBVA	AA-	Tipo Fijo 6,025 hasta 2028, después Tipo Variable EUR3M+178	125M	03/03/2033	178pb
ES0215474232	Caja España	A-	Tipo Fijo 7,50	200M	28/08/2018	225pb
ES0214840342	Caixa Catalunya	A	Tipo Fijo 7.00 hasta 2009, después Tipo Variable EUR3M+200 (step-up de 75pb a los 5 años)	500M	18/12/2018	200pb
ES0214982136	Caja Granada	A-	EUR3M+300 (step-up de 75pb a los 5 años)	120M	16/03/2019	300pb
ES0214970065	La Caixa	AA-	Tipo Fijo 6.00 hasta 2010, después Tipo Variable EUR3M+200 (Cap 6% / Floor 4%)	2.500M	27/02/2019	200pb

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

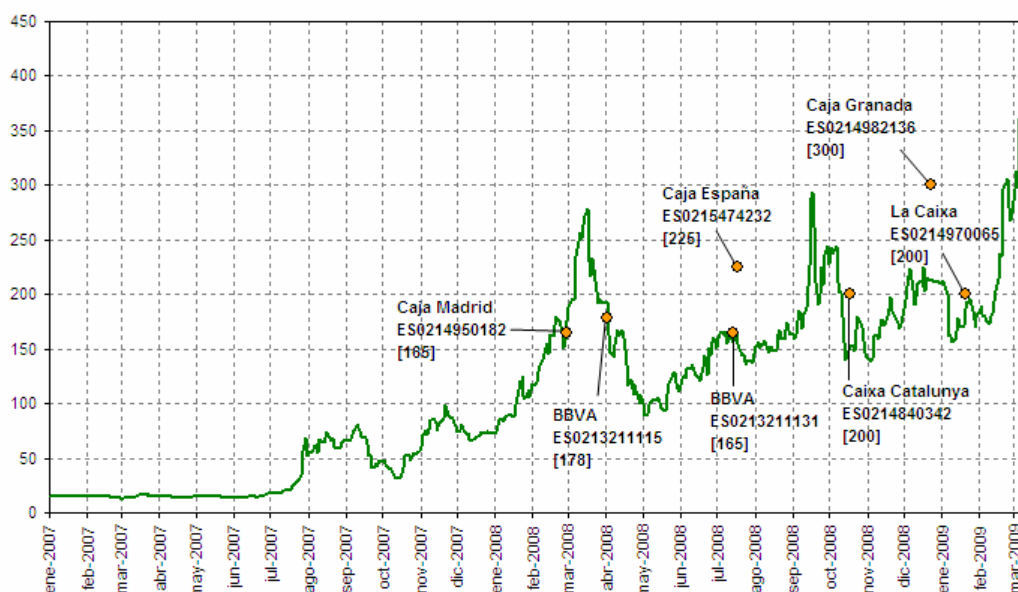
Probablemente, el motivo de esta poca actividad emisora se deba a la aparición de la crisis de liquidez, como consecuencia de la crisis sub-prime americana y por la situación extraordinaria por la que atraviesan los mercados financieros.

En cualquier caso, la propia CAJA ESPAÑA ya realizó una emisión orientada al público en general en donde el spread implícito se situaba entorno a los 225 puntos básicos.

Posteriores emisiones realizadas por Caja Granada (mismo rating), Caixa Catalunya y La Caixa (mejor rating) podrían indicarnos un ligero incremento de los spreads esperados por el mercado para este tipo de emisiones para una entidad como CAJA ESPAÑA, a tenor además de la reciente evolución del mercado de crédito para deuda subordinada (ver Gráfico 2). Por ello, en nuestra opinión actualmente el rango podría situarse por encima de los 400 puntos básicos.

En el gráfico siguiente, se refleja el momento en el cuál se han efectuado las colocaciones de estas siete emisiones de Obligaciones Subordinadas utilizando como referencia el índice genérico de CDS a 5 años para emisiones de deuda subordinada emitida por Entidades Financieras en el ámbito de Europa.

Gráfico 2: Evolución Spreads CDS a 5 años Genéricos para Emisiones Subordinadas de Entidades Financieras Europeas



Como puede observarse en los gráficos anteriores, en el último mes y medio el mercado ha experimentado un incremento de los spreads crediticios de más de 40 puntos básicos en las emisiones de deuda senior y en más de 200 puntos básicos en el mercado de deuda subordinada.

Esta situación obligará a esperar unos niveles de emisión también superiores a los actualmente emitidos en cualquiera de los mercados de deuda analizados, en línea con los niveles ya comentados.

E. Mercado Primario de Participaciones Preferentes:

En el año 2008/09 en España se han colocado siete emisiones de Participaciones Preferentes:

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

ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Tipo Referencia	Nominal Emitido	Fecha Vto.	Spread Implícito
ES0169075043	Caixanova	A	Tipo Variable EUR12M+275 hasta 2018, después EUR12M+412.5	100M	Perpetua Callable 2018	275pb
ES0122707021	Caja Ávila	BBB+	Tipo Variable EUR12M+400 hasta 2018, después EUR12M+500	35M	Perpetua Callable 2018	400pb
ES0114959028	Caja Segovia	BBB+	Tipo Variable EUR12M+425 hasta 2018, después EUR12M+550	15M	Perpetua Callable 2018	425pb
ES0114224050	BBVA	AA-	Tipo Fijo 6.50 hasta 2010, después Tipo Variable EUR3M (Floor 3.50%)	1.000M	Perpetua Callable 2013	75pb
ES0113860003	Banco Sabadell	A+	Tipo Fijo 6.00 hasta 2011, después Tipo Variable EUR3M+250 (Floor 4.50%)	300-500M	Perpetua Callable 2014	275pb

