



D. Jesús Llorente Sanz, en nombre y representación de la Caja de Ahorros de Salamanca y Soria (CAJA DUERO), C.I.F. G-37244191, con domicilio social en Salamanca, Plaza de los Bandos 15-17, ante la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES,

CERTIFICA

Que el contenido de las Condiciones Finales y el Resumen de la Emisión (Tríptico) correspondientes a la emisión de CÉDULAS HIPOTECARIAS CAJA DUERO VII, inscritas en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 20 de abril de 2010, 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 conste a los efectos oportunos, expide la presente certificación en Salamanca a 20 de abril de 2010.

Fdo.: Jesús Llorente Sanz
Subdirector General



CONDICIONES FINALES

EMISIÓN DE CÉDULAS HIPOTECARIAS
CAJA DUERO VII

Importe nominal: 150.000.000 euros

JUNIO 2010

Caja de Ahorros de Salamanca y Soria

Emitida bajo el Folleto de Base de Valores de Renta Fija y Valores Estructurados, registrado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 30 de julio de 2009

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

Las presentes Condiciones Finales complementan el Folleto de Base de Valores de Renta Fija y Valores Estructurados registrado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 30 de julio de 2009 y deben leerse en conjunto con el mencionado Folleto así como con el Documento de Registro del Emisor registrado en CNMV con fecha 28 de enero de 2010.

1. PERSONAS RESPONSABLES DE LA INFORMACIÓN

Los valores descritos en estas Condiciones Finales se emiten por Caja de Ahorros de Salamanca y Soria (en adelante, “Caja Duero”, el “Emisor” o la “Entidad Emisora”), con domicilio social en Salamanca, Plaza de los Bandos nº 15-17, y C.I.F. número G-37244191.

D. Jesús Llorente Sanz, actuando como Subdirector General, en virtud del acuerdo adoptado por el Consejo de Administración de fecha 25 de febrero de 2010, tomado al amparo de la autorización de la Asamblea General de fecha 18 de diciembre de 2009, y al amparo del Folleto de Base de Valores de Renta Fija y Valores Estructurados, inscrito en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 30 de julio de 2009, en nombre y representación de Caja Duero, asume la responsabilidad de las informaciones contenidas en estas Condiciones Finales.

D. Jesús Llorente Sanz declara que, tras comportarse con una diligencia razonable para garantizar que así es, las informaciones contenidas en estas Condiciones Finales son, según su conocimiento, conformes a los hechos y no incurre en ninguna omisión que pudiera afectar a su contenido.

2. DESCRIPCIÓN, CLASE Y CARACTERÍSTICAS DE LOS VALORES EMITIDOS

- CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES

1. Emisor: Caja de Ahorros de Salamanca y Soria

2. Garante y naturaleza de la garantía:

El capital y los intereses de las emisiones de Cédulas Hipotecarias estarán especialmente garantizados, sin necesidad de inscripción registral, por hipoteca sobre todas las que en cualquier tiempo consten inscritas a favor de Caja Duero y no estén afectas a emisión de bonos hipotecarios, sin perjuicio de la responsabilidad patrimonial universal de Caja Duero.

A efectos del artículo 12 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario, y de su actual redacción introducida por la Ley 41/2007, de 7 de diciembre, por la que se modifica la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero, de regulación de las hipotecas inversas y el seguro de dependencia y por la que se establece determinada norma tributaria, en esta emisión de Cédulas Hipotecarias no existen activos de sustitución incluidos en la cobertura a los que se refiere el artículo 17 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario de conformidad con la redacción introducida por la Ley 41/2007 referida anteriormente.

3. Naturaleza y denominación de los Valores:

• Emisión: “**Cédulas Hipotecarias Caja Duero VII**”

Existe la posibilidad de emitir posteriormente una o varias emisiones fungibles con la presente emisión, lo que significa que la/s posterior/es emisión/es tendría/n los mismos derechos y obligaciones que la presente emisión (mismo valor nominal unitario, mismas fechas de pago de cupones, fechas de vencimiento, etc.).

En caso de producirse una situación concursal de la Entidad Emisora, los tenedores de las cédulas hipotecarias, tendrán el carácter de acreedores singularmente privilegiados, con la preferencia que señala el Código Civil, frente a cualesquiera otros acreedores, con relación a la totalidad de los créditos hipotecarios inscritos a favor de Caja Duero salvo los que sirvan de cobertura a los bonos hipotecarios, y con relación a los activos de sustitución y a los flujos económicos generados por los instrumentos financieros derivados vinculados a las emisiones, si éstos existen. Todos los tenedores de cédulas hipotecarias tendrán la misma prelación cualquiera que fuera su fecha de emisión.

