

**Don FERNANDO CANOVAS ATIENZA**, en nombre y representación de la Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona ("la Caixa"), entidad con domicilio social en Barcelona, Avenida Diagonal número 621-629, con NIF número G-58899998, inscrita en el Registro Mercantil de Barcelona, al tomo 20.397 del archivo, folio 1, hoja B-5614, inscripción 1ª, así como en el Registro Especial de Cajas de Ahorro del Banco de España con el número de codificación 2.100 y en el Registro Especial de Cajas de Ahorro de la Generalitat de Cataluña con el número 1, en relación con la "Emisión de Deuda Subordinada de la Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona ("la Caixa").- enero 2009" inscrita por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en fecha 20 de enero de 2009 (de ahora en adelante la "Emisión") y ante la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES,

**CERTIFICA,**

Que, el contenido de las Condiciones Finales y del Resumen informativo de la Emisión registrados, ambos documentos, en la Comisión Nacional del Mercado de Valores en fecha 20 de enero de 2009, coincide exactamente con el que se adjunta a la presente certificación en soporte informático y,

**SOLICITA,**

La publicación del documento de Condiciones Finales de la Emisión y del Resumen informativo de la Emisión en la página Web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 22 de enero de 2009

Y PARA QUE ASÍ CONSTE, a los efectos oportunos, expido la presente certificación, en Barcelona, a 21 de enero de 2009

---

**Don Fernando Cánovas Atienza**  
**Subdirector General de Mercados**

**CONDICIONES FINALES**  
**Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona ("la Caixa")**  
**Emisión de Obligaciones Subordinadas – enero 2009**  
**2.500.000.000 euros**

**Emitida bajo el Folleto de Base de Valores no Participativos de Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona ("la Caixa"), registrado en la Comisión Nacional de Mercado de Valores el 8 de julio de 2008.**

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

Las presentes Condiciones Finales complementan el Folleto de Base de Valores no Participativos registrado en la Comisión Nacional del Mercado de valores con fecha 8 de julio de 2008 y deben leerse en conjunto con el mencionado Folleto de Base así como con el Documento de Registro inscrito en fecha 17 de abril de 2008.

## **1. PERSONAS RESPONSABLES DE LA INFORMACIÓN**

Los valores descritos en estas "Condiciones Finales" se emiten por Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona ("la Caixa"), con domicilio social en Barcelona, Avda. Diagonal 621-629, y C.I.F. número G-58 59999/8 (en adelante, el "Emisor" o la "Entidad Emisora").

D. Fernando Canovas Atienza actuando como Subdirector General en virtud del acuerdo de Consejo de Administración de fecha 18 de diciembre de 2008, y en nombre y representación de Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona (en adelante también "la Caixa", la Entidad Emisora o el Emisor), con domicilio en Avda. Diagonal 621-629 de Barcelona, asume la responsabilidad de las informaciones contenidas en estas Condiciones Finales.

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

## **2. DESCRIPCIÓN, CLASE Y CARACTERÍSTICAS DE LOS VALORES EMITIDOS**

### *- CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES*

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

La Emisión se ha realizado al amparo del Folleto de Base de Valores no Participativos del Emisor registrado en CNMV el 8 de julio de 2008, que se ha elaborado siguiendo los modelos previstos en el Reglamento (CE) nº 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004, relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en cuanto a la información contenida en los folletos, así como al formato, incorporación por referencia, publicación de dichos folletos y difusión de publicidad.

3. **Garante y naturaleza de la garantía:** No tendrá garantías reales ni de terceros. El capital y los intereses de los valores estarán garantizados por el total del patrimonio universal de Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona ("la Caixa"). Se solicitará al Banco de España la computabilidad como recursos propios.
4. **Perfil del inversor:** la Caixa ha clasificado la deuda subordinada como instrumento financiero complejo de riesgo medio.
5. **Orden de prelación:** Por las características propias de las emisiones subordinadas éstas se sitúan en caso de insuficiencia de fondos del Emisor, insolvencias o liquidación del mismo, por detrás de todos los acreedores privilegiados y comunes del Emisor y al mismo nivel que sus acreedores subordinados. Asimismo, no gozarán de preferencia en el seno de la Deuda Subordinada de la Emisora cualquiera que sea la instrumentación y fecha de dicha deuda.
6. **Naturaleza y denominación de los Valores:**
  - Emisión de Obligaciones Subordinadas de Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona ("la Caixa") – enero 2009.
  - Fungibilidad: los valores integrantes de la misma no tendrán la consideración de fungibles con otros de igual naturaleza.
7. **Divisa de la emisión:** Euros
8. **Importe nominal y efectivo de la emisión:** 2.500.000.000 Euros. Finalizado el periodo de suscripción y en caso que al término del mismo no se hubiera suscrito el importe total de la presente emisión, éste se reduciría al importe efectivamente suscrito.
9. **Importe nominal y efectivo de los valores:**1.000 Euros. **Precio de Emisión:** 100%
10. **Fecha de emisión:** 22 de enero de 2009.
11. **Comparación con otras emisiones.** A fin de evaluar si las condiciones financieras de la emisión se adecuan a las condiciones de mercado teniendo en cuenta sus características la Caixa ha obtenido la opinión de dos consultoras independientes especializadas KPMG Asesores, S.L., y Solventis cuyos informes se adjuntan como anexo a las presentes Condiciones Finales.
12. **Tipo de interés fijo y variable. Liquidaciones trimestrales**

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

Para el período comprendido entre la respectiva fecha de desembolso y el 27/02/2010 el tipo aplicable será el 5,87% nominal anual (6,00% TAE)

A partir del día 28/02/2010, un Tipo de Interés Nominal Anual, variable cada trimestre, igual al que resulte de aplicar el Euríbor a 3 meses + 2 % sobre el importe nominal de las mismas. En cualquier caso, el tipo de interés nominal

mínimo aplicable para cada uno de los trimestres será del 3,94% (TAE del 4,00%) y el máximo será del 6,35% (TAE del 6,50%.)

Períodos	Nominal Anual	TAE
Desde fecha desembolso al 27/02/2010	5,87 %	6,00%
Del 28/02/2010 al 27/02/2019	Euribor 3M + 2%, con un mínimo del 3,94% y un máximo del 6,35%	el equivalente

Los intereses devengados serán satisfechos por trimestres vencidos, los días 28 de febrero, 28 de mayo, 28 de agosto y 28 de noviembre de cada año durante la completa vigencia de la Emisión, siendo la fecha de pago del primer cupón (en este caso irregular en función de la fecha de suscripción) el 28 de febrero de 2009 y la del último cupón el 28 de febrero de 2019.

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

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

Ejemplo cálculo del primer cupón regular pagadero el día 28/05/2009 de un valor, aplicando el tipo del 5,87% nominal anual:  
(Importe Nominal 1 valor \* 5,87 %)/4

$$(1.000€ * 5,87\%) / 4 = 14,68€$$

En el supuesto del primer cupón (irregular), ver punto nº17 de las presentes Condiciones Finales.

13. Fecha de amortización final y sistema de amortización: 28 febrero 2019. A la par al vencimiento.

14. Opciones de amortización anticipada:

- Para el emisor: el emisor podrá amortizar parcial o totalmente la emisión, a la par libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España a partir del 28 de febrero de 2014 en cada una de las fechas de pago de intereses posteriores a dicha fecha. En caso de que sea amortización parcial ésta podrá realizarse, a elección del Emisor, bien mediante la disminución del valor nominal de todos los títulos emitidos, o bien mediante la amortización de aquellos títulos que “la Caixa” pueda tener en autocartera.
- Para el inversor: no existe la amortización anticipada a petición de los inversores

15. Admisión a cotización de los valores: AIAF Mercado de Renta Fija.
16. Representación de los valores: Anotaciones en Cuenta gestionadas por Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, IBERCLEAR, sita en c/ Plaza de la Lealtad, 1 28014, Madrid.

*- TIPO DE INTERÉS Y AMORTIZACIÓN*

17. Tipo de interés variable: Euribor3M. Pagadero trimestralmente.

- (i) Se tomará como referencia el tipo de interés EURIBOR3M. Para cada período de 3 meses, que comienza el día 28 de los meses de febrero, mayo, agosto y noviembre de cada año a partir de 28 de febrero de 2010 será el publicado en la pantalla Reuters, página EURIBOR= (o la que le pudiera sustituir) a las 11 horas de la mañana de Bruselas del segundo día hábil anterior a las mencionadas fechas. El tipo Euríbor indicado tiene fecha valor correspondiente al segundo día hábil siguiente al de cálculo y difusión. La cifra resultante se redondeará al alza al quinto decimal si fuera necesario (0,00005).

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

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

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

Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.  
J.P. Morgan Chase & Co. (Londres)  
Banco Santander Central Hispano  
Caja Madrid

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

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

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

- Cupón Irregular:

Para el período comprendido entre la respectiva Fecha de desembolso y el 27 de febrero de 2009, el tipo aplicable será el 5,87% nominal anual (6,00% TAE) liquidándose el día 28/02/2009.

La fórmula utilizada para el cálculo del primer cupón (pagadero el día 28/02/2009) es la que sigue:

Cupón Irregular del día 28/02/2009: "Ic" \* (d/D)

siendo:

"Ic":  $Ic = (1.000€ * 5,87\%) / 4 = 14,68€$  (teórico regular)

"d": Días transcurridos desde la fecha de suscripción hasta el día 28/02/2009, exclusive.

"D": Días naturales del trimestre objeto de liquidación.

Haciendo finalmente:  $14,68€ * d/D =$  Cupón irregular 28/02/2009

Ejemplo del cupón irregular correspondiente si la suscripción fuese realizada el día 10/02/2009:

se calcularía el teórico cupón regular:  $(1.000€ * 5,87\%) / 4 = 14,68€$ .

Siendo el cupón irregular:  $14,68 * (18/92) = 2,87€$

Euribor 3M diario de los últimos 3 meses hasta la fecha 15/01/2009

FECHA	EUR 3M	FECHA	EUR 3M	FECHA	EUR 3M
01/10/2008	5,291	03/11/2008	4,733	01/12/2008	3,816
02/10/2008	5,330	04/11/2008	4,700	02/12/2008	3,786
03/10/2008	5,339	05/11/2008	4,663	03/12/2008	3,743
06/10/2008	5,345	06/11/2008	4,592	04/12/2008	3,669
07/10/2008	5,377	07/11/2008	4,474	05/12/2008	3,563
08/10/2008	5,393	10/11/2008	4,406	08/12/2008	3,488
09/10/2008	5,393	11/11/2008	4,343	09/12/2008	3,428
10/10/2008	5,381	12/11/2008	4,286	10/12/2008	3,376
13/10/2008	5,318	13/11/2008	4,245	11/12/2008	3,329
14/10/2008	5,235	14/11/2008	4,223	12/12/2008	3,282
15/10/2008	5,168	17/11/2008	4,191	15/12/2008	3,243
16/10/2008	5,090	18/11/2008	4,153	16/12/2008	3,204
17/10/2008	5,045	19/11/2008	4,120	17/12/2008	3,155
20/10/2008	5,000	20/11/2008	4,076	18/12/2008	3,125
21/10/2008	4,968	21/11/2008	4,021	19/12/2008	3,082
22/10/2008	4,936	24/11/2008	3,970	22/12/2008	3,053
23/10/2008	4,921	25/11/2008	3,937	23/12/2008	3,019
24/10/2008	4,918	26/11/2008	3,901	24/12/2008	2,991
27/10/2008	4,912	27/11/2008	3,879	29/12/2008	2,973
28/10/2008	4,860	28/11/2008	3,853	30/12/2008	2,928

29/10/2008	4,827
30/10/2008	4,794
31/10/2008	4,760

31/12/2008	2,892
02/01/2009	2,859
05/01/2009	2,822
06/01/2009	2,797
07/01/2009	2,762
08/01/2009	2,729
09/01/2009	2,692
12/01/2009	2,653
13/01/2009	2,612
14/01/2009	2,572
15/01/2009	2,510

*- RATING*

18. Rating definitivo de la Emisión: Standard & Poor's: [A+]  
Fitch: [A+]  
Moody's: [Aa2]

*- DISTRIBUCIÓN Y COLOCACIÓN*

19. Colectivo de Potenciales Suscriptores a los que se dirige la emisión: Público en General.

20. Importe mínimo de Suscripción: 30.000 EUROS.

21. Período de Suscripción: del 22 de enero de 2009 al 27 de febrero de 2009. Sin perjuicio de que se pudiera cerrar anticipadamente en el caso de suscripción total.