ES0170412003	Banco Popular	AA	Tipo Fijo 6.75 hasta 2014, después Tipo Variable EUR3M+150 (Floor 4%)	300-600M	Perpetua Callable 2014	225pb
ES0112805025	Caixa Galicia	A	Tipo Fijo 7.50 hasta 2012, después Tipo Variable EUR3M+515 (Floor 6.15% a partir año 5)	150-300M	Perpetua Callable 2014	525pb

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

En base a esta información y a la reciente evolución del mercado de crédito observado, podríamos considerar que una posible emisión de Participaciones Preferentes de CAJA ESPAÑA debería de emitirse con unos niveles de Spread Implícito superior a los 575 puntos básicos (por encima de los spreads implícitos ofrecidos por la emisión de Caixa Galicia).

Si analizamos las tasas internas de rentabilidad estimadas en base a las condiciones de emisión de cada una de las emisiones descritas junto con la emisión prevista por CAJA ESPAÑA, los resultados son los que se recogen en el cuadro siguiente:

Cuadro 5: TIR estimadas para las Emisiones de Participaciones Preferentes

Emisor	Caixa-nova	Caja Ávila	Caja Segovia	BBVA	Banco Sabadell	Banco Popular	Caixa Galicia	Caja España
Rating	A	BBB+	BBB+	AA-	A+	AA	A	A-
TIR 5 años	5,57%	7,28%	7,38%	4,89%	6,18%	6,92%	8,12%	8,60%
TIR 10 años	6,06%	7,58%	7,75%	4,56%	6,43%	6,42%	8,69%	9,79%
TIR Perpetua	6,80%	7,97%	8,28%	4,17%	6,18%	5,65%	8,81%	10,32%

Nota: la fecha de estimación es el 12 de Marzo de 2009. Para la estimación de la TIR perpetua se han utilizado 50 años. No se ha considerado la opción de cancelación ni la probabilidad de la no distribución de flujos por la falta de obtención de Beneficio Distribuible o por falta de recursos propios del Emisor.

En base a este análisis comparable se observa que, si las emisiones analizadas no fueran ejercitadas con antelación, los diferenciales de TIR de la posible emisión de CAJA ESPAÑA con respecto a las otras emisiones realizadas son superiores. Concretamente, con respecto a la última emisión realizada por Caixa Galicia este diferencial de TIR estimada es de 151,65 puntos básicos superior.

En nuestra opinión, a pesar del menor rendimiento esperado en el caso de una amortización anticipada en el 5º año, los diferenciales obtenidos bajo este análisis comparable a partir de ese escenario pueden justificar la idoneidad de las condiciones de una posible emisión de CAJA ESPAÑA.

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

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

A modo de ejemplo, en el Cuadro 6 siguiente se recogen los spreads implícitos de algunas referencias de deuda senior emitidas por entidades financieras españolas. Como se puede observar, los rangos de spreads implícitos para algunas emisiones son muy amplios (92.50 puntos básicos de promedio) y el spread medio se sitúa entorno a los 265.25 puntos básicos.

Cuadro 6: Emisiones de Deuda Senior en Mercado Secundario Español

ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
XS0244150743	BBVA	Aa1	24/02/2011	130 - 165
XS0247647539	Banco Santander	Aa1	23/03/2011	140 - 200
ES0313540025	Banesto	Aa2	22/02/2010	70 - 140
ES0314950363	Caja Madrid	Aa3	25/06/2010	170 - 240
ES0314840051	Caixa Catalunya	A2	01/12/2009	200 - 300
ES0314400054	CAM	A2	14/01/2010	700 - 800
ES0313770069	Banco Pastor	A2	21/01/2010	300 - 400
ES0315306003	Caja Rural de Navarra	A2	24/11/2011	100 - 190
ES0314843261	Caixa Galicia	A2	10/01/2010	180 - 280

Fuente: Tradeweb y Bloomberg

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

Si bien el mercado cotiza, para estas referencias de deuda observadas, con unos diferenciales algo más cerrados (32.70 puntos básicos de promedio), los spreads medios se sitúan en niveles cercanos a los observados en el mercado español con un nivel entorno a los 201.35 puntos básicos.

Cuadro 7: Emisiones de Deuda Senior del Mercado Secundario Europeo

ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
XS0304159576	Rabobank	AA+	06/06/2022	120 - 135
XS0405121368	BNP Paribas	AA	16/12/2013	135 - 161
XS0356838523	Credit Agricole	AA-	08/04/2011	99 - 114
XS0304508921	Intesa Sanpaolo	AA-	15/06/2017	160 - 183
DE000DB5S5U8	Deutsche Bank	AA-	31/08/2017	164 - 186
XS0297541285	Credit Mutuel	AA-	27/04/2017	150 - 192
XS0404952078	Societe Generale	AA-	19/12/2013	152 - 193
XS0254035768	Abn Amro Bank	AA-	11/05/2016	156 - 198
XS0215743252	Sanpaolo	AA-	01/04/2015	145 - 203
XS0321334442	Credit Suisse	AA-	18/09/2017	221 - 246
XS0365381473	Bank of Scotland	AA-	23/05/2013	331 - 348
XS0354788258	DNB Nor Bank	A+	28/03/2011	163 - 199
BE0932900518	Fortis Bank	A+	30/05/2014	179 - 257
XS0408165008	Unicredit	A+	14/01/2014	265 - 283
XS0303396062	ING	A+	31/05/2017	260 - 293
XS0359388690	UBS	A+	18/04/2018	341 - 391
XS0210918123	Banca Monte dei Paschi di Siena	A	02/02/2015	130 - 175
DE000DR0RR60	Dresdner Bank	A	27/02/2012	149 - 179
DE000CB899M6	Commerzbank	A	06/02/2014	233 - 243
DE0008016502	Deutsche Post	A-	30/01/2014	147 - 175