4. Divisa de la Emisión: Euros

5. Importe nominal y efectivo de la emisión:

- Nominal: 150.000.000,00 €
- Efectivo: 150.000.000,00 €
- Número de Valores: 150.000.

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

6. Importe nominal y efectivo de los valores:

- Nominal unitario: 1.000,00 €
- Precio de Emisión: 100 %
- Efectivo unitario: 1.000,00 €

7. Fecha de Emisión: 10 de junio de 2010

8. Tipo de interés: Fijo

(Información adicional sobre el tipo de interés puede encontrarse en el epígrafe 13 de las presentes condiciones finales)

9. Fecha de amortización final y sistema de amortización:

- Fecha: 10 de junio de 2013
- A la par al vencimiento

(Información adicional sobre las condiciones de amortización de los valores puede encontrarse en el epígrafe 17 de las presentes condiciones finales)

10. Opciones de amortización anticipada:

- Para el emisor: NO, salvo las legalmente establecidas que se indican en el epígrafe 17 de estas condiciones finales.
- Para el inversor: NO.

(Información adicional sobre las opciones de amortización de los valores puede encontrarse en el epígrafe 17 de las presentes condiciones finales)

11. Admisión a cotización de los valores: AIAF Mercado de Renta Fija.
12. Representación de los valores: Anotaciones en Cuenta gestionadas por la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, IBERCLEAR, sita en Plaza de la Lealtad nº1, Madrid.

- TIPO DE INTERÉS Y AMORTIZACIÓN

13. Tipo de Interés Fijo: 3,00% pagadero trimestralmente.

- Base de cálculo para el devengo de intereses: 30/360
- Fecha de inicio de devengo de intereses: 10 de junio de 2010

La duración de la emisión se dividirá en sucesivos Periodos de Devengo de Intereses que comprenderán los días efectivamente transcurridos entre cada Fecha de Pago de cupones, incluyendo en cada Periodo de Devengo la Fecha de Pago inicial (o la Fecha de Desembolso, en el caso del primer Periodo de Devengo) y excluyendo la Fecha de Pago final. No obstante, si conforme se indica en el párrafo siguiente una Fecha de Pago tuviera que modificarse, el Periodo de Devengo de Intereses continuará computándose como si dicha Fecha de Pago no se hubiera modificado.

- Fechas de pago de los cupones: Cupones pagaderos trimestralmente, por trimestres vencidos, los días 10 de marzo, 10 de junio, 10 de septiembre y 10 de diciembre de cada año durante la vigencia de la emisión, siendo el último pago el día 10 de junio de 2013.

En el caso que el día de pago de algún cupón periódico no fuese día hábil a efectos del calendario TARGET2, 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 fórmula de cálculo de los intereses será la siguiente:

$$C = \frac{N \times i \times 90}{360 \times 100}$$

donde:

C = importe bruto del cupón periódico.

N = nominal del valor.

i = tipo de interés nominal anual.

Base = 30/360

- Otras características relacionadas con el tipo de interés: NINGUNA

14. Tipo de Interés Variable: N.A.
15. Tipo de interés de referencia a un índice: N.A.

16. Cupón Cero: N.A

17. Amortización de los valores:

- Fecha de Amortización a vencimiento: 10 de junio de 2013

Precio: 100 %

- Amortización anticipada por el Emisor: En el caso de que por el Emisor se superaren los límites de emisión de Cédulas Hipotecarias que se establezcan en cada momento por la normativa aplicable (actualmente fijado en el 80% de los capitales no amortizados de los préstamos y créditos hipotecarios de su cartera que reúnan los requisitos establecidos en la Sección II de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario deducidos el importe de los afectados a bonos hipotecarios), el Emisor estará obligado a restablecer el equilibrio por medio de cualquiera de las actuaciones que se reflejan en el artículo 25 del Real Decreto 716/2009 de 24 de abril, por el que se desarrollan diversos aspectos de la Ley 2/1981 del Mercado Hipotecario, siendo una de ellas la amortización anticipada de Cédulas Hipotecarias hasta el importe excedido de acuerdo con lo que determine la normativa en cada momento. De optarse por la amortización de las Cédulas Hipotecarias, ésta se realizará en la forma prevista en la ley abonándose el importe correspondiente a los cedulistas, a los cuales se les entregará la cantidad correspondiente al cupón corrido hasta la fecha de la amortización, y el importe del principal amortizado.
- Amortización anticipada por el Tenedor: No

Fechas: N.A.

Total: N.A.

Parcial: N.A.

Precio: N.A.

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, Caja Duero ha obtenido la opinión de una consultora independiente especializada, InterMoney Valora Consulting S.A., cuyo informe de fecha 23 de marzo de 2010 se adjunta como anexo a estas condiciones finales.