22. Tramitación de la suscripción: Directamente a través del Emisor.- El periodo de suscripción comenzará a las 8:30 horas de los dos días hábiles siguientes al registro de la emisión en la CNMV y finalizará el 27 de febrero de 2009, sin perjuicio de que se pueda cerrar anticipadamente en caso de suscripción total. La suscripción de los valores se realizará a través de la red de oficinas del Emisor.

La Caixa aplicará de forma rigurosa la normativa MIFID, por aplicación de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley del Mercado de Valores y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, a través de las diferentes políticas y procedimientos internos definidos 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.

La Caixa ha clasificado la deuda subordinada como instrumento financiero complejo. De acuerdo con dicha clasificación la Caixa con anterioridad a la contratación evaluará si el producto ofrecido es adecuado para él según su conocimiento y experiencia, mediante la cumplimentación del test de conveniencia, asimismo, y en el supuesto de que el cliente contrate deuda subordinada como consecuencia del servicio de asesoramiento financiero también se realizará el test de idoneidad.

Durante el periodo de suscripción "la Caixa" informará a los clientes que, de conformidad con la normativa vigente está a su disposición tanto el Folleto

Base de Valores no Participativos registrado en CNMV el 8 de julio de 2008, así como las Condiciones Finales y el Resumen de la emisión de "Deuda Subordinada de la Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona "la Caixa"- enero 2009, donde se describe la Emisión. Igualmente se hará entrega al cliente del Resumen informativo inscrito en CNMV. El Resumen deberá ser firmado por el cliente con anterioridad a la contratación de la emisión, adicionalmente se archivarán en la sucursal una copia de la orden de suscripción y del Resumen informativo firmados por el cliente.

23. Procedimiento de adjudicación y colocación de los valores: Orden cronológico.
24. Descripción de la suscripción: La orden de suscripción será irrevocable una vez suscrita, aceptada y firmada.
25. Fecha de Desembolso: El desembolso se realizará en el momento de la suscripción mediante adeudo en la cuenta a la vista abierta o que tenga abierta a nombre del suscriptor en la Caixa.
26. Precio del Servicio:
  - No existen comisiones en el momento de suscribir o comprar la deuda subordinada.
  - No hay ningún tipo de comisión de depositaría por el hecho de mantener la deuda subordinada en un expediente de "la Caixa".
  - Únicamente se aplicará la comisión de mantenimiento y de administración del depósito a la vista asociado: se aplicarán las tarifas vigentes en cada momento.
  - Por la venta de títulos en el mercado secundario: se aplicarán las tarifas vigentes en cada momento.
27. Entidades Directoras N/A
28. Entidades Aseguradoras N/A
29. Entidades Colocadoras: Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona ("la Caixa") a través de su red de oficinas.
30. Entidades Coordinadoras: N.A.
31. Entidades de Contrapartida y Obligaciones de Liquidez: Las obligaciones emitidas al amparo de la Emisión serán admitidas a negociación en AIAF Mercado de Renta Fija. Sin embargo, no es posible garantizar que vaya a producirse una negociación activa en el mercado, así como tampoco el desarrollo o liquidez de los mercados de negociación para esta emisión.  
  
No se designará ninguna entidad de liquidez para esta emisión. "la Caixa" no está obligada a ofrecer liquidez en el mercado secundario.
32. Restricciones de venta o a la libre circulación de los valores: No existen restricciones de venta o a libre circulación de los valores.
33. Representación de los inversores: Sindicato de Obligacionistas.
34. TIR para el tomador de los valores: TIR=5,05%

Para el cálculo de la TIR del tomador, se ha considerado que la emisión se ha desembolsado íntegramente el día 22 de enero 2009 y que se mantiene hasta el vencimiento el 28 de febrero de 2019. Desde esta fecha hasta el 27/02/2010 se calcula al tipo de interés nominal del 5,87%. Como se desconoce cuál va a

ser la evolución de los tipos de interés Euribor3M para los próximos 9 años a partir del 28/02/10, a efectos de este ejemplo se ha supuesto un tipo constante para toda la vida de la emisión. Como referencia se ha tomado el Euribor 3M a día 15/01/2009 siendo Euribor3M=2,510% + 2%.

FECHA	TIPOS INTERÉS	DESEMBOLSO	AMORTIZACIÓN	CUPONES	FLUJOS TOTALES
22/01/2009		-1.000 €			-1.000 €
28/02/2009	5,87%			5,90	5,90
28/05/2009	5,87%			14,68	14,68
28/08/2009	5,87%			14,68	14,68
28/11/2009	5,87%			14,68	14,68
28/02/2010	5,87%			14,68	14,68
28/05/2010	4,510%			11,28	11,28
28/08/2010	4,510%			11,28	11,28
28/11/2010	4,510%			11,28	11,28
28/02/2011	4,510%			11,28	11,28
28/05/2011	4,510%			11,28	11,28
28/08/2011	4,510%			11,28	11,28
28/11/2011	4,510%			11,28	11,28
28/02/2012	4,510%			11,28	11,28
28/05/2012	4,510%			11,28	11,28
28/08/2012	4,510%			11,28	11,28
28/11/2012	4,510%			11,28	11,28
28/02/2013	4,510%			11,28	11,28
28/05/2013	4,510%			11,28	11,28
28/08/2013	4,510%			11,28	11,28
28/11/2013	4,510%			11,28	11,28
28/02/2014	4,510%			11,28	11,28
28/05/2014	4,510%			11,28	11,28
28/08/2014	4,510%			11,28	11,28
28/11/2014	4,510%			11,28	11,28
28/02/2015	4,510%			11,28	11,28
28/05/2015	4,510%			11,28	11,28
28/08/2015	4,510%			11,28	11,28
28/11/2015	4,510%			11,28	11,28
28/02/2016	4,510%			11,28	11,28
28/05/2016	4,510%			11,28	11,28
28/08/2016	4,510%			11,28	11,28
28/11/2016	4,510%			11,28	11,28
28/02/2017	4,510%			11,28	11,28
28/05/2017	4,510%			11,28	11,28
28/08/2017	4,510%			11,28	11,28
28/11/2018	4,510%			11,28	11,28
28/02/2018	4,510%			11,28	11,28
28/05/2018	4,510%			11,28	11,28
28/08/2018	4,510%			11,28	11,28
28/11/2018	4,510%			11,28	11,28
28/02/2019	4,510%		1.000 €	11,28	1.011,28

Fórmula TIR:

$$1.000\text{€} = \frac{5,90\text{€}}{(1+I_4)^{\frac{37}{92}}} + \frac{14,68\text{€}}{(1+I_4)^{1,40217}} + \frac{14,68\text{€}}{(1+I_4)^{2,40217}} + \frac{14,68\text{€}}{(1+I_4)^{3,40217}} + \frac{14,68\text{€}}{(1+I_4)^{4,40217}} + \frac{11,28\text{€}}{(1+I_4)^{5,40217}} + \dots + \frac{1.011,28\text{€}}{(1+I_4)^{40,40217}}$$

$$TIR_{\text{anualizada}} = (1+I_4)^4 - 1$$

Siendo la TIR anualizada:  $(1+I_4)^4 - 1 = 5,05\%$

35. Interés efectivo previsto para el emisor TIR anualizada: 5,05%

Los gastos de emisión estimados (publicidad, tasas de CNMV, Iberclear y AIAF,...) ascienden aproximadamente a 40.000€

Para la emisión de 2.500.000.000€, la TIR anualizada sería 5,05% siendo la fórmula (flujos en millones de €):

TIR:

$$2.499,96\text{€} = \frac{14,76\text{€}}{(1+I_4)^{\frac{37}{92}}} + \frac{36,69\text{€}}{(1+I_4)^{1,40217}} + \frac{36,69\text{€}}{(1+I_4)^{2,40217}} + \frac{36,69\text{€}}{(1+I_4)^{3,40217}} + \frac{36,69\text{€}}{(1+I_4)^{4,40217}} + \frac{28,19\text{€}}{(1+I_4)^{5,40217}} + \dots + \frac{2.528,19\text{€}}{(1+I_4)^{40,40217}}$$

Siendo la TIR anualizada:  $(1+I_4)^4 - 1 = 5,05\%$

En caso de amortización anticipada de la emisión por la Caixa en fecha 28 de febrero del 2014, el cálculo de la TIR será el siguiente (se han realizado los cálculos bajo los mismos supuestos anteriores):

FECHA	TIPOS INTERÉS	DESEMBOLSO	AMORTIZACIÓN	CUPONES	FLUJOS TOTALES
22/01/2009		-1.000 €			-1.000 €
28/02/2009	5,87%			5,90	5,90
28/05/2009	5,87%			14,68	14,68
28/08/2009	5,87%			14,68	14,68
28/11/2009	5,87%			14,68	14,68
28/02/2010	5,87%			14,68	14,68
28/05/2010	4,510%			11,28	11,28
28/08/2010	4,510%			11,28	11,28
28/11/2010	4,510%			11,28	11,28

28/02/2011	4,510%			11,28	11,28
28/05/2011	4,510%			11,28	11,28
28/08/2011	4,510%			11,28	11,28
28/11/2011	4,510%			11,28	11,28
28/02/2012	4,510%			11,28	11,28
28/05/2012	4,510%			11,28	11,28
28/08/2012	4,510%			11,28	11,28
28/11/2012	4,510%			11,28	11,28
28/02/2013	4,510%			11,28	11,28
28/05/2013	4,510%			11,28	11,28
28/08/2013	4,510%			11,28	11,28
28/11/2013	4,510%			11,28	11,28
28/02/2014	4,510%		1.000	11,28	1.011,28

Fórmula TIR:

$$1.000\text{€} = \frac{5,90\text{€}}{(1+I_4)^{\frac{37}{92}}} + \frac{14,68\text{€}}{(1+I_4)^{1,40217}} + \frac{14,68\text{€}}{(1+I_4)^{2,40217}} + \frac{14,68\text{€}}{(1+I_4)^{3,40217}} + \frac{14,68\text{€}}{(1+I_4)^{4,40217}} + \frac{11,28\text{€}}{(1+I_4)^{5,40217}} + \dots + \frac{1.011,28\text{€}}{(1+I_4)^{20,40217}}$$

$$TIR_{\text{anualizada}} = (1+I_4)^4 - 1$$

Siendo la TIR anualizada:  $(1+I_4)^4 - 1 = 5,12\%$

### INFORMACIÓN OPERATIVA DE LOS VALORES

36. Agente de Pagos: Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona ("la Caixa")
37. Calendario relevante para el pago de los flujos establecidos en la emisión: TARGET.
38. Régimen fiscal: Las rentas de los valores estarán sujetas a tributación de acuerdo con la legislación fiscal aplicable en cada momento. Dicho régimen fiscal se encuentra detallado en el Folleto de Base de Valores no Participativos de "la Caixa" registrado en la CNMV el 8 de julio de 2008.

### 3. ACUERDOS DE EMISIÓN DE LOS VALORES Y DE CONSTITUCIÓN DEL SINDICATO DE TENEDORES DE CEDULAS.

De conformidad con el epígrafe 4.10 del Folleto de Base al amparo del que se realiza la presente emisión de valores y según las reglas y Estatutos previstos en él en relación con la constitución del Sindicato de Obligacionistas, para la presente emisión de valores se ha procedido a la constitución del Sindicato de Obligacionistas denominado "Sindicato de Obligacionistas de la Emisión de Obligaciones Subordinadas de Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona ("la Caixa") – enero 2009" cuya dirección se fija a estos efectos en Gran Vía Carlos III, nº 84, 5º, 08028, Barcelona.