Fuente: Tradeweb y Bloomberg

En cuanto al mercado secundario de Deuda Subordinada, en el Cuadro 8 siguiente se recogen los spreads implícitos de algunas referencias emitidas por entidades financieras españolas. La realidad es que no son excesivamente líquidas, y no es posible encontrar niveles de referencia para todas las emisiones de Deuda Subordinada emitidas por las diferentes entidades españolas. Al igual que en el mercado de Deuda Senior, los rangos de spreads implícitos para algunas emisiones son muy amplios (173.33 puntos básicos de promedio) y el spread medio para el rango de emisiones analizadas se sitúa en 477.16 puntos básicos.

Cuadro 8: Emisiones de Deuda Subordinada en Mercado Secundario Español

ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
ES0213211131	BBVA	AA	04/07/2023	232 - 368
ES0214100002	Bilbao Vizcaya Kutxa	A	28/09/2015	412 - 540
ES0214950141	Caja Madrid	A+	01/03/2018	301 - 650

ES0214954150	Ibercaja	A+	25/04/2019	283 - 315
ES0213860036	Banco Sabadell	A+	25/05/2016	237 - 445
ES0214977078	Bancaja	A	29/11/2018	878 - 1.065

Fuente: Tradeweb y Bloomberg

Si observamos los spread implícitos de algunas de las cotizaciones de las emisiones de bonos y obligaciones subordinadas emitidas por entidades europeas (ver cuadro 9). Los diferenciales entre los precios de oferta y demanda son también amplios (97.62 puntos básicos de promedio) y los spreads medios se sitúan en niveles cercanos a los 497.36 puntos básicos de promedio. Para emisiones con un rating equivalente al de CAJA ESPAÑA el spread medio sobre las emisiones observadas es de alrededor de 458.41 puntos básicos.

Cuadro 9: Emisiones de Deuda Subordinada del Mercado Secundario Europeo

ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
XS0283256062	BNP Paribas	AA-	22/01/14	223 - 260
XS0118485670	Credit Suisse	AA-	05/10/10	137 - 242
XS0102762688	Caixa Geral de Depositos	A+	12/10/09	266 - 312
XS0158876564	Sanpaolo	A+	13/12/12	173 - 210
XS0094515953	Abbey National	A+	11/02/11	194 - 274
DE0003933263	Deutsche Bank	A+	31/01/13	164 - 243
NL0000113140	ING	A+	04/01/13	211 - 287
XS0167127447	Royal Bank of Scotland	A+	22/04/15	240 - 298
XS0124750471	Bank Austria	A+	22/02/13	147 - 250
XS0365303675	Intesa Sanpaolo	A+	28/05/13	429 - 457
XS0129239454	Banco Espirito Santo	A+	17/05/11	289 - 334
XS0127011798	BCP	A+	29/03/11	309 - 390
DE0006288921	Commerzbank	A+	02/05/11	252 - 339
XS0353643744	HSBC	A+	19/03/18	248 - 274
XS0142908770	Societe Generale	A+	13/02/12	130 - 239
NL0000118024	ABN Amro	A	28/06/10	120 - 466
FR0000486730	Credit Mutuel	A	19/07/13	198 - 245
XS0165867226	Barclays Bank	A	31/03/13	221 - 309
BE0933514839	Fortis Bank	A	04/10/17	254 - 297
XS0143731445	Unicredit	A	28/02/12	219 - 328
FR0000475709	Natexis	A	20/06/13	246 - 396
XS0326869665	Bayerische Landesbank	A	23/10/17	351 - 384
XS0200985207	UBS	A	16/09/14	563 - 592

XS0336634711	Danske Bank	A-	20/03/13	672 - 724
XS0255820804	Banca Monte dei Paschi di Siena	A-	31/05/16	332 - 395
DE0005934426	Bayerische Hypo	A-	05/02/14	271 - 322