- RATING

18. Rating de la Emisión: Se ha solicitado calificación crediticia de la presente emisión de cédulas a Moody's, habiéndose otorgado un rating provisional de Aaa con fecha 15 de marzo de 2010.

Rating del Emisor: Moodys A3 a largo plazo, P-2 a Corto plazo, D+ Fortaleza Financiera, Perspectiva: Negativa (Fecha de la calificación 15 de junio de 2009).

- DISTRIBUCIÓN Y COLOCACIÓN

19. Colectivo de Potenciales Suscriptores a los que se dirige la Emisión: Público en General.
20. Periodo de Solicitudes de Suscripción: Desde las 8,30 horas del día hábil siguiente a la inscripción de estas condiciones finales en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores hasta las 14:00 horas del día 7 de junio de 2010, sin perjuicio de que se pueda cerrar anticipadamente en el caso de suscripción total, aunque no variará la fecha de desembolso que se mantendrá el 10 de junio de 2010.

21. Tramitación de la Suscripción: Directamente a través de la Entidad Colocadora.

El importe mínimo de las órdenes de suscripción será de UNA (1) Cédula Hipotecaria, es decir MIL (1.000) euros.

22. Procedimiento de adjudicación y colocación de los valores: Directamente en “ventanilla abierta” a través de la red de oficinas de Caja Duero. Se atenderán las peticiones por riguroso orden de recepción hasta la total cobertura de la emisión, en función de la fecha y hora de la solicitud de suscripción, siendo necesaria la presencia del suscriptor para la firma de la orden de suscripción.

La suscripción se sustentará en un sistema “on line” que controle, en todo momento, el volumen suscrito y los importes pendientes de colocar, de tal manera que se asegure la no aceptación de peticiones por importe superior al emitido. La suscripción quedará cumplimentada en firme y se entregará al cliente el documento justificativo de la misma.

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

El Emisor ha clasificado las cédulas hipotecarias como producto no complejo y de riesgo moderado. No obstante, al considerarse comercialización a instancias de la Entidad, 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 test de conveniencia, asimismo y en el supuesto de que el cliente contrate cédulas hipotecarias como consecuencia del servicio de asesoramiento financiero, la oficina también habrá realizado el test de idoneidad.

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 cualquiera de los requisitos exigidos en virtud de la normativa MIFID.

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 tanto las presentes Condiciones Finales, el Folleto Base de Valores de Renta Fija y Valores Estructurados registrado en la CNMV con fecha 30 de julio de 2009, y debe de leerse en conjunto con el Documento de Registro inscrito en los registros de la CNMV con fecha 28 de enero de 2010, y le entregarán un resumen explicativo de la Emisión, el cual, una vez analizado por el suscriptor, deberá ser visado y firmado por éste con anterioridad a la contratación de la emisión. La oficina ante la que se formule la orden también entregará

copia de la Orden de Suscripción realizada. Se archivará en la Entidad Emisora copia de la orden de suscripción y del resumen explicativo firmados por el cliente.

Será necesario que el suscriptor tenga una cuenta de valores y mantenga una cuenta de efectivo (cuenta corriente, de ahorro o a la vista) asociada a la cuenta de valores en la Entidad Emisora. Dicha cuenta servirá para el desembolso del efectivo por la suscripción de los valores. La apertura y cancelación de estas cuentas será libre de gastos para el suscriptor si no dispusiese ya de las mismas. Se cobrarán las comisiones correspondientes para cada tipo de cuenta de efectivo en concepto de mantenimiento. Las comisiones de mantenimiento se podrán consultar por cualquier inversor en las correspondientes tarifas máximas de gastos y comisiones repercutibles, que están obligadas a publicar las entidades sujetas a supervisión del Banco de España y la CNMV. Copias de dichas tarifas se pueden consultar en los organismos supervisores mencionados y en la propia Entidad.

La Entidad Emisora no establecerá comisión ni repercutirá gasto alguno al tenedor de los valores en concepto de administración y/o mantenimiento de valores, sin perjuicio de las que otras entidades participantes pueden establecerlo.

23. Fecha de Desembolso: 10 de junio de 2010.

Como en el momento de la suscripción se exige la constitución de un depósito con la provisión de fondos de la orden de suscripción, desde la fecha de la suscripción hasta la fecha de desembolso el Emisor remunerará a los suscriptores de las cédulas a un tipo de interés bruto anual nominal del 3,00 %, aplicado según los días transcurridos desde la fecha de suscripción hasta la fecha de desembolso. El importe de esta remuneración (M) se obtendrá mediante la aplicación de la siguiente fórmula:

$$M = C \times 3,00 \times T / 36500$$

Donde :

C = inversión nominal realizada

T = días transcurridos desde la fecha de suscripción hasta la fecha de desembolso.