De la misma forma, se ha nombrado Comisario del Sindicato de Obligacionistas a D. José Antonio Sánchez Molina quien tendrá las facultades que le atribuyen los

Estatutos incluidos como Anexo a las presentes Condiciones Finales y que ha aceptado el cargo.

Acuerdos de emisión de los valores:

- Asamblea General Ordinaria de la Caixa d' Estalvis i Pensions de Barcelona de fecha 24 de abril de 2008.
- Consejo de Administración de 24 de abril de 2008 por el que se delegan facultades a la Comisión Ejecutiva.
- Comisión Ejecutiva de fecha 8 de mayo de 2008 aprobando el Folleto de Base hasta 25.000.000.000 Euros.
- Consejo de Administración de fecha 18 de diciembre de 2008 aprobando la emisión.

#### **4. ACUERDOS DE ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN**

Dado que los suscriptores desembolsarán el importe de los valores en el momento de la suscripción, los valores no serán homogéneos hasta el pago del cupón irregular, por lo que se solicitará la admisión a negociación de los valores descritos en las presentes "Condiciones Finales" en AIAF Mercado de Renta Fija con posterioridad a la fecha de pago del cupón irregular (28 de febrero de 2009) y se asegura su cotización en un plazo inferior a un mes desde dicha fecha.

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

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

#### **5. REGLAMENTO DEL SINDICATO DE OBLIGACIONISTAS**

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

#### **6.- COMPARACION CON OTRAS EMISIONES**

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

Barcelona, a 16 de enero de 2009

Firmado en representación del emisor:

---

Don Fernando Cánovas Atienza

Barcelona, 15 de Enero de 2009

**CAIXA D'ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA**

D. Fernando Cánovas Atienza  
Avda. Diagonal 621-629, T.I.P. 13  
08028 Barcelona

Apreciado Sr. Cánovas:

Por la presente, le remitimos el informe de emisión y valoración de la posible próxima Emisión de Deuda Subordinada de Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona al objeto de contrastar las condiciones de mercado existentes.

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

Mientras tanto, aprovecho la ocasión para saludarle.



Guillermo Alfaro Bau  
Socio-Director  
Solventis

**INFORME DE EMISIÓN Y VALORACIÓN DE  
EMISIÓN DE DEUDA SUBORDINADA  
CAIXA D'ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA**

**Valorador:** 

**Fecha Informe:** 15 de Enero de 2009

<b>Índice</b>	<b>Pág.</b>
1.- Introducción .....	2
A. Objeto del Informe. ....	2
B. Capacidad e Independencia de Solventis.....	2
2.- Descripción de la Emisión de Deuda Subordinada .....	3
3.- Análisis del Mercado por Tipología de Emisión y Emisor.....	5
A. Tipos de Emisiones .....	5
B. Descripción del Emisor y de sus Emisiones de Renta Fija.....	6
C. Mercado Primario de Deuda Simple .....	8
D. Mercado Primario de Deuda Subordinada.....	9
E. Mercado Secundario de Deuda Simple y Subordinada .....	10
4.- Análisis de las Condiciones de la Emisión de Deuda Subordinada .....	13
5.- Conclusiones .....	14

## **1.- Introducción**

El presente informe ha sido elaborado por Solventis, a petición de Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona (en adelante "LA CAIXA"), a partir de la información suministrada y del análisis del documento siguiente:

- "Folleto de Base de Valores No Participativos (junio 2008)" inscrito en la CNMV con fecha 8 de julio de 2008.

### **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 nueva emisión de Deuda Subordinada prevista por LA CAIXA para su distribución a clientela minorista 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 LA CAIXA, o para su presentación a la CNMV y su mención en la nota de valores, sin que pueda utilizarse para ninguna otra intención.

### **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 LA CAIXA que los necesarios para el desarrollo del presente informe. Así, afirmamos que:

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

## **2.- Descripción de la Emisión de Deuda Subordinada**

Las características de la Emisión de Deuda a analizar, al amparo del Folleto de Base de Valores No Participativos inscrito por LA CAIXA ante la CNMV con fecha 8 de julio de 2008, son los siguientes:

- Emisor: Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona
- Rating del Emisor: Corto plazo: S&P A1+ / Fitch F1+ / Moody's P-1  
Largo plazo: S&P AA- / Fitch AA- / Moody's Aa1
- Garante y naturaleza de la garantía: Por las características propias de las emisiones subordinadas, en cuanto al orden de prelación de créditos, esta emisión se sitúa después de todos los acreedores comunes de la Entidad, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 12.1 h) del Real Decreto 216/2008 de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras. No goza de preferencia en el seno de la Deuda Subordinada del Emisor, cualquiera que sea la instrumentación y fecha de la deuda.
- Naturaleza de los Valores: Deuda Subordinada.
- Divisa de la Emisión: EUR
- Importe Nominal: 2.500.000.000 Euros
- Número de Valores: -
- Precio de Emisión: 100%
- Fecha de Emisión: -
- Tipo de Interés: Tipo Fijo y Tipo Variable (a determinar).
- Cupón: 6,00% nominal anual, durante el 1<sup>er</sup> año.  
Tipo Euribor a tres meses más un diferencial del 2,00%, desde el segundo año hasta el décimo año, siempre que el Emisor no ejerciese su derecho de amortización anticipada.  
En cualquier caso, el tipo de interés resultante no podrá ser inferior al 4,00% anual, ni superior al 6,50% anual. En caso de ser el tipo anual resultante inferior al 4,00% en algún período, la Emisión devengará en dicho período el 4,00% anual y en el caso de ser el tipo anual resultante

superior al 6,50% en algún período, la Emisión devengará en dicho período el 6,50% anual.

La fijación del tipo de interés será a las 11:00 horas de dos días hábiles TARGET antes de la fecha de inicio de cada periodo de interés.

- Base Cálculo Intereses: Act/365
- Fechas de pago de los cupones: Los intereses se liquidarán por trimestres vencidos en aquellos días del ciclo trimestral que finalmente se establezcan.
- Fecha de Amortización: Diez años desde la fecha de emisión.
- Sistema de Amortización: A la par al vencimiento o en la fecha de amortización anticipada correspondiente.
- Amortización anticipada: Opción de Amortización anticipada del emisor a partir del quinto año desde la fecha de emisión y en cada una de las fechas de pago de intereses posteriores a dicha fecha, previa autorización del Banco de España.
- Colectivo a los que se dirige la emisión: La totalidad para inversores minoristas.
- Rating de la Emisión: S&P A+ / Moody's Aa2
- ISIN: -

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

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

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

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

## 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:

LA CAIXA es una de las mayores Cajas de Ahorros Españolas. LA CAIXA es una entidad financiera sólida, respaldada por las principales agencias de calificación crediticia que le otorgan niveles de "rating" de Aa1, según Moody's, AA- según Fitch y AA- según Standard & Poor's.

Estos niveles de "rating" son semejantes a los de otras Cajas de Ahorros como Caja Madrid y Entidades Bancarias como BBVA, Deutsche Bank, Société Générale o Credit Suisse, entre otras.

En la actualidad, LA CAIXA tiene emitidas las siguientes referencias de renta fija:

### – Bonos Simples:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0314970056	22-dic-06	22-dic-08	Variable	5,021	nd	500.000.000,00
ES0314970064	26-ene-07	26-ene-09	Variable	4,931	nd	500.000.000,00
ES0314970015	02-mar-06	02-mar-09	Variable	3,883	nd	500.000.000,00
ES0314970072	13-abr-07	13-abr-09	Variable	5,393	77,11	500.000.000,00
ES0314970080	29-may-07	29-may-09	Variable	5,065	72,06	150.000.000,00
ES0314970031	20-nov-06	20-nov-09	Variable	4,178	nd	1.000.000.000,00
						<b>3.150.000.000,00</b>

### – Obligaciones Subordinadas:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0214970024	04-oct-99	04-oct-09	Fijo	5,840	nd	1.000.000.000,00
ES0214970032	30-oct-01	10-oct-11	Variable	5,202	nd	1.500.000.000,00
ES0214970040	12-abr-02	12-abr-12	Variable	4,444	nd	357.563.290,00
ES0214970057	22-jul-02	22-jul-12	Variable	5,202	nd	180.000.000,00
						<b>3.037.563.290,00</b>

### – Cédulas Territoriales:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0414970311	13-sep-06	13-sep-11	Fijo	3,750	118,577	1.500.000.000,00
ES0414970436	28-feb-08	28-feb-13	Variable	5,293	91,447	200.000.000,00
						<b>1.700.000.000,00</b>

– Cédulas Hipotecarias:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0414970170	04-mar-03	04-mar-10	Fijo	3,500	nd	2.500.000.000,00
ES0414970139	05-abr-01	05-abr-11	Fijo	5,250	77,225	2.250.000.000,00
ES0414970444	09-may-08	09-may-11	Variable	4,692	168,038	1.500.000.000,00
ES0414970428	30-mar-08	30-mar-12	Variable	5,242	90,864	1.000.000.000,00
ES0414970162	21-nov-02	21-nov-12	Fijo	4,500	51,396	1.500.000.000,00
ES0414970287	22-jun-06	20-jun-13	Variable	3,204	92,572	100.000.000,00
ES0414970279	30-jun-06	20-ago-13	Variable	4,158	92,277	150.000.000,00
ES0414970329	18-oct-06	18-oct-13	Variable	5,110	91,947	100.000.000,00
ES0414970188	31-oct-03	31-oct-13	Fijo	4,250	57,165	2.000.000.000,00
ES0414970386	30-mar-07	20-jun-14	Variable	3,214	91,300	68.000.000,00
ES0414970238	18-ene-06	30-jun-14	Fijo	3,375	134,931	2.500.000.000,00
ES0414970212	05-oct-05	05-oct-15	Fijo	3,250	100,406	2.500.000.000,00
ES0414970261	16-jun-06	16-jun-16	Variable	3,342	99,869	150.000.000,00
ES0414970253	20-abr-06	30-jun-16	Variable	5,242	nd	1.000.000.000,00
ES0414970337	17-oct-06	30-sep-16	Variable	3,304	nd	1.000.000.000,00
ES0414970345	28-nov-06	28-nov-16	Variable	3,961	106,950	250.000.000,00
ES0414970295	28-jun-06	26-ene-17	Fijo	4,250	83,189	2.000.000.000,00
ES0414970378	30-mar-07	20-mar-17	Variable	3,249	115,422	227.500.000,00
ES0414970410	13-jul-07	20-mar-17	Variable	3,249	115,400	25.000.000,00
ES0414970360	23-mar-07	23-mar-17	Variable	3,254	122,561	400.000.000,00
ES0414970352	07-feb-07	30-mar-17	Variable	3,204	123,844	1.000.000.000,00
ES0414970394	29-jun-07	30-sep-17	Variable	5,219	nd	1.500.000.000,00
ES0414970220	09-ene-06	09-ene-18	Variable	5,452	125,334	1.000.000.000,00
ES0414970196	31-oct-03	31-oct-18	Fijo	4,750	60,933	1.000.000.000,00
ES0414970402	04-jun-07	04-jun-19	Fijo	4,625	133,122	2.500.000.000,00
ES0414970246	18-ene-06	18-ene-21	Fijo	3,625	124,152	2.500.000.000,00
ES0414970303	28-jun-06	26-ene-22	Fijo	4,500	129,864	1.000.000.000,00
ES0414970204	17-feb-05	17-feb-25	Fijo	3,875	nd	2.500.000.000,00
ES0414970451	13-jun-08	13-jun-38	Fijo	5,432	108,980	100.000.000,00
						<b>34.320.500.000,00</b>

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

1. Todas las emisiones de Bonos Simples vencen en un plazo inferior a 12 meses.
2. Las emisiones de Obligaciones Subordinadas vivas tienen una duración máxima de tres años y medio.
3. Las emisiones de Obligaciones Subordinadas no tienen un mercado secundario activo que permitan establecer niveles de spreads implícitos para una nueva emisión a un plazo de 10 años.