Fuente: Tradeweb y Bloomberg

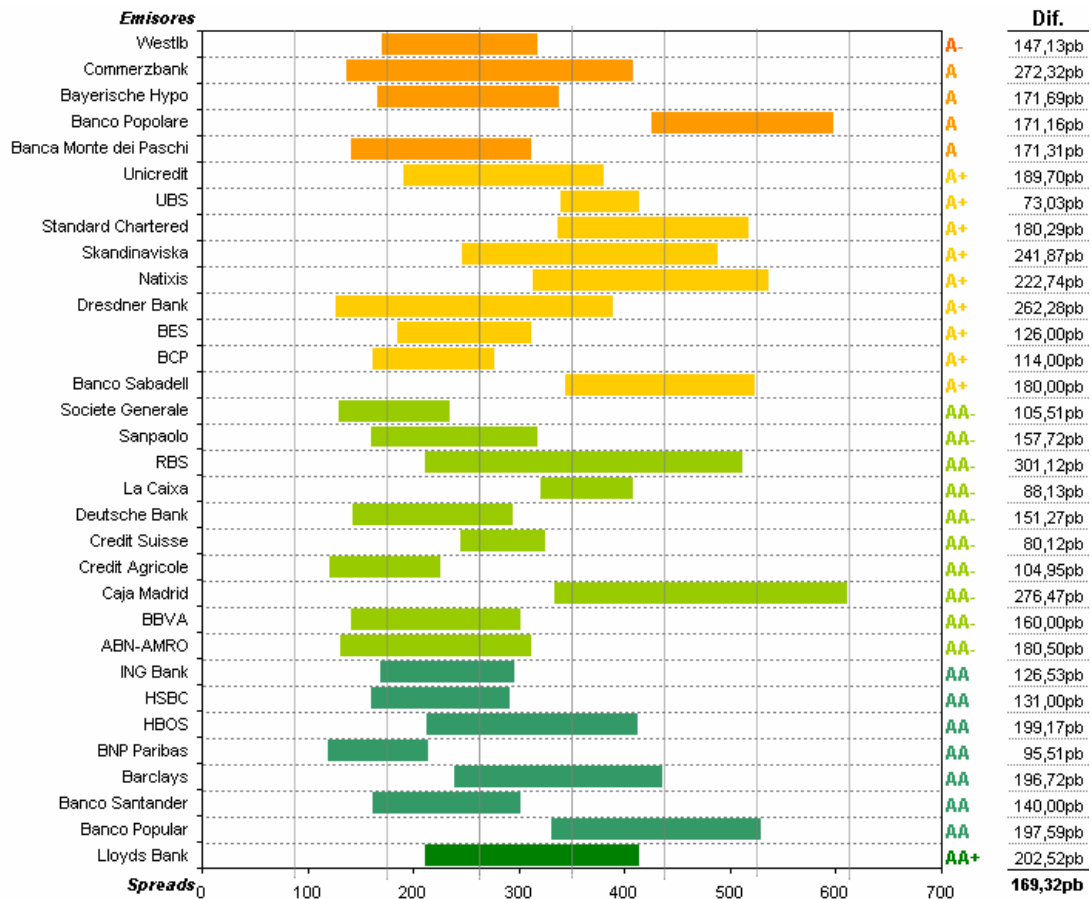
El mercado secundario de Participaciones Preferentes, en nuestra opinión se encuentra con un alto grado de iliquidez que desaconseja su utilización como referencia para determinar la idoneidad o no de las condiciones de una emisión como la del objeto del presente informe.

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

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

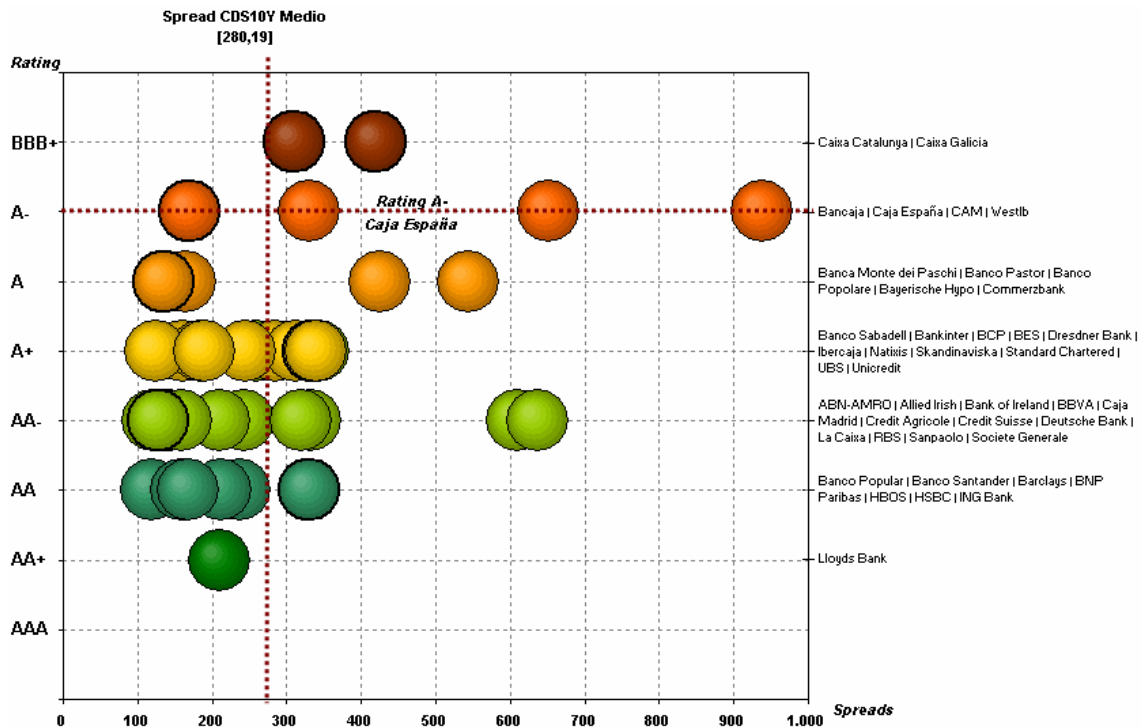
- El spread crediticio medio de los CDS a 10 años para las emisiones de Deuda Senior se encuentra alrededor de los 280,19 pb.
- El spread crediticio medio de los CDS a 10 años para las emisiones de Deuda Subordinada se encuentra alrededor de los 429,16 pb.
- Los diferenciales promedio entre los spreads crediticios de la Deuda Senior y la Deuda Subordinada para aquellos emisores con niveles cotización en ambos tipos de emisiones son de 169,32 pb.