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

Sólo en el caso en el que durante el periodo de suscripción y siempre antes de la fecha de desembolso, se produjera un descenso en la calificación crediticia del Emisor, de la presente emisión o de emisiones de similares características del emisor, se abrirá un Periodo de Revocación a favor de los suscriptores de 2 días hábiles a contar desde la publicación por el emisor de un suplemento a las presentes Condiciones Finales comunicando el descenso en el rating. En dicho Periodo de Revocación los inversores que así lo deseen, podrán revocar las solicitudes de suscripción presentadas en el periodo de suscripción en el que se comunicó la bajada del rating correspondiente. En el caso de que no haya dos días hábiles hasta la fecha de desembolso, se modificará ésta con el fin de que existan estos dos días hábiles hasta la revocación.

En el caso de que la provisión de fondos constituida en el momento de la suscripción tenga que ser devuelta, por el motivo indicado en el párrafo anterior, ésta se realizará libre de gastos, con fecha valor no más tarde del primer día hábil siguiente a cierre del periodo de revocación de órdenes, liquidándose la provisión al 3,00% nominal anual hasta la fecha de finalización del periodo de Revocación.

24. Entidades Directoras: N.A.

25. Entidades Co-Directoras: N.A.

26. Entidades Aseguradoras: N.A.

27. Entidades Colocadoras: Caja Duero

28. Entidades Coordinadoras: N.A.

29. Entidades de Contrapartida y Obligaciones de Liquidez:

La entidad Emisora ha formalizado un contrato de liquidez (“el Contrato de Liquidez”) con la Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja (en adelante, la “Entidad de Liquidez”) de fecha 6 de abril de 2010.

En virtud de dicho contrato, la Entidad de Liquidez se compromete a ofrecer liquidez en AIAF Mercado de Renta Fija a los titulares de Cédulas Hipotecarias Caja Duero VII. En concreto, se obliga a cotizar precios de compra y venta de las Cédulas Hipotecarias Caja Duero VII. Los precios cotizados por la Entidad de Liquidez serán calculados en función de las condiciones de mercado existentes en cada momento, teniendo en cuenta la rentabilidad de la Emisión y la situación de los mercados de renta fija en general, así como de otros mercados financieros, pudiendo la Entidad de Liquidez decidir los precios de compra y venta que cotice y modificar ambos cuando lo considere oportuno y sin que en ningún momento la diferencia entre el precio de compra y de venta cotizados por la Entidad de Liquidez sea superior al 10% en términos de TIR, con un máximo de 50 puntos básicos también en términos de TIR y nunca sea 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 estime oportuno.

La Entidad de Liquidez cotizará precios de compra y venta de las Cédulas Hipotecarias Caja Duero VII, que serán vinculantes para un importe nominal máximo de cien mil (100.000 €) euros por operación. La cotización de precios de venta está sujeta a la disponibilidad de Valores en el mercado.

La Entidad de Liquidez se obliga a difundir diariamente y de forma continua los precios que cotice a través de la pantalla de información financiera Reuters (CAJB) o aquella que pudiera sustituirla y adicionalmente por vía telefónica en el número 963982004 / 963982012 de Bancaja.

La Entidad de Liquidez difundirá, con la periodicidad que los volúmenes contratados en el ejercicio de sus funciones de entidad de contrapartida requieran, y como mínimo mensualmente, los indicados volúmenes, sus precios medios y vencimientos, a través de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (en adelante, “AIAF”).

La Entidad de Liquidez quedará exonerada de sus responsabilidades ante cambios de las circunstancias estatutarias, legales o económicas del Emisor en que se aprecie de forma determinante una disminución de su solvencia, o ante un supuesto de fuerza mayor o de alteración extraordinaria de las circunstancias del mercado que hicieran excepcionalmente gravoso el cumplimiento del presente Contrato. En cualquier caso, una vez las citadas circunstancias hayan desaparecido, la Entidad de Liquidez estará obligada a reanudar el cumplimiento de sus obligaciones como Entidad de Liquidez.

La Entidad de Liquidez podrá excusar el cumplimiento de sus obligaciones de dar liquidez cuando el valor nominal de las Cédulas Hipotecarias Caja Duero VII que ostente de forma individual, adquiridas directamente en el mercado en cumplimiento de su actuación como Entidad de Liquidez, exceda del 10% del importe nominal de la emisión.

En ambas circunstancias, el Emisor y/o la Entidad de Liquidez comunicarán a la CNMV y al Mercado AIAF el momento y causas del cese y reanudación en las funciones de Entidad de Liquidez.