Con esta estructura de emisiones de renta fija tampoco se tendrán en cuenta, para este análisis, aquellas referencias que puedan estar visualizándose en mercados derivados de crédito sobre emisiones de LA CAIXA (ej. Credit Default Swaps).

## C. Mercado Primario de Deuda Simple:

Diferentes entidades financieras han acudido, en los últimos meses, al mercado primario de Deuda Simple para atender sus necesidades de financiación. A modo indicativo, en el cuadro siguiente se recogen algunas de las emisiones realizadas (importes nominales superiores a los 1.000M):

**Cuadro 1: 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
FR0010709097	HSBC	AA	Tipo Fijo 4,875	1.500M	15/01/2014	175pb
XS0408165008	Unicredito	A+	Tipo Fijo 5,250	1.000M	14/01/2014	210pb
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

\* Rating del Emisor en la fecha de emisión

Fuente: Elaboración Propia

Si analizamos estas emisiones de Deuda Simple efectuadas en los últimos meses del año 2008, nos indican que aquellas Entidades Financieras con un rating equivalente al de LA CAIXA (S&P AA- / Fitch AA- / Moodys Aa1) han estado emitiendo con unos diferenciales entre los 150pb y los 210pb.

Sin embargo, para poder determinar las condiciones de mercado en las que debería efectuarse una emisión como la del objeto del presente informe, será necesario efectuar también un análisis de la profundidad del mercado primario de Deuda Subordinada 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 Simple con respecto a las emisiones de Deuda Subordinada.

## D. Mercado Primario de Deuda Subordinada:

En el año 2008 en España únicamente se han colocado cinco emisiones de Obligaciones Subordinadas:

**Cuadro 2: Emisiones de Obligaciones Subordinadas del Mercado Primario (2008)**

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

\* 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, las emisiones de Obligaciones Subordinadas realizadas nos indican que aquellas Entidades Financieras con un rating equivalente al de LA CAIXA (S&P AA- / Fitch AA- / Moodys Aa1) han estado emitiendo con unos diferenciales entre los 150pb y los 200pb. Y que emisores con una calidad crediticia inferior (A-) han efectuado sus colocaciones con unos diferenciales entre los 200pb y los 250pb.

En el gráfico siguiente, se refleja el momento en el cuál se han efectuado las colocaciones de estas cinco 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 1: Evolución Spreads CDS a 5 años Genéricos para Emisiones Subordinadas de Entidades Financieras Europeas**



En nuestra opinión, el mercado primario no resulta lo suficientemente amplio como para reflejar por sí mismo la situación de mercado que sirva de referencia a la emisión objeto de análisis en este informe. Por ello, se hace necesario complementarlo recurriendo a la información que nos proporcione el mercado secundario de obligaciones subordinadas.

## E. Mercado Secundario de Deuda Simple y Subordinada:

En la situación de mercado actual, al igual que en el mercado primario de emisiones, se observa que el mercado secundario de Deuda Subordinada agudece de una falta significativa de liquidez. Por ello, no es posible observar del mercado, de forma directa, referencias que nos permitan determinar las condiciones de mercado de una emisión como la que estamos analizando.

A modo de ejemplo, en el Cuadro 3 siguiente se recogen los spreads implícitos de algunas referencias de obligaciones subordinadas emitidas por entidades financieras españolas. Como se puede observar, los rangos de spreads implícitos para algunas emisiones son muy amplios.

**Cuadro 3: Emisiones de Obligaciones Subordinadas en Mercado Secundario**

ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
ES0213495007	Banco Santander	AA	28/09/2016	146 - 162
ES0214100002	Bilbao Bizkaia Kutxa	A+	28/09/2015	201 - 262
ES0214950182	Caja Madrid	A+	26/02/2028	198 - 218
ES0214950141	Caja Madrid	A+	01/03/2018	309 - 342
ES0214954150	Ibercaja	A+	25/04/2019	241 - 298
ES0213860036	Banco Sabadell	A+	25/05/2016	275 - 384
ES0214977078	Bancaja	A	29/11/2018	385 - 472

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 simples emitidas por entidades españolas con “ratings” similares a los de LA CAIXA (ver cuadro 4). Si bien el mercado cotiza estas referencias con unos diferenciales más cerrados, no es posible tampoco obtener referencias de mercado válidas para todas las emisiones de deuda emitidas en el mercado español.

**Cuadro 4: Emisiones de Bonos Simples del Mercado Secundario Español**

ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
ES0313211213	BBVA	AA-	22/06/2011	143,70
ES0314950306	Caja Madrid	A+	26/06/2012	159,30
ES0313860092	Banco Sabadell	A+	20/09/2010	182,10
ES0313679443	Bankinter	A+	21/06/2012	260,25

Fuente: Tradeweb y Bloomberg

Por todo ello, en nuestra opinión, sería necesario utilizar otro tipo de referencias cotizadas en mercado que nos permitieran determinar las condiciones aproximadas del mercado de Deuda Subordinada. En este sentido, es posible analizar el mercado europeo de emisiones de Deuda “Senior” y Obligaciones Subordinadas 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 30 Entidades Financieras Europeas nos permiten obtener la siguiente información (ver Gráfico 2 y 3):

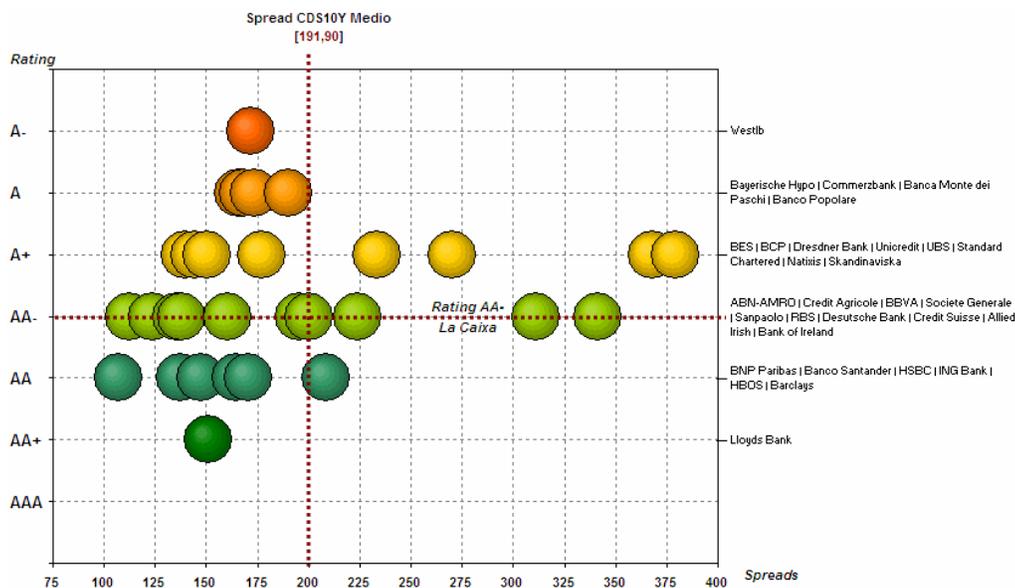
- Los diferenciales promedio entre los spreads crediticios de la Deuda “Senior” y la Deuda Subordinada son de 58,43 pb.
- El spread crediticio medio de los CDS a 10 años para las emisiones de Deuda Subordinada se encuentra en los 191,90 pb.

**Gráfico 2: Diferencias entre Spreads CDS a 10 años de Emisiones Subordinadas y Emisiones Senior de Entidades Financieras Europeas**



Fuente: Elaboración Propia y CMA

**Gráfico 3: Spreads CDS a 10 años para Emisiones Subordinadas**



Fuente: Elaboración Propia y CMA

Con todo esto podría considerarse que una emisión de LA CAIXA de Deuda Subordinada a 10 años estaría cotizando en mercado con un spread implícito entorno a los 200 pb.

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

En base a las condiciones de la Emisión de Deuda Subordinada descritas en el apartado 2 de este documento y de las condiciones de mercado estimadas en apartado anterior, se puede estimar el spread sobre el tipo Euribor a tres meses de la emisión (ver cuadro 5).

**Cuadro 5: Precio Teórico Emisión en función Spread Emisión vs. Spread Implícito**  
(excluyendo el valor de cancelación anticipada)

15/12/2008		Spread Emisión (sobre EUR3M   Cap 6,50%   Floor 4,00%)														
		0,00	0,25	0,50	0,75	1,00	1,25	1,50	1,75	2,00	2,25	2,50	2,75	3,00	3,25	3,50
Spread Crediticio Emisor	0 pb	105,33	106,31	107,38	108,52	109,72	110,98	112,27	113,58	114,88	116,15	117,37	118,52	119,58	120,55	121,42
	25 pb	103,19	104,16	105,21	106,34	107,53	108,77	110,05	111,34	112,63	113,89	115,09	116,24	117,29	118,25	119,11
	50 pb	101,09	102,05	103,10	104,21	105,38	106,62	107,88	109,16	110,43	111,68	112,87	114,00	115,05	116,00	116,85
	75 pb	99,04	99,99	101,03	102,12	103,29	104,51	105,75	107,02	108,28	109,52	110,70	111,82	112,85	113,80	114,64
	100 pb	97,04	97,98	99,00	100,09	101,24	102,45	103,68	104,93	106,18	107,40	108,58	109,69	110,71	111,65	112,48
	125 pb	95,09	96,02	97,03	98,10	99,24	100,43	101,65	102,89	104,13	105,34	106,50	107,60	108,62	109,54	110,37
	150 pb	93,18	94,10	95,09	96,15	97,28	98,46	99,67	100,90	102,12	103,32	104,47	105,56	106,57	107,49	108,31
	175 pb	91,31	92,22	93,21	94,25	95,37	96,54	97,73	98,95	100,16	101,35	102,49	103,57	104,56	105,48	106,30
	200 pb	89,49	90,39	91,36	92,40	93,50	94,66	95,84	97,04	98,24	99,42	100,55	101,62	102,61	103,51	104,32
	225 pb	87,71	88,59	89,56	90,58	91,67	92,82	93,99	95,18	96,37	97,53	98,65	99,71	100,69	101,59	102,39
	250 pb	85,97	86,84	87,80	88,81	89,89	91,02	92,18	93,36	94,54	95,69	96,80	97,85	98,82	99,71	100,51
	275 pb	84,26	85,13	86,07	87,08	88,14	89,26	90,41	91,58	92,74	93,88	94,98	96,03	96,99	97,87	98,67
	300 pb	82,60	83,46	84,39	85,38	86,44	87,55	88,68	89,84	90,99	92,12	93,21	94,24	95,20	96,08	96,86
	325 pb	80,98	81,82	82,75	83,73	84,77	85,87	86,99	88,14	89,28	90,40	91,48	92,50	93,45	94,32	95,10
	350 pb	79,39	80,23	81,14	82,11	83,14	84,23	85,34	86,47	87,61	88,71	89,78	90,80	91,74	92,60	93,38
	375 pb	77,83	78,66	79,57	80,53	81,55	82,62	83,72	84,85	85,97	87,07	88,13	89,13	90,07	90,92	91,69
400 pb	76,32	77,14	78,03	78,98	79,99	81,05	82,14	83,26	84,37	85,46	86,51	87,50	88,43	89,28	90,04	

Por lo tanto, en unas condiciones de mercado como las descritas en el apartado anterior el spread sobre el tipo Euribor a tres meses de la emisión podría situarse en un rango entre el 1,75% y el 2,25%. Este rango podría variar en función del comportamiento de la curva de tipos de interés EUR, los spreads implícitos de la deuda subordinada y de la calidad crediticia de LA CAIXA.

## **5.- Conclusiones**

Para verificar si las condiciones de mercado actuales se adecuan a las condiciones de una nueva emisión de Deuda Subordinada prevista por LA CAIXA para su distribución a la clientela minorista a través de su red de oficinas, se ha realizado un análisis del mercado primario y secundario de obligaciones subordinadas en España y de los mercados Europeos de CDS para emisiones de obligaciones subordinadas de Entidades Financieras.

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.

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 LA CAIXA, que permiten considerar que el precio de colocación se podría adaptar a la demanda de este segmento del mercado al encontrarse dentro de un rango de spreads entre los 175 pb y los 225 pb.