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



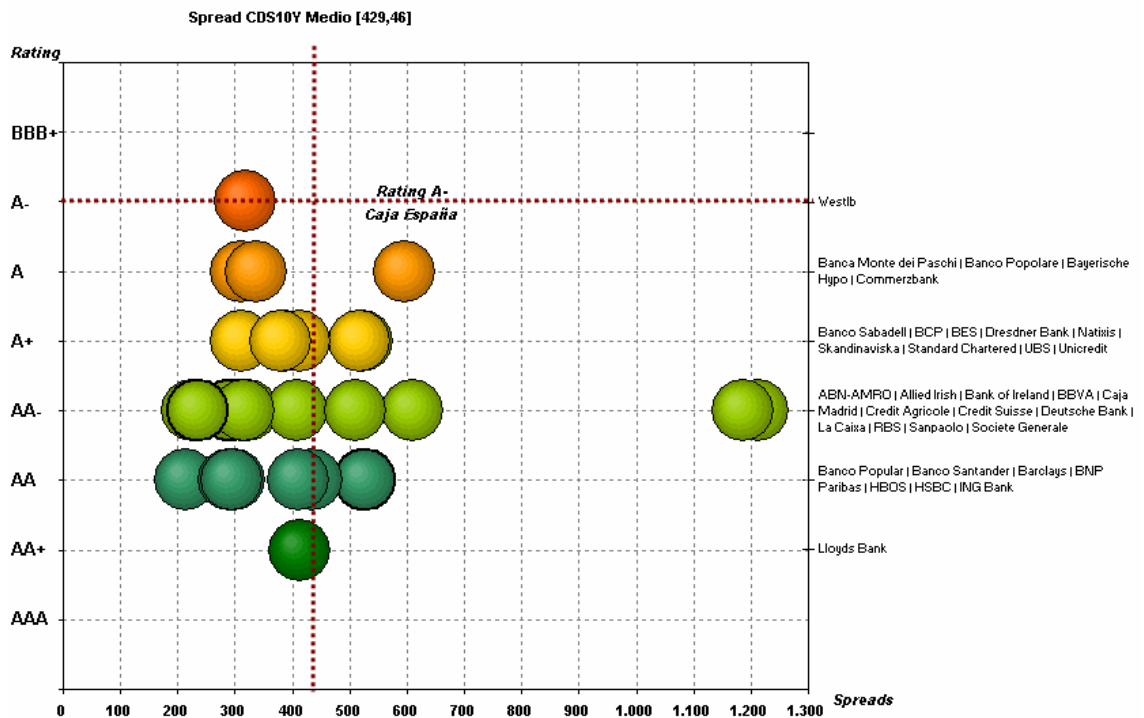
Fuente: Elaboración Propia y CMA

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



Fuente: Elaboración Propia y CMA

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



Fuente: Elaboración Propia y CMA

En este mercado es posible observar referencias de CDS (Credit Default Swap) sobre CAJA ESPAÑA para emisiones de Deuda Senior a un plazo de 5 años con niveles comprendidos entre los 260 y 400 puntos básicos. Estos

niveles, aunque con un diferencial muy amplio, pueden servir de base para el análisis de la emisión objeto del presente informe.

Dado que no existe un mercado de CDS para las emisiones de Participaciones Preferentes, no es posible tampoco obtener información que nos permita observar de forma directa la idoneidad de una emisión de este tipo de emisiones por parte de CAJA ESPAÑA. Pero lógicamente los niveles de este mercado deberían de situarse por encima de los niveles de cotización de la Deuda Subordinada cotizada en los CDS analizados.

Teniendo en cuenta las cotizaciones observadas en mercado primario y secundario para diferentes emisiones de deuda senior, subordinada y participaciones preferentes y los niveles de cotización de los CDS, podríamos concluir que una posible emisión de Participaciones Preferentes a emitir por CAJA ESPAÑA debería cotizar con un spread implícito por encima de los 575 puntos básicos.

En la siguiente tabla, se recoge a modo de resumen las referencias observadas en los apartados anteriores para los diferentes mercados para un emisor como CAJA ESPAÑA (Fitch A- / Moodys A3):

	Mercado Primario	Mercado Secundario	CDS
Deuda Aval Estado	± 80 pb	-	-
Deuda Senior	> 250 pb	200 - 300	260 - 400
Deuda Subordinada	> 400 pb	341 - 546	410 - 550
Participaciones Preferentes	> 575 pb	-	-

4.- Análisis de las Condiciones de la Emisión de Participaciones Preferentes

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

Fecha Inicio	Fecha Final	Periodicidad Pagos	Base	Fijación Tipo Referencia	Opción de Cancelación	Cupón
04/05/2009	04/05/2013	Trimestral	Act/365	-	No	8,2500%
04/05/2013	04/05/2014	Trimestral	Act/365	2 días hábiles anteriores a la fecha de inicio de cada período trimestral	No	EUR3M+725pb
04/05/2014	04/05/2059	Trimestral	Act/365	2 días hábiles anteriores a la fecha de inicio de cada período trimestral	Si (en cada período trimestral)	EUR3M+725pb

A partir de esta estructura de flujos (sin incorporar un análisis de la probabilidad de la no distribución de flujos por la falta de obtención de Beneficio Distribuible o por falta de recursos propios), se puede estimar el spread implícito al que estaría emitiendo CAJA ESPAÑA en función de varios escenarios:

- Spread Implícito si la emisión fuera amortizada el 5º año (04/05/2014): en este caso el spread implícito de la emisión estaría entorno a los 550 puntos básicos (ver Cuadro 10).