El Contrato de Liquidez tendrá la misma vigencia que la presente emisión de Cédulas Hipotecarias Caja Duero VII. No obstante se prevé la resolución del mismo por renuncia o incumplimiento, en cuyo caso, tanto el Emisor como la Entidad de Liquidez se obligan a realizar sus mejores esfuerzos para localizar una entidad que siga desarrollando las funciones de la Entidad de Liquidez de manera que el Contrato de Liquidez seguirá desplegando todos sus efectos en tanto el Emisor no haya celebrado un nuevo contrato de características similares a las del Contrato de Liquidez con otra u otras entidades de liquidez y que dicha/s nueva/s entidad/es de liquidez inicie/n sus funciones.

La resolución del Contrato de Liquidez, la sustitución de la Entidad de Liquidez serán notificadas por el Emisor a los titulares de las Cédulas Hipotecarias Caja Duero VII mediante la publicación del correspondiente anuncio en un periódico de difusión nacional y en el Boletín de Cotización de AIAF Mercado de Renta Fija con una antelación de al menos quince días hábiles. Asimismo, la resolución del Contrato será comunicada a la CNMV y a IBERCLEAR con una antelación mínima de 15 días hábiles.

30. Restricciones de Venta o a la Libre circulación de los Valores: No existen restricciones a la libre circulación de los valores.

31. Representación de los Inversores: Ver apartado 3 de estas Condiciones Finales.

32. TAE, TIR para el Tomador de los Valores: 3,0339%

Cuadro de flujos de la Emisión:

Fecha	Concepto	Importe
10/06/2010	Desembolso	-1.000,00
10/09/2010	Cupón	7,50
10/12/2010	Cupón	7,50
10/03/2011	Cupón	7,50
10/06/2011	Cupón	7,50
10/09/2011	Cupón	7,50
10/12/2011	Cupón	7,50
10/03/2012	Cupón	7,50
10/06/2012	Cupón	7,50

10/09/2012	Cupón	7,50
10/12/2012	Cupón	7,50
10/03/2013	Cupón	7,50
10/06/2013	Cupón y Reembolso	1.007,50

La fórmula aplicada para dicho cálculo es la siguiente:

$$P_0 = \sum_{j=1}^n \frac{F_j}{(1+r/100)^{(d/base)}}$$

donde:

P_0 = Precio de Emisión del valor

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

r = Rentabilidad anual efectiva o TIR

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

n = Número de flujos de la Emisión

base = Base para el cálculo de intereses aplicable de conformidad con lo que resulta de las Condiciones Finales.

33. Interés efectivo previsto para el Emisor: TIR: 3,0369%

- Gastos de la emisión:

Concepto	Importe
CNMV - supervisión admisión	4.500,00 €
AIAF - estudio, registro y admisión	7.500,00 €
IBERCLEAR – inscripción	500,00 €

- Total Gastos de la Emisión: 12.500,00 € [0,008333%]

- INFORMACIÓN OPERATIVA DE LOS VALORES

34. Agente de Pagos: Caja Duero

35. Calendario relevante para el pago de los flujos establecidos en la emisión: Target2.

36. Fiscalidad de los Valores: En la tributación de estos valores y por lo que respecta al IRPF y al IS, 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. En el ámbito del IRPF estos rendimientos se integrarán en la base imponible del ahorro y estarán sujetos, como norma general, a una retención en origen del 19% según la normativa vigente.

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

Las resoluciones y acuerdos por los que se ha procedido a la realización de la presente Emisión son los que se enuncian a continuación:

- Acuerdo de la Asamblea General de Caja Duero de fecha 18 de diciembre de 2009. Tras la presente emisión el saldo dispuesto del citado Acuerdo de la Asamblea General es de 150 millones de euros, y el saldo disponible asciende a 2.850 millones de euros.
- Acuerdo del Consejo de Administración de Caja Duero de fecha 25 de febrero de 2010. Tras la presente emisión el saldo dispuesto del citado Acuerdo del Consejo de Administración es de 150 millones de euros, y el saldo disponible es de 150 millones de euros.

Con la presente emisión se han utilizado un total de 510 millones de euros del Programa de Base de Valores de Renta Fija y Valores Estructurados inscrito el 30 de julio de 2009, quedando un saldo disponible para emitir de 990 millones de euros.

No se constituirá Sindicato de Titulares de Cédulas para los valores incluidos en la presente emisión.

4. ACUERDOS DE ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN

Se solicitará la admisión a negociación de los valores descritos en las presentes Condiciones Finales en AIAF Mercado de Renta Fija, y está prevista su cotización en un plazo inferior a 30 días desde la Fecha de Desembolso de la Emisión.