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

## **Solventis**

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

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

[grupo@solventis.es](mailto:grupo@solventis.es)  
[www.solventis.es](http://www.solventis.es)

**“la Caixa”**

Análisis sobre emisión de deuda subordinada  
por parte de “la Caixa”

KPMG Asesores, S.L.

7 de enero de 2009

*Este documento contiene 17 páginas*

Ref.: 2008d02pmd1.doc



KPMG Asesores S.L.  
Edifici La Porta de Barcelona  
Av. Diagonal, 682  
08034 Barcelona

Telèfon +34 93 253 29 00  
Fax +34 93 280 49 16  
Internet www.kpmg.es

Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona  
Avda Diagonal 621-629  
080028 Barcelona

A la atención de D. Tomás Muniesa,  
Director General Adjunto Ejecutivo

Nuestra ref 2008d02pmd1

Contacto 91 456 38 26

Barcelona, 7 de enero de 2009

### **Emisión de deuda subordinada de la Caixa**

Muy Señores Nuestros:

Atendiendo a su solicitud, a continuación les presentamos nuestro análisis sobre la razonabilidad del spread pagadero en una posible emisión de deuda subordinada por parte de Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona ("la Caixa"), de vencimiento en 10 años, y con posibilidad de amortización anticipada desde el quinto año.

#### *Objetivo, alcance y otras consideraciones relevantes*

El objetivo final de nuestra colaboración ha sido el análisis de la razonabilidad del spread de la emisión dirigida al mercado minorista. Para ello, y sin ánimo de exhaustividad, hemos realizado fundamentalmente los siguientes procedimientos:

1.- Cálculo del rendimiento de un Floating Rate Note de 10 años de vida, medido como spread sobre el Euribor, equivalente a la estructura de la transacción.

- Calcular el spread equivalente para un Floating Rate Note de 10 años de vida del valor sobre Euribor de los pagos fijos a pagar (6%) trimestralmente durante el primer año.
- Calcular el spread equivalente para un Floating Rate Note de 10 años de vida del valor sobre Euribor de los pagos fijos a pagar (4%) trimestralmente desde el segundo año hasta el vencimiento (10 años).
- Calcular el spread equivalente para un Floating Rate Note de 10 años de vida del valor del cap spread: .cap comprado sobre Euribor 3 meses con fecha de inicio en el año 2 y fecha de vencimiento en el año 10, y precio de ejercicio de 2%; y cap vendido sobre Euribor 3 meses con fecha de inicio en el año 2 y fecha de vencimiento en el año 10, y precio de ejercicio de 4,5%.
- Calcular el spread equivalente para un Floating Rate Note de 10 años de vida años del valor de las opciones de cancelación trimestrales de toda la estructura.
- Con todos los cálculos realizados en los pasos anteriores, calcular el spread que haría equivalente la estructura propuesta con la que resultaría de un Floating Rate Note de 10 años de vida con rendimiento del Euribor más dicho spread.

2.- Razonabilidad del spread medido en puntos básicos sobre Euribor calculado en el punto anterior respecto a un bono subordinado a 10 años emitido por la Caixa.

- Calidad crediticia de la Caixa según las agencias de rating
- Análisis de la información disponible relativa al spread del CDS sobre la Caixa correspondiente a los meses anteriores.
- Comparación de los ratings, CDS y probabilidades de default de la Caixa con entidades similares españolas y europeas.
- Simulación del rendimiento que debería ofrecer una deuda subordinada emitida por la Caixa a partir de emisiones realizadas por otra entidad en el mercado minorista y considerando diferenciales por primas de riesgo de crédito.

Salvo mención expresa en contrario, la información de mercado para realizar nuestros análisis se ha obtenido de Bloomberg.

Queremos remarcar que toda valoración lleva implícitos, además de factores objetivos, otros factores subjetivos que implican juicio y que, por lo tanto, los resultados obtenidos constituyen únicamente una referencia, por lo que no es posible asegurar que terceras partes estén necesariamente de acuerdo con las conclusiones del mismo.

Hemos identificado en este documento las fuentes de información utilizadas. Ni KPMG Asesores, S.L. (en adelante KPMG), ni sus sociedades matriz, filiales, asociadas, o sociedades controladas o sociedades de su red, ni sus socios y empleados, asumen responsabilidad alguna en relación con la información proporcionada por dichas fuentes.

Los resultados y datos observados del pasado no garantizan el futuro rendimiento y condiciones de mercado, ni son necesariamente indicativos del mismo. La información contenida en el informe podría incluir resultados de análisis cuantitativos que representen potenciales sucesos futuros que podrían o no acontecer y no constituirá un análisis completo de los hechos sustanciales de cada producto.

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

Además debe considerarse que dada la actual situación de los mercados y su complejidad, el análisis sobre la razonabilidad del spread de este instrumento financiero y su valoración, se ha basado en ciertas hipótesis y asunciones, y en la utilización de determinados modelos. La valoración podría haber sido diferente caso de haberse considerado diferentes hipótesis y asunciones o haber utilizado modelos diferentes.

La información y las opiniones contenidas en el informe se exponen a título informativo y no constituyen una recomendación individual, invitación, oferta, solicitud u obligación de inversión, ni asesoramiento jurídico, fiscal o de otro tipo, de ésta o cualquier otra operación financiera.

La información reseñada no tiene en cuenta ni normas fiscales ni contables que pudieran ser de aplicación para las contrapartidas. En consecuencia, KPMG no será responsable de las diferencias, si existen, entre sus propias valoraciones y las valoraciones a las que puedan acceder terceras partes.

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

## 1 Descripción de la operación analizada

Las características principales de la emisión de deuda subordinada a emitir por la Caixa para el mercado minorista sobre la que hemos realizado nuestros análisis son:

- Emisor: La Caixa
- Fecha de emisión: Enero 2009
- Fecha de desembolso: Enero 2009
- Importe: 2.500 millones de euros
- Suscripción mínima: entre 600 y 1.000 euros
- Rating de la emisión: Aa2/A+ (resp. Moody's/Fitch)
- Plazo: 10 años, con opción de amortización anticipada trimestralmente a partir de los cinco años desde la fecha de desembolso, es decir a cada fecha de pago de cupón.
- Fórmula del cupón:
  - 1er año: 6% fijo, que se pagará trimestralmente.
  - 2º año – 10º año: Euribor 3 meses + 200 pbs, con un collar sobre el total de intereses entre el 4% y el 6,5%.
  - Se fijará y se pagará el cupón de manera trimestral.

## 2 Equivalencia de la estructura

La estructura a analizar paga un tipo fijo del 6% el primer año, y a partir del segundo año Euribor 3 meses + 200 pbs. Los pagos se realizan de manera trimestral. Adicionalmente existen, a partir del segundo año y hasta el vencimiento, un floor sobre el total de intereses de 4% y un cap sobre el total de intereses de 6,5%, y existe la opción de cancelación de toda la estructura por parte del emisor desde el año 5, de manera trimestral.

La estructura se descompone de la siguiente manera:

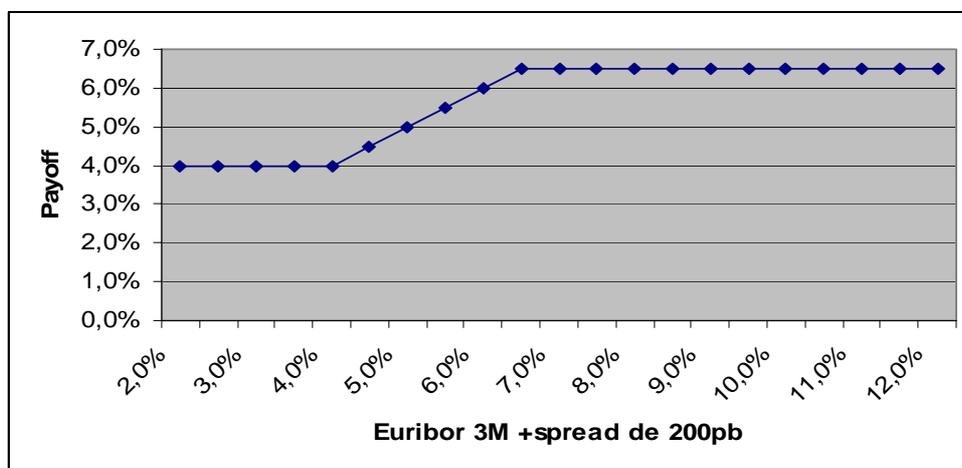
### A. Importe fijo del 6% el primer año

Los pagos que tienen lugar el primer año consisten en una cartera de cuatro bonos cupón cero de nominal 1'5 (=6% x 0'25 x 100), uno para cada fecha de pago del bono durante su primer año de vida. Su valor equivale (calculado como suma de flujos descontados), expresado como spread sobre un Floating Rate Note de 10 años de vida, a un spread de, aproximadamente 31pbs.

### B. Floor sobre los intereses totales de un 4% y cap sobre los intereses totales de 6,5%

Teniendo en cuenta el floor sobre los intereses totales del 4%, el cap sobre los intereses totales del 6,5%, y el spread de 200 pbs sobre el Euribor 3M, todo ello a partir del segundo año y hasta el vencimiento (año 10), el inversor se encuentra con las siguientes alternativas durante ese periodo:

- Un cupón mínimo del 4% si el Euribor3M + spread de 200 pbs es inferior a 4%.
- Euribor3M + spread de 200 pbs si el Euribor 3M + Spreads (200pbs) es superior al 4% pero inferior al 6,5%.
- El 6,5% si el Euribor 3M + spread de 200 pbs es superior al 6,5%.



El gráfico que se muestra sobre este texto describe el *payoff* al inversor en cada escenario desde el año 2 hasta el año 10 (sin tener en cuenta las opciones de cancelación anticipada).

Esta estructura la hemos valorado de la siguiente forma:

- Un cupón fijo desde el año 2 hasta el año 10 del 4%, con liquidaciones trimestrales;
- Un cap comprado sobre Euribor 3 meses al 2% desde el año 2 hasta el año 10, con liquidaciones trimestrales; y
- Un cap vendido sobre Euribor 3 meses al 4,5% desde el año 2 hasta el año 10, con liquidaciones trimestrales.

Cada pago que tiene lugar desde el segundo año en adelante es equivalente a recibir 4% más el payoff de un cap spread de strikes 2% y 4'5%. En consecuencia, el valor de cada uno de estos pagos coincide con el de una cartera formada por un bono cupón cero de nominal 1 (=4% x 0'25 x 100), más un caplet sobre el Euribor 3m de strike 2%, menos un caplet sobre el Euribor 3m de strike 4'5%. El valor de los bonos cupón cero se calcula por descuento de flujos conocidos, mientras que para el cap spread se ha empleado el modelo de Black con sus correspondientes volatilidades implícitas (29'50% para el cap de 2%, y 16'45% para el de 4'5%).