Cuadro 10: Precio Teórico Emisión en función Spread Emisión vs. Spread Implícito si la emisión únicamente tuviera una duración de 5 años

12/03/2009		Tipo Fijo hasta año 4º año 5º EUR3M + [Tipo Fijo-1,00%]						
		6,75%	7,00%	7,25%	7,50%	7,75%	8,25%	8,75%
Spread Crediticio	0 pb	119.63	120.81	121.99	123.17	124.35	126.70	129.06
	100 pb	114.39	115.53	116.68	117.83	118.97	121.27	123.56
	200 pb	109.39	110.51	111.62	112.74	113.86	116.09	118.32
	300 pb	104.63	105.72	106.81	107.89	108.98	111.15	113.33
	400 pb	100.10	101.16	102.21	103.27	104.33	106.45	108.57
	450 pb	97.91	98.96	100.00	101.05	102.09	104.18	106.27
	475 pb	96.84	97.87	98.91	99.95	100.99	103.07	105.14
	500 pb	95.78	96.81	97.84	98.87	99.90	101.97	104.03
	525 pb	94.73	95.75	96.78	97.80	98.83	100.88	102.93
	550 pb	93.69	94.71	95.73	96.75	97.77	99.80	101.84
	575 pb	92.67	93.68	94.69	95.71	96.72	98.74	100.76
600 pb	91.66	92.67	93.67	94.68	95.68	97.69	99.70	
625 pb	90.66	91.66	92.66	93.66	94.66	96.65	98.65	

- b. Spread Implícito analizando la emisión a perpetuidad e introduciendo en el análisis el valor de la opción de cancelación del emisor a partir del 5º año: en este caso el spread implícito de la emisión estaría entorno a los 575 puntos básicos.
- c. Spread Implícito analizando la emisión a perpetuidad pero sin introducir en el análisis el valor de la opción de cancelación del emisor a partir del 5º año: en este caso el spread implícito de la emisión estaría alrededor de los 655 puntos básicos (ver Cuadro 11).

Cuadro 11: Precio Teórico Emisión en función Spread Emisión vs. Spread Implícito
(Excluyendo la Opción de Cancelación)

12/03/2009		Spread Emisión (sobre EUR3M Tipo Fijo del 1% + Spread hasta 4º año)									
		5,25%	5,50%	5,75%	6,00%	6,25%	6,50%	6,75%	7,25%	7,75%	8,75%
Spread Crediticio	300 pb	123,86	127,32	130,79	134,25	137,72	141,18	144,65	151,57	158,50	172,36
	400 pb	108,04	111,12	114,20	117,28	120,35	123,43	126,51	132,67	138,83	151,14
	450 pb	101,36	104,27	107,18	110,10	113,01	115,92	118,84	124,66	130,49	142,14
	475 pb	98,28	101,11	103,95	106,78	109,62	112,45	115,29	120,96	126,63	137,98
	500 pb	95,35	98,11	100,87	103,64	106,40	109,16	111,92	117,45	122,97	134,02
	525 pb	92,57	95,26	97,96	100,65	103,34	106,03	108,72	114,11	119,49	130,26
	550 pb	89,93	92,56	95,18	97,80	100,43	103,05	105,68	110,93	116,17	126,67
	575 pb	87,42	89,98	92,54	95,10	97,66	100,22	102,78	107,90	113,02	123,26
	600 pb	85,02	87,52	90,02	92,52	95,02	97,52	100,01	105,01	110,01	120,00
	625 pb	82,74	85,18	87,62	90,06	92,50	94,94	97,38	102,26	107,14	116,90
	650 pb	80,56	82,95	85,33	87,71	90,10	92,48	94,86	99,63	104,40	113,93
	700 pb	76,50	78,78	81,05	83,33	85,61	87,88	90,16	94,72	99,27	108,38
750 pb	72,78	74,96	77,14	79,32	81,50	83,68	85,86	90,22	94,57	103,29	
800 pb	69,37	71,46	73,55	75,64	77,73	79,81	81,90	86,08	90,26	98,62	

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

- Cupones Fijos del 8,25% hasta el cuarto año = 1,05%
- Cupones Flotantes EUR3M+725pb a partir del quinto año = 5,50%

TOTAL = 6,55%

Para obtener estos resultados de valoración de estos instrumentos financieros se han utilizado métodos de simulación de curvas de tipos de interés basados en los modelos de Hull & White (ver Anexo 1) en base a los datos de mercado observados en la fecha de valoración del 12 de marzo de 2009 (ver Anexo 2).