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. ACONTECIMIENTOS RECIENTES IMPORTANTES PARA LA SOLVENCIA DEL EMISOR

Desde el último Documento de Registro inscrito en la CNMV (28 enero 2010) no se han producido hechos significativos en el Emisor salvo lo comunicado como hechos relevantes a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, entre los que destaca los siguientes:

- El Consejo de Administración de la Caja de Ahorros de Salamanca y Soria “Caja Duero”, en sesión extraordinaria celebrada el día 10 de noviembre de 2009, adoptó, por unanimidad, el siguiente acuerdo:

“Iniciar, bajo la fórmula de fusión, el proceso de consolidación entre Caja Duero y Caja España, sin vinculación alguna a posiciones previas.”

- El Consejo de Administración de Caja Duero, en sesión extraordinaria celebrada el día 05 de enero de 2010, ha sido informada de las negociaciones llevadas a cabo por las

comisiones delegadas por Caja Duero y Caja España para el proceso de fusión de ambas Entidades.

Tras recibir dicha información, el Consejo de Administración ha acordado, por mayoría, ratificar los acuerdos alcanzados en las referidas negociaciones.

- El Consejo de Administración de Caja de Ahorros de Salamanca y Soria (Caja Duero), en su reunión celebrada el día dieciséis de marzo de 2010, ha aprobado el Proyecto de Fusión con la Caja España de Inversiones, Caja de Ahorros y Monte de Piedad, mediante creación de una nueva entidad denominada “Caja España de Inversiones, Salamanca y Soria, Caja de Ahorros y Monte de Piedad”.

Asimismo, a efectos de lo previsto en el Real Decreto Ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito, en la misma sesión se ha aprobado la solicitud de las medidas de apoyo financiero al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), por el importe previsto en el Proyecto de Fusión, que asciende a 525 millones de euros.

Posteriormente, tras cumplirse los trámites oportunos, se procederá a la convocatoria de las Asambleas Generales de ambas Cajas, para someter a su aprobación la fusión de ambas entidades.

Estas Condiciones Finales están visadas en todas sus páginas y firmadas en Salamanca, a 19 de abril de 2010.

Firmado en representación de Caja de Ahorros de Salamanca y Soria
p.p.

D. Jesús Llorente Sanz
Subdirector General



Informe de emisión de Cédulas Hipotecarias

Caja Duero

23 de marzo de 2010

Informe de Emisión de Cédulas Hipotecarias de Caja Duero a 23 de marzo de 2010

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

Índice

Introducción	2
1. Características de la emisión.....	2
2. Análisis del riesgo crediticio del emisor	3
3. Definición del marco de análisis: mercado y emisiones comparables.....	4
3.1. Situación del mercado primario.	4
3.2. Análisis del mercado secundario y emisiones de referencia.....	6
4. Análisis de la emisión de Caja Duero.	11
4.1. Valoración de la emisión y de sus comparables.....	11
4.2. Análisis de la rentabilidad de la emisión	14
5. Conclusiones	16
Anexo 1. Metodologías de valoración	18
Anexo 2. Inputs de valoración	22

Introducción

A petición de Caja Duero, IM Valora Consulting realiza en el presente documento un análisis de valoración sobre la emisión de Cédulas Hipotecarias que dicha entidad tiene previsto emitir próximamente.

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

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

1. Características de la emisión

La emisión de Cédulas Hipotecarias de Caja Duero presenta las siguientes características principales:

- Importe nominal de la emisión: 150.000.000 €.
- Vencimiento: Transcurridos 3 años desde la emisión.
- Estructura de pagos:
 - Cupón fijo del 3% anual.
- Frecuencia de pago: Trimestral.
- Opcionalidad: No dispone de *cap* ni de *floor*.
- Cancelabilidad: No dispone de opciones de cancelación.
- Inversores: Banca minorista.

2. Análisis del riesgo crediticio del emisor

En las emisiones de cédulas hipotecarias, el capital y los intereses están especialmente garantizados, sin necesidad de inscripción registral, por hipotecas, sobre todas las que en cualquier tiempo consten inscritas a favor de Caja Duero.

En relación al orden de prelación, los tenedores de las cédulas hipotecarias tendrán el carácter de acreedores singularmente privilegiados, frente a cualesquiera otros acreedores y en caso de concurso, tales tenedores gozarán de privilegio especial de cobro sobre los créditos hipotecarios del propio emisor.

Respecto a la calidad crediticia, Caja Duero dispone de una calificación A3 otorgada por la agencia Moody's, lo que la sitúa dentro del grado de inversión.