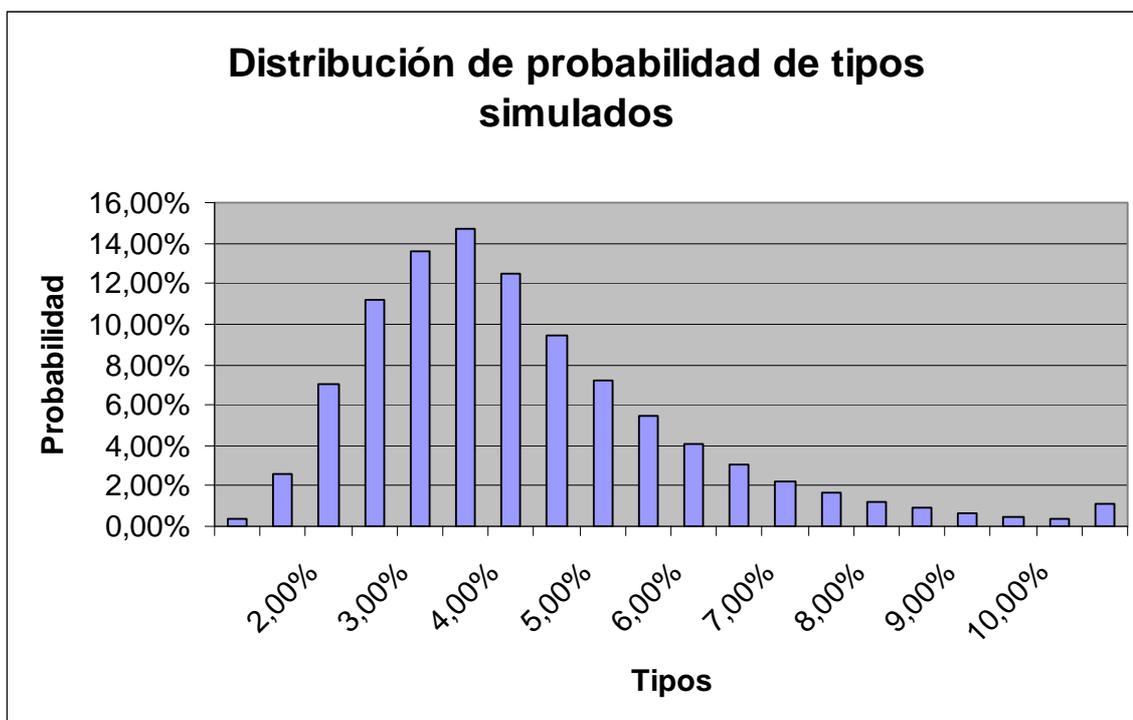
Toda esta estructura descrita en este apartado, con los flujos esperados desde el año 2 hasta el año 10 (sin tener en cuenta las opciones de cancelación anticipada) resulta tener un valor de, aproximadamente, 153 pbs expresado como spread sobre un Floating Rate Note de 10 años de vida.

C. Opciones de cancelación anticipada a partir del año 5

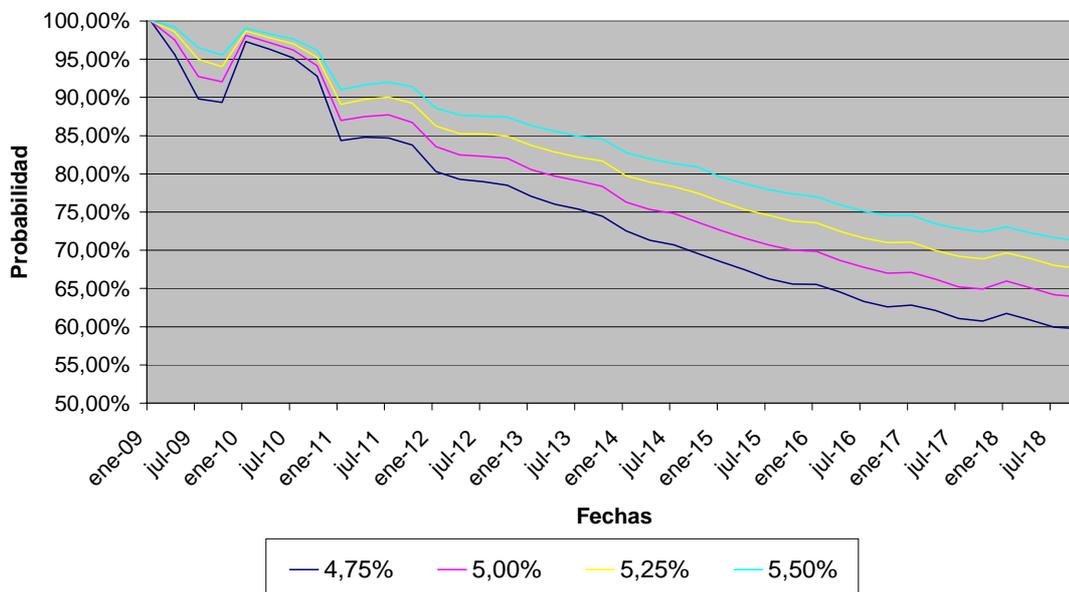
Por último, se ha valorado la opción por parte del emisor para cancelar el bono. Para ello se ha empleado el modelo de Hull-White de tipos de interés, que en un árbol trinomial refleja posibles escenarios futuros de tipos a corto plazo (a 3 meses en nuestro caso), según los parámetros empleados. Se ha calibrado a caps hasta 5 años, y a swaptions diagonales 5x5, 6x4, ..., 9x1, obteniéndose  $\sigma=0.01$  y  $a=0.0508$ . La valoración se ha llevado a cabo comparando en cada escenario el valor del bono (calculado como la cartera ya mencionada) con 1 (el valor de ejercer), desde vencimiento hasta inicio, y en los escenarios en los que la opción de cancelación esté vigente (i.e., a partir del 5º año). Se ha tenido en cuenta además el spread de financiación de la Caixa, obtenido a partir de las cotizaciones de Forward CDS, resultando un valor para las opciones de cancelación, expresado como spread sobre un Floating Rate Note de 10 años de vida, de aproximadamente 10 pbs.

Adicionalmente, hemos realizado una serie de pruebas alternativas para verificar el bajo valor obtenido por la valoración de las opciones de cancelación, que a continuación describimos.

Utilizando el modelo de Hull y White para generar escenarios de tipos de interés a partir de datos de mercado, se han obtenido 60.000 escenarios que se resumen en el siguiente histograma de frecuencias. Se puede observar una mayor concentración de escenarios con tipos entre el 3% y el 5%, lo que minimizaría el valor de la opción de cancelación.



### Probabilidad de que el Floor tenga valor positivo para cada strike



Dado que el valor de la opción de cancelación vendrá determinado en gran medida por el valor del floor, hemos calculado la probabilidad de que el floor tenga un valor positivo, considerando varios precios de ejercicio. Estos precios de ejercicio corresponderían al precio de ejercicio del cap del 6,5%, quitando potenciales primas de riesgo. Por ejemplo, si la prima de riesgo de la Caixa fuera 100 pbs, el floor a valorar tendría un precio de ejercicio de 6,5% menos 100 pbs, que daría como resultado 5,5%. Esto significaría que, si el spread por riesgo de crédito de la Caixa fuera de 100 pbs, tendría sentido para la entidad cancelar anticipadamente la estructura si el Euribor para el periodo remanente se situase por debajo del 5,5%.

#### Incorporación del riesgo de crédito en el análisis de la valoración de la opción de cancelación

Después de comprobar que la distribución de probabilidades de los CDS spreads de la Caixa no sigue una distribución lognormal, se ha optado por la simulación de estos CDS spreads como una variable estocástica a partir de la transformación de estos spreads en intensidades de default. Dichas intensidades de default siguen el siguiente proceso estocástico de Cox:

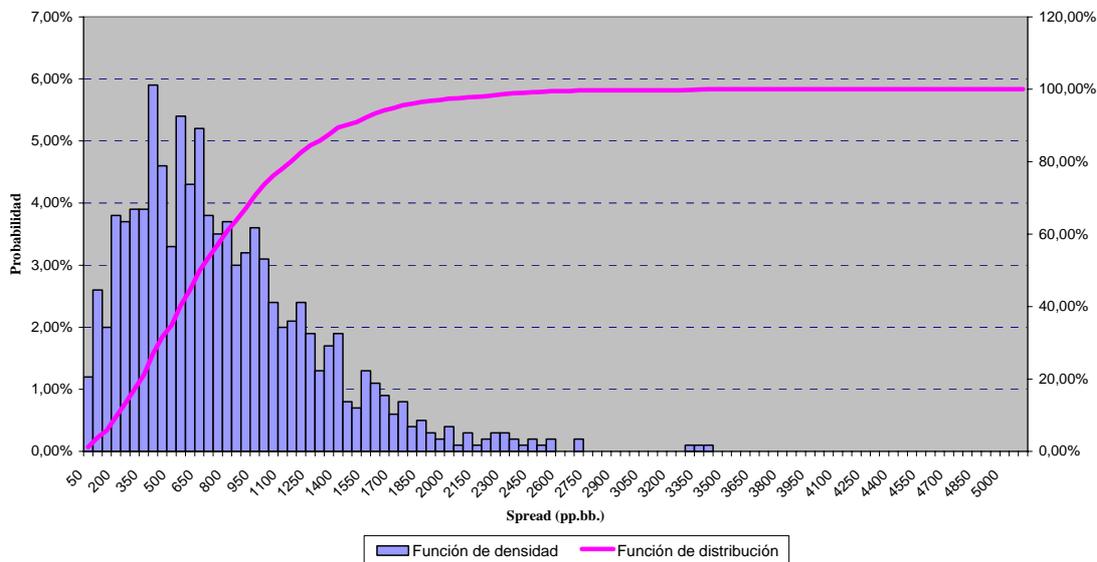
$$d\lambda = \kappa(\alpha - \lambda(t))dt + \sigma\sqrt{\lambda}dW_2(t)$$

donde,  $\lambda$  es la intensidad de default simulada,  $\kappa$  es la velocidad de reversión a la media,  $\alpha$  es el valor al que revierte la intensidad de default,  $\sigma$  es la volatilidad histórica de las intensidades de default y  $W$  es el proceso browniano.

Una vez simuladas las trayectorias de los CDS spreads a través de las intensidades de default, se han calculado las probabilidades de que el CDS spread a 5 años de la Caixa para deuda subordinada fuera inferior o igual a un determinado spread en cada una de las fechas de pago de cupón del instrumento estudiado.

Se muestra a continuación el gráfico obtenido a partir de nuestro análisis:

*Distribución de probabilidades de realización de spreads  
para deuda subordinada para La Caixa a 10 Y*



Para la realización del gráfico anterior, básicamente se ha asumido que:

- La volatilidad (trimestral) es del 36%
- Hemos tomado como valor inicial de los spreads el que cotizaba para La Caixa (CDS5Y SUB) el 11/12/2008
- Hemos situado el nivel de reversión de la simulación en el nivel medio de las entidades con rating similar al de La Caixa en el último año, puesto que para estas entidades el histórico tiene más datos y por tanto es más significativo y se puede extraer mayor información y de mayor calidad.

Partiendo de las asunciones antes descritas, se puede observar que la probabilidad de que dicho spread esté por debajo de:

- 100 puntos básicos es inferior al 2,8 %
- 150 puntos básicos es inferior al 6,4 %
- 200 puntos básicos es inferior al 10,5 %

Como resultado del análisis anterior sobre la valoración de la estructura teniendo en cuenta el riesgo de crédito, se obtiene que el rango para el rendimiento expresado como spread sobre un Floating Rate Note de 10 años de vida, equivalente a la estructura de la transacción, se encuentra aproximadamente entre 150 pbs y 190 puntos básicos.