Al objeto de verificar la idoneidad de las condiciones de esta emisión, realizaremos este mismo análisis con las emisiones de Participaciones Preferentes emitidas en el mercado español estos últimos meses y recogidas en el apartado 3.E del presente informe. Los resultados de este análisis son los que se recogen en el cuadro siguiente:

Cuadro 12: Spreads Implícitos estimados para las Emisiones de Participaciones Preferentes

Emisor	Caixa-nova	Caja Ávila	Caja Segovia	BBVA	Banco Sabadell	Banco Popular	Caixa Galicia	Caja España
Rating	A	BBB+	BBB+	AA-	A+	AA	A	A-
5 años	275	400	425	175	325	350	475	550
	pb	pb	pb	pb	pb	pb	pb	pb
Perp. con Opción	275	400	425	75 pb	275	225	475	575
Perp. sin Opción	325	425	450	125	300	250	525	655
	pb	pb	pb	pb	pb	pb	pb	pb

Nota: la fecha de estimación es el 12 de Marzo de 2009.

En base a este análisis comparable se observa que, si las emisiones analizadas no fueran ejercitadas con antelación, los diferenciales de los spreads implícitos de la posible emisión de CAJA ESPAÑA con respecto al resto de emisiones realizadas son superiores. Concretamente, con respecto a la última emisión realizada por Caixa Galicia el diferencial de spread estimado es aproximadamente 130 puntos básicos superior.

En nuestra opinión, al igual que en el análisis realizado para la TIR (ver apartado 3.E), los diferenciales obtenidos bajo este análisis comparable a partir de ese escenario pueden justificar la idoneidad de las condiciones de emisión de una posible emisión de Participaciones Preferentes a emitir por parte de CAJA ESPAÑA.

5.- Conclusiones

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

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

La validez de este análisis y sus conclusiones se encuentran supeditadas a las circunstancias de mercado descritas y a la información de mercado existente a la fecha de elaboración del presente informe (12 de marzo de 2009). Si las circunstancias de mercado cambiaran sustancialmente con respecto a lo aquí recogido, las conclusiones de este informe podrían en consecuencia variar.

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

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

Por ello, según la opinión de Solventis, la emisión prevista por CAJA ESPAÑA de Participaciones Preferentes denominadas en Euros, con vencimiento a perpetuidad y con opción de amortización anticipada a partir de los cinco años, se encontraría dentro de niveles razonables de mercado.

Anexo 1: Métodos de Valoración

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

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

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

donde,

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

R es la Tasa Interna de Rentabilidad (TIR).

n es el número total de flujos.

t_i son las fechas de pago de los flujos.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- **Modelo de Hull & White:**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

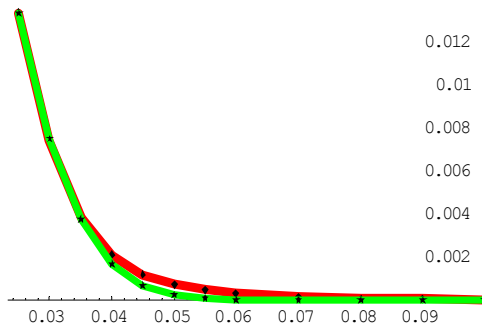
Llegado a este punto, se plantea el problema de la calibración del modelo de Hull & White. El problema consiste en hacer mínimo el sumatorio de las diferencias de valor absoluto de las valoraciones obtenidas por los modelos analíticos con las valoraciones obtenidas sobre el árbol trinomial. Las valoraciones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

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

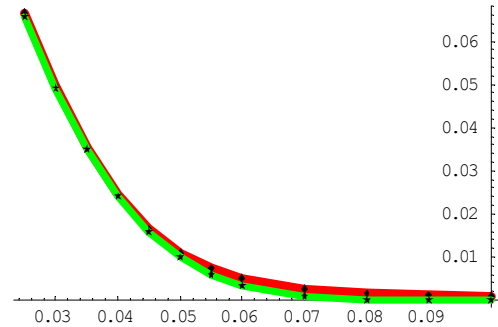
La dificultad de este proceso radica en que la minimización de la diferencia de los precios de las estructuras se debe alcanzar en términos globales, de esta manera al ajustar las variables en un determinado punto del tiempo, no sólo se tienen en cuenta las

diferencias de precios en ese punto temporal, sino que también se tienen en consideración aquellos con otra duración.