A efectos comparativos, en la tabla 1 se recogen las calificaciones crediticias atribuidas por varias de las agencias especializadas para algunos de los principales bancos y cajas de ahorro españolas. Se incluye, asimismo, la información acerca de sus correspondientes revisiones (*credit watch*), en caso de haberlas y perspectivas (*outlook*). Puede observarse que Caja Duero se sitúa por debajo de BBVA, Santander, La Caixa, Banco Popular y Banco Sabadell, entre otros, su rating la sitúa de manera equivalente a la CAM y Caixanova, y con mejor rating que entidades como Caja Burgos, Caixa Manresa y Caixa Terrasa.

La calificación provisional otorgada por la agencia de calificación Moody's para la emisión de Cédulas Hipotecarias de Caja Duero es de Aaa, dato considerado en el marco comparativo en nuestro análisis.

Tabla 1
Calificaciones crediticias de principales cajas y bancos españoles

Emisor	Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
Banco Santander	Aa2	NEGATIVO	AA	ESTABLE
BBVA	Aa2	NEGATIVO	AA-	POSITIVO
La Caixa	Aa2	NEGATIVO	AA-	NEGATIVO
Banesto	Aa3	NEGATIVO	AA	ESTABLE
Banco Popular	Aa3	NEGATIVO	AA-	NEGATIVO
Bankinter	A1	NEGATIVO	A+	ESTABLE
Caja Madrid	A1	NEGATIVO	A+	NEGATIVO
BBK	A1	NEGATIVO	A+	ESTABLE
Banco Sabadell	A2	NEGATIVO	A+	NEGATIVO
Caja Duero	A3	NEGATIVO	-	-
CAM	A3	NEGATIVO	A-	NEGATIVO
Caixanova	A3	NEGATIVO	A-	NEGATIVO
Bancaja	A3	NEGATIVO	BBB+	ESTABLE
Caixa Galicia	A3	NEGATIVO	BBB+	ESTABLE
Banco Pastor	A3	NEGATIVO	-	-
Caixa Catalunya	A3	NEGATIVO	-	-
Caja España	Baa1	NEGATIVO	BBB+	NEGATIVO
Caixa Manresa	Baa1	NEGATIVO	-	-
Caja Burgos	Baa1	NEGATIVO	-	-
Caixa Terrassa	Baa2	NEGATIVO	BB+	-

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

3.1. Situación del mercado primario.

En la línea con lo sucedido para otros títulos, el mercado de cédulas hipotecarias experimentó un importante colapso durante 2008 debido a la ausencia de liquidez traducida en una reducción de la demanda de los inversores. Esta circunstancia disparó significativamente los diferenciales de éstas respecto a los bonos estatales.

Desde la implementación de los planes de rescate del sector bancario por parte de los gobiernos de las principales economías desarrolladas, acompañados por las actuaciones coordinadas de los bancos centrales en política monetaria orientadas a aumentar la liquidez y la confianza del sistema crediticio, se observa que, a lo largo del año 2009, las entidades financieras han realizado emisiones de forma continuada con objeto de fortalecer su estructura de financiación

Tras el anuncio del BCE, en mayo de 2009, de la implementación del *Programa de adquisición de covered bonds* (por un importe de 60,000 millones de euros), al igual que habían realizado otros bancos centrales, tanto en mercado primario como secundario, el mercado de cédulas hipotecarias comienza a dar importantes señales de recuperación.

Los datos corroboran la recuperación mencionada, la emisión de cédulas aumentó en torno a un 135% desde junio hasta diciembre de 2009 y el peso de las emitidas supuso en octubre de este mismo año un 43% del total de títulos hipotecarios emitidos frente al 17% que representaba en octubre de 2008.

El dinamismo y la elevada actividad del mercado primario a lo largo de los últimos meses lo convierten en una referencia necesaria en el marco de nuestro análisis.

El estudio detallado del mercado primario doméstico revela dos fases claramente diferenciadas. La primera fase comprende desde finales de 2008 hasta mediados de junio de 2009 mientras que la segunda comienza a finales de junio y se prolonga hasta la actualidad.

En los últimos años las cédulas hipotecarias habían gozado de gran liquidez, sin embargo, el estallido internacional de la crisis de las hipotecas subprime y el afloramiento de problemas de confianza y liquidez en bancos y cajas, hicieron mella en el mercado aumentando los niveles de incertidumbre. Como consecuencia se produjo un importante ensanchamiento de los diferenciales con respecto a la deuda pública, lo que explica por qué en la primera fase, antes señalada, las emisiones de cédulas son inexistentes tanto a nivel nacional como a nivel europeo.

El comienzo de la segunda fase, tal y como hemos comentado anteriormente, coincide con la intervención del BCE en este mercado en mayo de 2009.