### 3 Análisis de la razonabilidad del rendimiento para una emisión subordinada a 10 años de la Caixa al mercado minorista

#### 3.1 Calidad crediticia de la Caixa

##### A. Ratings

##### A.1 Ratings para deuda senior

Emisor	Fitch	Moody's	S&P
<b>La Caixa</b>	<b>AA-</b>	<b>Aa1</b>	<b>AA-</b>

Emisor	Fitch	Moody's	S&P
Banco Santander	AA	Aa1	AA
BBVA	AA-	Aa1	AA
Banco Popular	AA	Aa2	AA-
Banco Sabadell	A+	Aa3	A+
Caja Madrid	AA-	Aa3	A+
Bankinter	A+	Aa3	A
CAM	A-	A2	-
Bancaja	A-	A2	-
Caixa Catalunya	A	A2	-

*Ratings actuales de bancos españoles (Datos:22/12/2008)*

Emisor	Fitch	Moody's	S&P
UBS	A+	Aa2	A+
ING	AA-	Aa3	AA-
Credit Agricole	AA-	Aa1	AA-
Deutsche Bank	AA-	Aa1	A+
RBS	AA-	Aa2	A
HSBC	AA	Aa2	AA-
Intesa SanPaolo	AA-	Aa2	AA-
Natixis	A+	Aa3	A+
HSH Nordbank	A	Aa3	A
Fortis	AA-	-	-

*Ratings actuales de bancos europeos (Datos:22/12/2008)*

### A.2 Ratings para deuda subordinada

Emisor	Fitch	Moody's	S&P
<b>La Caixa</b>	<b>A+</b>	<b>Aa2</b>	<b>-</b>

Emisor	Fitch	Moody's	S&P
Banco Santander	AA-	Aa2	-
BBVA	A+	Aa2	-
Banco Popular	AA-	-	-
Banco Sabadell	A	A1	-
Caja Madrid	A+	A1	-
Bankinter	-	A1	-
CAM	BBB+	A3	-
Bancaja	BBB+	A3	-
Caixa Catalunya	-	A3	-

*Ratings actuales de bancos españoles (Datos:22/12/2008)*

Emisor	Fitch	Moody's	S&P
UBS	A	Aa3	-
ING	A+	A1	-
Credit Agricole	A+	Aa2	-
Deutsche Bank	-	Aa2	-
RBS	A+	A1/Aa3	-
HSBC	AA-	Aa3	-
Intesa SanPaolo	A+	Aa3	-
Natixis	A	A1	-
HSH Nordbank	A-	A1	-
Fortis	A	A2	-

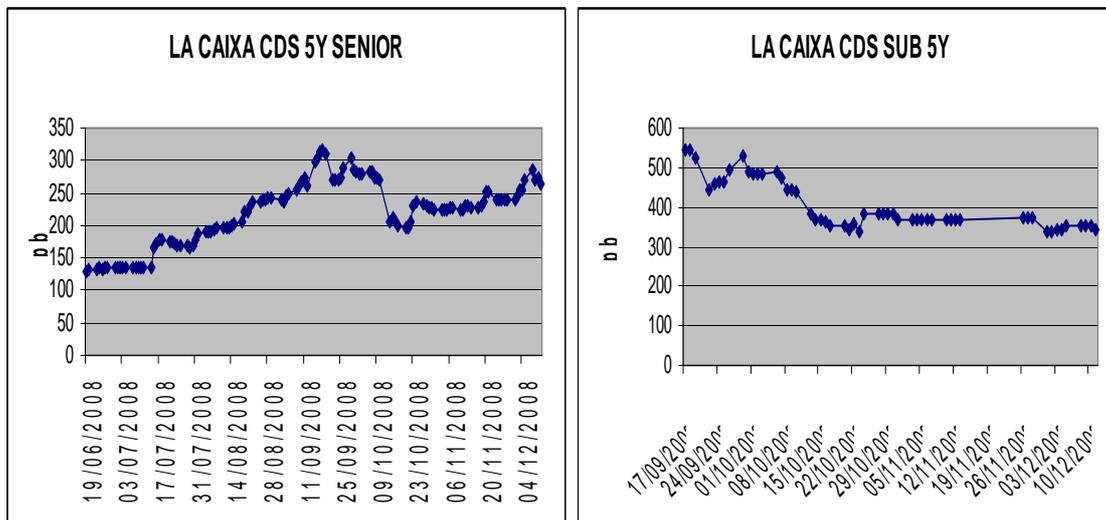
*Ratings actuales de bancos europeos (Datos:22/12/2008)*

Como se puede observar en las tablas anteriores, la Caixa dispone de ratings senior AA- en Fitch y S&P, y Aa1 en Moody's; mientras que los ratings para emisiones subordinadas de la Caixa serían A+ por Fitch y Aa2 por Moody's; en línea con las principales entidades financieras españolas e internacionales.

### B. CDS (Credit Default Swaps)

Un CDS es un producto que permite proteger al comprador del mismo de impagos por parte de un cierto emisor, para lo que paga una prima, denominada spread del CDS. A mayor prima, mayor riesgo de impago por parte del emisor.

El siguiente gráfico refleja la evolución de los spreads de los CDS desde el 19/06/2008 para el CDS senior 5 años, y desde el 17 de septiembre de 2.008 para el CDS subordinado 5 años.



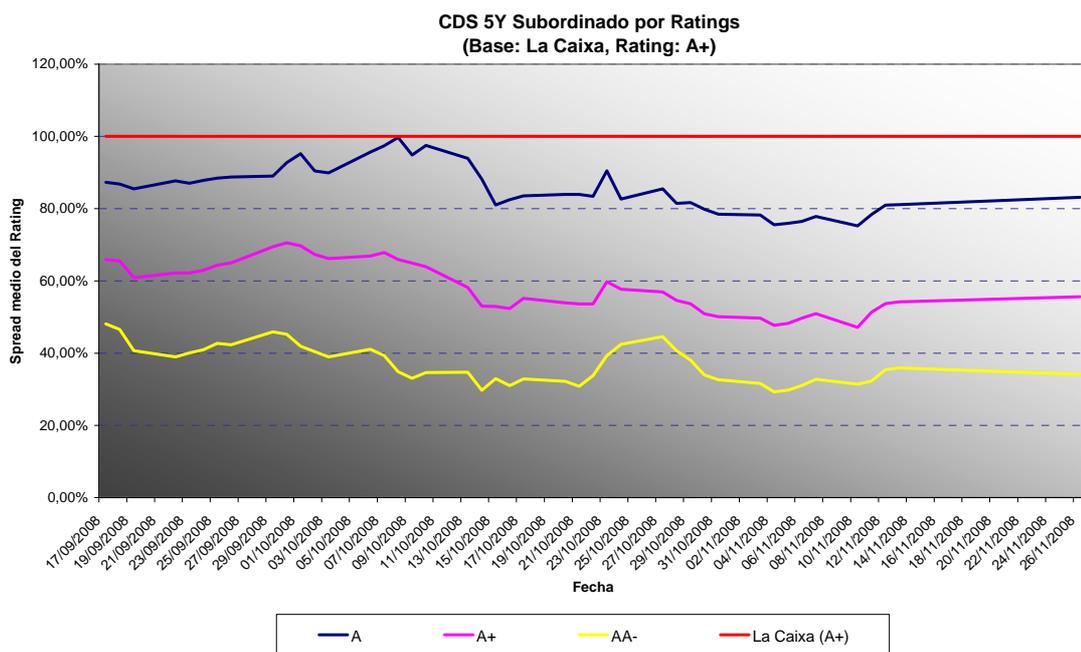
A continuación facilitamos la comparación de las primas de los CDS senior 5 años y CDS subordinados 5 años entre la Caixa y entidades financieras similares a nivel nacional y europeo:

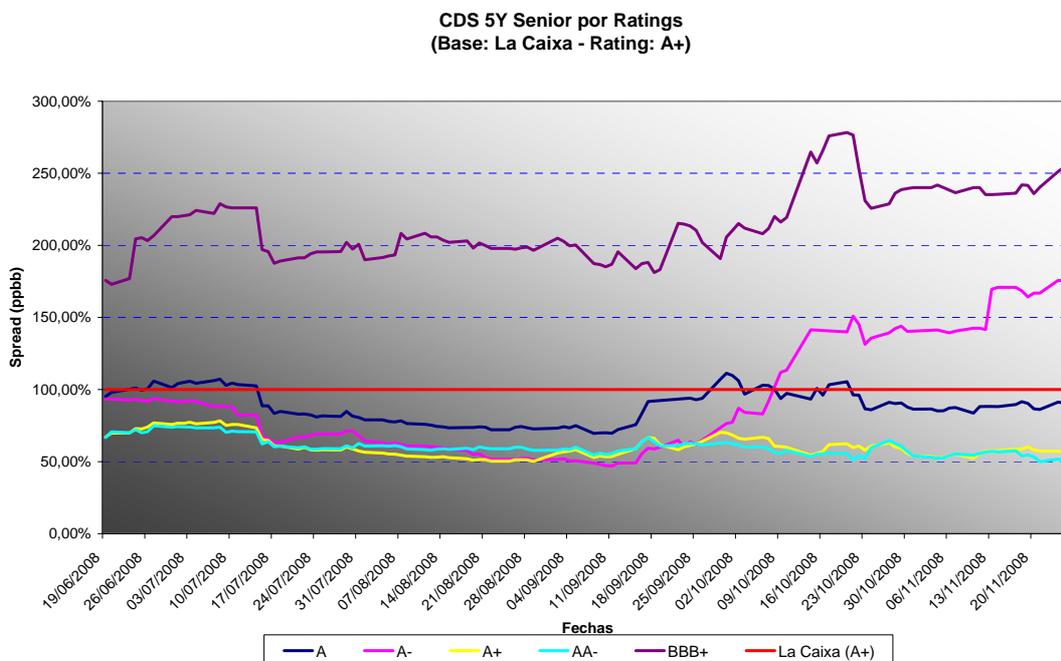
Emisor	CDS EUR 5Y	DIF. VS La Caixa
<b>La Caixa</b>	<b>263,33</b>	<b>0,00</b>
BBVA	84,10	-179,23
Santander	87,10	-176,23
Banco Sabadell	223,33	-40,00
Caja Madrid	222,19	-41,14
Bankinter	195,00	-68,33
CAM	460,89	197,56
Bancaja	660,00	396,67
C. Catalunya	339,34	76,01
Banco Popular	181,55	-81,78
UBS	155,00	-108,33
ING	107,38	-155,95
Credit Agricole	66,64	-196,69
BNP	54,33	-209,00
Deutsche Bank	107,76	-155,57
Morgan Stanley	430,29	166,96
RBS	125,33	-138,00
HSBC	97,30	-166,03
Barclays	146,36	-116,97
I. SanPaolo	87,13	-176,2
Natixis	245,08	-18,25
HSH Nordbank	420,00	156,67
Fortis	438,90	175,57

*CDS deuda senior en pp.bb. (Datos:18/11/2008)*

Emisor	CDS EUR 5Y	DIF. VS La Caixa
<b>La Caixa</b>	<b>344,74</b>	<b>0,00</b>
BBVA	120,15	- 224,59
Santander	121,79	- 222,95
Banco Sabadell	345,5	0,75
Caja Madrid	333,88	- 10,86
Bankinter	-	-
CAM	-	-
Bancaja	1185	840,25
C. Catalunya	-	-
Banco Popular	295	- 49,74
UBS	202,07	- 142,67
ING	173,34	- 171,40
Credit Agricole	103,3	- 241,44
BNP	91,86	- 252,88
Deutsche Bank	173,5	- 171,24
Morgan Stanley	-	-
RBS	183,8	- 160,94
HSBC	136,72	- 208,02
Barclays	197,24	- 147,50
I. SanPaolo	129,88	- 214,86
Natixis	370,28	25,53
HSH Nordbank	-	-
Fortis	-	-

*CDS deuda subordinada en pp.bb. (Datos:18/11/2008)*





Dada la actual situación de los mercados, las conclusiones obtenidas a partir del análisis de los CDS deben interpretarse apropiadamente. A modo de ejemplo, como se puede apreciar en las tablas y graficas arriba adjuntadas, cinco entidades tienen una calificación crediticia similar a la Caixa (entendiendo que coinciden el rating de o más agencias de calificación crediticia entre Fitch, Moodys y S&P para rating senior, y algún rating otorgado por estas agencias para emisiones subordinadas), sin embargo, en términos de spreads de CDS a nivel senior, las cinco tienen una cotización muy inferior a la Caixa (entre 155 pbs y 200 pbs), y a nivel subordinado (entre 170 pbs y 245 pbs).

Analizando el gráfico de CDS 5 años (deuda senior) por rating, se observa que en los últimos meses es posible que entidades con peor rating tengan mejor cotización de CDS, y viceversa.

Analizando los datos de la Caixa junto con los de entidades de rating similar, no observamos una razonabilidad de los mismos, ya que existe alta dispersión. Por ello entendemos que pudieran existir movimientos especulativos en el mercado de CDS, que conducirían a “precios” coyunturalmente volátiles y carentes de fundamento técnico. En particular, cabe resaltar que la Caixa no tiene emitida a fecha de este informe deuda subordinada en mercado mayorista, y por tanto el uso de CDS no puede responder a coberturas reales. Además la liquidez de dicho instrumento es muy baja, por lo que el “precio” puede estar afectado por movimientos muy puntuales.

Adicionalmente, en la pantalla de Bloomberg abajo adjuntada, se pueden observar las cotizaciones de los forward CDS subordinado de la Caixa.