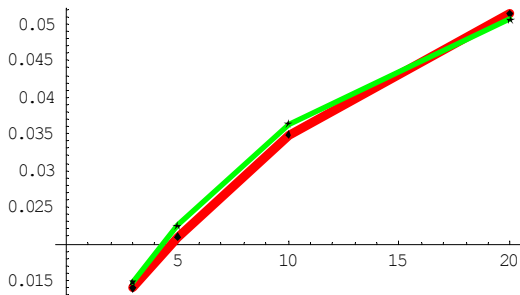
Opciones sobre Caps a 2 años



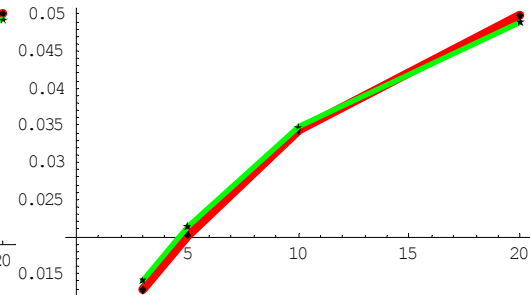
Opciones sobre Caps a 5 años



Opciones sobre Swaps a 5 años



Opciones sobre Swaps a 10 años



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

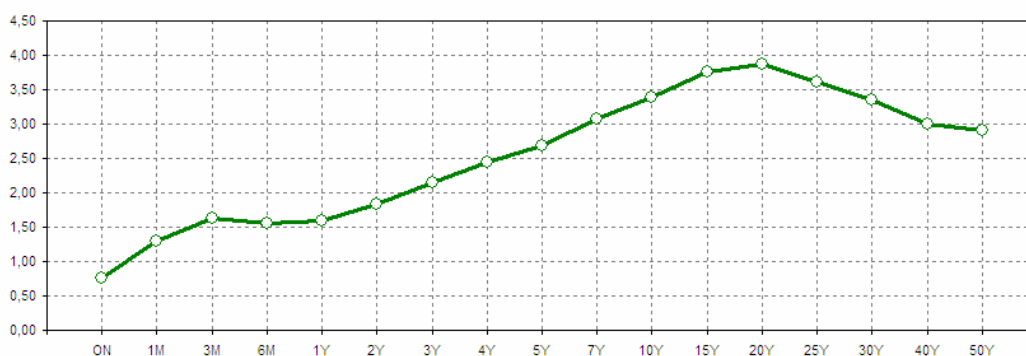
Una vez calibrado el modelo a una fecha de valoración concreta, se dispone de un árbol trinomial sobre el cuál poder construir y simular una estructura concreta de comportamiento de los tipos de interés, de forma que es posible introducir condicionales de pago complejos dentro de los flujos de pago de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

Anexo 2: Datos de Mercado Utilizados

Los parámetros de mercado utilizados para calibrar el modelo de Hull & White y para valorar los instrumentos financieros objeto del presente informe a la fecha señalada (12 de Marzo de 2009), han sido los siguientes:

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

ON	1M	3M	6M	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	25Y	30Y	40Y	50Y
0.7604	1.2879	1.6226	1.5624	1.5963	1.8297	2.1529	2.4400	2.6767	3.0659	3.3970	3.7677	3.8762	3.6116	3.3483	3.0086	2.9025



- Volatilidades Caps/Floors EUR:

Plazo \ Strike	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%	6,00%	7,00%	8,00%	9,00%
1Y	60.61	40.89	45.33	51.85	57.22	61.62	65.29	68.44	74.04
2Y	58.18	40.21	37.49	39.15	41.62	44.15	46.35	48.30	50.03
3Y	52.64	36.28	31.30	26.09	26.89	28.62	30.38	31.99	33.44
4Y	48.88	33.99	26.01	22.84	23.31	24.83	26.43	27.90	29.23
5Y	45.98	32.30	24.33	20.85	20.81	21.96	23.30	24.57	25.73
6Y	43.82	31.09	23.37	19.67	19.19	20.05	21.21	22.36	23.43
7Y	42.41	30.33	22.85	19.08	18.34	19.03	20.10	21.19	22.21
8Y	41.27	29.72	22.43	18.63	17.69	18.24	19.23	20.27	21.26
9Y	40.31	29.16	22.08	18.27	17.16	17.57	18.47	19.46	20.39
10Y	39.38	28.67	21.79	17.99	16.75	17.01	17.82	18.74	19.64
12Y	37.95	27.85	21.34	17.61	16.19	16.23	16.87	17.68	18.50
15Y	36.62	27.13	20.99	17.36	15.80	15.64	16.14	16.84	17.57
20Y	35.73	26.63	20.86	17.41	15.90	15.72	16.17	16.83	17.53

- Volatilidades de EUR Swaptions:

Opción \ Swap	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y	15Y	20Y
1M	49.49	45.45	41.46	40.19	39.47	38.55	37.98	37.60	37.38	37.53	39.16	41.58
3M	50.12	45.11	40.53	40.24	39.46	38.86	38.11	38.42	38.12	37.91	38.04	40.19
6M	47.93	41.99	36.81	36.38	35.53	35.76	35.72	35.56	35.35	35.49	35.16	37.28
1Y	36.60	33.73	31.84	30.83	30.27	30.04	29.99	29.89	29.97	30.22	29.68	31.13
2Y	27.05	24.65	23.79	23.56	23.75	24.22	24.42	24.93	25.29	25.51	24.85	26.18
3Y	22.66	21.48	20.93	21.09	21.11	21.78	21.96	22.47	22.79	23.07	22.53	24.15
4Y	19.88	19.32	19.30	19.68	19.77	20.31	20.54	20.81	21.02	21.19	21.07	22.88
5Y	18.06	18.00	18.16	18.57	18.67	19.07	19.26	19.41	19.47	19.61	19.78	21.84
7Y	16.96	16.91	17.02	17.20	17.26	17.46	17.57	17.67	17.69	17.78	18.74	21.16
10Y	15.73	15.70	15.85	15.93	16.08	16.30	16.51	16.72	16.93	17.18	19.11	21.72
15Y	15.06	15.26	15.68	16.29	17.03	17.76	18.43	19.35	20.16	20.95	23.78	26.10
20Y	20.98	22.51	23.93	25.39	26.70	27.92	28.57	29.31	29.96	30.41	31.33	32.00
25Y	31.84	32.47	32.35	32.62	32.64	33.20	33.04	33.41	33.05	32.96	31.81	31.16
30Y	31.28	31.23	30.73	30.40	30.51	30.71	30.49	30.65	30.46	30.03	28.17	27.58