Index **DES**

90) View Swap Curve
Forward CDS Matrix

La Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona      Currency EUR    Debt Type Subordinated

Market  Ask      \*1) Forward Rates    \*2) Forward Rates Vs. Current Rates

Par Curve      Forward Rates

Term	12/12/2008	6 Mth	1 Yr	2 Yr	3 Yr	4 Yr	5 Yr	7 Yr	10 Yr
6 Mth	363.399	363.4	363.4	432.8	410.1	411.3	386.6	372.6	386.7
1 Yr	363.399	363.4	363.4	434.1	409.6	411.3	386.1	372.3	387.0
2 Yr	363.399	380.0	397.4	422.3	410.4	399.2	385.9	372.2	387.1
3 Yr	385.000	392.7	400.8	419.1	403.0	395.2	381.8	372.2	387.1
4 Yr	390.100	396.4	403.0	412.0	399.4	390.3	379.7	375.4	387.1
5 Yr	393.500	396.8	400.2	407.8	395.0	387.4	378.5	377.2	387.1
7 Yr	391.799	393.7	395.8	400.2	390.2	385.7	380.4	379.3	387.0
10 Yr	387.899	389.9	392.0	396.6	389.6	386.0	381.7	380.8	386.9

Grey = assumes constant par rates for maturities exceeding 10 years

Spread Curve Information

Frequency  Quarterly

Day Count  ACT /  360

Recovery Rate  0.40

Calculation Information

Knock Out  Yes

Model

10) Table / 20) Graph

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000  
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2008 Bloomberg Finance L.P. H216-578-0 12-Dec-2008 04:11:01

Seguidamente ofrecemos una comparativa entre los niveles actuales del CDS subordinado y las cotizaciones de los forward CDS subordinado de la Caixa.

Index **DES**

90) View Swap Curve
Forward CDS Matrix

La Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona      Currency EUR    Debt Type Subordinated

Market  Ask      \*1) Forward Rates    \*2) Forward Rates Vs. Current Rates

Par Curve      Forward Rates Vs. Current Rates

Term	12/12/2008	6 Mth	1 Yr	2 Yr	3 Yr	4 Yr	5 Yr	7 Yr	10 Yr
6 Mth	363.399	-0.0	0.0	69.4	46.7	47.9	23.2	9.2	23.3
1 Yr	363.399	-0.0	0.0	70.7	46.2	47.9	22.7	8.9	23.6
2 Yr	363.399	16.6	34.0	58.9	47.0	35.8	22.5	8.8	23.7
3 Yr	385.000	7.7	15.8	34.1	18.0	10.2	-3.2	-12.8	2.1
4 Yr	390.100	6.3	12.9	21.9	9.3	0.2	-10.4	-14.7	-3.0
5 Yr	393.500	3.3	6.7	14.3	1.5	-6.1	-15.0	-16.3	-6.4
7 Yr	391.799	1.9	4.0	8.4	-1.6	-6.1	-11.4	-12.5	-4.8
10 Yr	387.899	2.0	4.1	8.7	1.7	-1.9	-6.2	-7.1	-0.9

Grey = assumes constant par rates for maturities exceeding 10 years

Spread Curve Information

Frequency  Quarterly

Day Count  ACT /  360

Recovery Rate  0.40

Calculation Information

Knock Out  Yes

Model

10) Table / 20) Graph

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000  
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2008 Bloomberg Finance L.P. H216-578-0 12-Dec-2008 04:10:45

### C. Probabilidades de default

En la siguiente tabla, exponemos los spreads indicativos de las probabilidades de default de diferentes entidades del mercado español y europeo en relación a la Caixa para cada vencimiento, que hemos establecido como base 100.

<b>Emisor</b>	<b>PD 10Y</b>	<b>BASE LA CAIXA</b>
<b>La Caixa</b>	<b>33,17%</b>	<b>1,000</b>
<i>BBVA</i>	<i>13,57%</i>	<i>0,409</i>
<i>Santander</i>	<i>15,32%</i>	<i>0,462</i>
<i>Banco Sabadell</i>	<i>31,07%</i>	<i>0,937</i>
<i>Caja Madrid</i>	<i>46,23%</i>	<i>1,394</i>
<i>Bankinter</i>	<i>31,52%</i>	<i>0,950</i>
<i>CAM</i>	<i>48,21%</i>	<i>1,453</i>
<i>Bancaja</i>	<i>64,87%</i>	<i>1,956</i>
<i>C. Catalunya</i>	<i>35,04%</i>	<i>1,056</i>
<i>UBS</i>	<i>23,47%</i>	<i>0,708</i>
<i>ING</i>	<i>16,54%</i>	<i>0,499</i>
<i>Credit Agricole</i>	<i>11,38%</i>	<i>0,343</i>
<i>BNP</i>	<i>8,78%</i>	<i>0,265</i>
<i>Deutsche Bank</i>	<i>15,83%</i>	<i>0,477</i>
<i>Morgan Stanley</i>	<i>43,90%</i>	<i>1,323</i>
<i>RBS</i>	<i>19,29%</i>	<i>0,582</i>
<i>HSBC</i>	<i>15,12%</i>	<i>0,456</i>
<i>Barclays</i>	<i>22,76%</i>	<i>0,686</i>
<i>I. SanPaolo</i>	<i>14,40%</i>	<i>0,434</i>
<i>Natixis</i>	<i>30,20%</i>	<i>0,910</i>
<i>HSH Nordbank</i>	<i>50,55%</i>	<i>1,524</i>
<i>Fortis</i>	<i>10,00%</i>	<i>0,301</i>

*Probabilidades de default a 10 años para diferentes bancos  
españoles y europeos comparados con La Caixa  
(Datos: 18/11/2008)*

### 3.2 Referencias comparables de spread para una emisión de deuda subordinada de la Caixa

En la actualidad, debido a las condiciones económicas adversas, se han llevado a cabo muy pocas emisiones primarias de deuda bancaria en España. Esta circunstancia dificulta el análisis comparativo sobre la razonabilidad del spread de la emisión planteada por la Caixa, dada las escasas referencias de las que se disponen.

Respecto al mercado secundario, la actual falta de liquidez ha provocado una reducción importante del número de transacciones, lo que complica obtener a partir de este mercado datos de referencia comparables y fiables.

Por lo tanto, para analizar la razonabilidad de mercado del spread de la emisión planteada por la Caixa, y dadas las limitaciones mencionadas anteriormente, vamos a realizar dos tipos de análisis con la información disponible:

### 3.2.1 Contraste con otras emisiones de mercado minorista

Hemos encontrado dos referencias de deuda subordinada emitidas en el mercado minorista durante el año 2008 de condiciones similares a la de la Caixa (aunque con menor volumen). Sus características principales son:

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Emisión	Vencimiento	Cupón	Callable
ES0214840342	Caixa Catalunya	A3/A-	500	28/10/2008	18/12/2018	E+200pb	18/12/2013

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Emisión	Vencimiento	Cupón	Callable
-	Caja Granada	A-	120	12/2008	16/03/2019	E+300pb (*)	16/03/2014

(\*) step up de 75 puntos básicos a partir del quinto año, coincidiendo con la opción de cancelación

De manera similar a la emisión propuesta por la Caixa, hemos calculado el rendimiento equivalente, expresado como spread sobre un Floating Rate Note de 10 años de vida, a la estructura de la transacción de Caixa Cataluña y Caja Granada.

Considerando la diferencia en rating entre entidades y el diferencial de puntos básicos entre las cotizaciones de los CDS de ambas entidades (para Caixa Cataluña hemos utilizado un aproximación para calcular el CDS subordinado 5 años a partir del CDS senior 5 años; y para Caja Granada hemos aproximado su nivel en función de entidades con nivel de rating similar), consideraríamos razonable el diferencial de rendimiento entre ambas emisiones.

### 3.2.2 Contraste con emisiones de mercado mayorista

Hemos encontrado seis referencias emitidas en el mercado mayorista a finales del año 2008 y principios del año 2009. Sus características principales son:

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Emisión	Vencimiento	Nivel emisión	Cupón
XS0405121368	BNP	Aa1/AA+	1.500	08/12/20008	16/12/2013	E+160pb	5%

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Emisión	Vencimiento	Nivel emisión	Cupón
XS0405713883	Intesa SanPaolo	Aa2/AA-	1.250	10/12/20008	19/12/2013	E+195pb	5,375%

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Emisión	Vencimiento	Nivel emisión	Cupón
XS0404950078	Societe Generale	Aa2/AA-	1.000	05/12/20008	19/12/2013	E+185pb	5,125%

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Emisión	Vencimiento	Nivel emisión	Cupón
XS0405872762	Credit Suisse	Aa1/A+	850	11/12/2008	16/05/2014	E+270pb	6,125%

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Emisión	Vencimiento	Nivel emisión	Cupón
FR0010709097	HSBC France	Aa3/AA	1.500	07/01/2009	15/01/2014	E+175pb	4,875%

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Emisión	Vencimiento	Nivel emisión	Cupón
XS0408165008	Unicredito	Aa3/A+	1.000	07/01/2009	14/01/2014	E+210pb	5,25%

El rating previsto para la emisión subordinada de la Caixa sería de Aa2/A+. Si comparamos el rendimiento de las emisiones en mercados mayoristas con rating similar al de la deuda subordinada de la Caixa, nos encontramos que las emisiones de Intesa SanPaolo y de Societe Generale coinciden en uno de los ratings con la emisión de la Caixa, mientras que el otro es un nivel superior. Sus rendimientos son, respectivamente de 195 pbs y de 185 puntos básicos.

Adicionalmente, se observa que la emisión de Unicredito coincide también en un rating, mientras que el otro es un nivel inferior a la emisión de la Caixa. Su rendimiento es de 210 puntos básicos.

Por lo tanto, se puede observar que el rendimiento esperado para la emisión de la Caixa, comparada contra otras emisiones de rating similar en el mercado mayorista, debería estar comprendido entre un rango de 185 pbs y 210 puntos básicos. En cuanto a la emisión de Credit Suisse consideramos que no es representativa y que se sitúa fuera de rango debido a la percepción de su alta exposición a los segmentos de banca de inversión.

Por lo tanto, concluimos que el rendimiento de la emisión de la Caixa es razonable comparado con emisiones realizadas recientemente en el mercado mayorista.

### 3.2.3 Contraste con CDS

Alternativamente hemos analizado el spread que se correspondería con la cotización del CDS en la actualidad. Debido a la actual situación de mercado, la baja liquidez de los CDS de la Caixa, y la alta componente especulativa de dicha cotización, ya que no se corresponde a operaciones de cobertura real, dado que no existen emisiones de la Caixa con vencimientos en los plazos equivalentes a los CDS negociados, consideramos que este apartado no permite alcanzar a conclusiones fundamentales. Adicionalmente queremos remarcar que el mercado de CDS no corresponde a inversores minoristas, sino mayoristas o inversores profesionales.

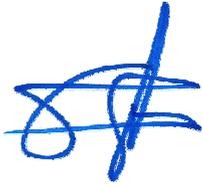
Por todo ello, y dado que la emisión de la Caixa va dirigida al mercado minorista, consideramos que las conclusiones del apartado 3.2.1 son las relevantes a efectos de la emisión planteada.

## **CONCLUSIÓN**

En base a los análisis realizados, y a los únicos y exclusivos efectos de actuar en calidad de entidad independiente en relación a la emisión prevista por "la Caixa" en el mercado minorista español, consideramos que la emisión mencionada presenta un spread equivalente que está en un rango de mercado razonable en la situación actual de mercado.

El trabajo se ha realizado durante los días del 12 al 18 de diciembre de 2008, y hemos considerado las emisiones disponibles hasta el 7 de enero de 2009. Nuestro trabajo no incluye la actualización de nuestro informe por hechos u otras circunstancias que pudieran ocurrir con posterioridad a la fecha de emisión del mismo.

Este informe y nuestros análisis se han realizado para el fin indicado en el apartado correspondiente, por lo que este informe no puede ser utilizado para ningún otro propósito.



Francisco Gibert  
*Socio Director*