Desde el anuncio de puesta en marcha del programa de adquisiciones, se han emitido bonos garantizados no sólo en los mercados de España, Francia y Alemania, sino también en países en los que, hasta ahora, la emisión en los mercados primarios había sido bastante limitada, como Portugal, Países Bajos e Italia. Cabe señalar que varias de las emisiones realizadas fueron inaugurales (primeras emisiones). En conjunto, el programa de adquisiciones ha contribuido a revitalizar el mercado primario de bonos garantizados.

El importante incremento en el número de emisiones durante el tercer trimestre de 2009, favorecido por una considerable mejora de las condiciones de demanda en los mercados, condujo a un ligero y paulatino estrechamiento de los diferenciales a lo largo de toda la curva hasta finales de año.

A partir de diciembre de 2009, las preocupaciones relativas al riesgo soberano derivadas principalmente de la rebaja de la calificación de la deuda de Grecia se han traducido en un incremento de la volatilidad existente en los mercados de deuda pública de la zona euro, lo que, a su vez, se ha reflejado en una ampliación de los diferenciales entre los rendimientos de dicha deuda. Si a esto se le añaden las distintas actuaciones de S&P y Moody's en relación con las calificaciones de los bonos garantizados y las moderadas presiones por el lado de las ventas se explicaría gran parte de la ampliación sufrida por los diferenciales de los bonos garantizados en este último período en general, y de las cédulas hipotecarias en particular.

A la vista de lo anterior, a la hora de seleccionar las emisiones comparables de referencia, constituye un factor determinante la fecha de emisión. Por ello, en la construcción del conjunto de emisiones de referencia, además de elegirse emisiones con niveles similares de riesgo y tiempo a vencimiento, se han escogido aquellas más recientes.

Tabla 2
Emisiones comparables de cédulas hipotecarias.

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Vto
Banco Sabadell	A2/A/A+	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	20/01/2010	20/01/2014
Ibercaja	A2/A/-	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	27/01/2010	27/09/2013
Caja Vital	A2/-/A	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	02/03/2010	27/11/2013
Unicaja	Aa3/-/A+	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	27/01/2010	27/09/2013
Banco Santander	-/AA/AA	Aaa/AAA/AAA	Cédulas Hipotecarias	28/01/2010	28/01/2015
BBVA	Aa2/AA/AA-	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	18/01/2010	18/01/2017

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

3.2. Análisis del mercado secundario y emisiones de referencia.

Para estudiar la situación del mercado secundario y, en particular, del mercado de cédulas hipotecarias, se tomará en consideración la siguiente información:

- Análisis de emisiones de cédulas hipotecarias en el mercado secundario.
- Rating provisional Aaa otorgado por Moody's a la emisión objeto de análisis.
- Evolución de la rentabilidad de cédulas hipotecarias en el mercado secundario doméstico.
- Evolución de los índices genéricos de *Covered Bonds*.
- Indicadores propios del diferencial de rentabilidad en el mercado secundario.

Análisis de emisiones de cédulas hipotecarias en el mercado secundario

Tal y como hemos comentado en el análisis del mercado primario, la gran liquidez y movimiento que está experimentando el mercado de cédulas hipotecarias hace que el mercado secundario sea una referencia obligatoria y casi definitiva a la hora de realizar nuestro análisis.

En las tablas 3, 4, y 5 se incluyen, respectivamente, las características de las emisiones de deuda senior y de cédulas hipotecarias realizadas en el sector financiero español y europeo desde mediados de 2008 y hasta principios de 2010. Además de mostrarse sus principales características, cada emisión ha sido valorada al objeto de calcular su nivel de rentabilidad, dato que será utilizado a la hora de comparar las emisiones con la que es objeto de estudio.

Tabla 3
Emisiones de deuda senior en el mercado doméstico

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Descripción
Gob España	Aaa/AA+/AAA	Aaa/AA+/AAA	Senior	02/06/2009	31/10/2019	Cupón anual 4.3%
Santander	Aa1/AA/AA	Aa1/AA/AA	Senior	21/04/2009	21/04/2011	Cupón anual 3.375%
BBVA	Aa1/AA/AA-	Aa1/AA/AA-	Senior	23/01/2009	23/01/2014	Cupón anual 4.875%
BBVA	Aa1/AA/AA-	Aa1/AA/AA-	Senior	03/06/2009	03/06/2022	EUR 3M+120pb
Banesto	Aa2/AA/AA	Aa2/AA/AA	Senior	08/05/2009	08/05/2012	Cupón anual 4%
Caja Madrid	Aa3/A+/AA-	Aa3e/A+/AA-e	Senior	28/01/2009	28/07/2010	Cupón anual 3.65%
Caja Madrid	A1/A/A+	A1/A/A+	Senior	29/06/2009	29/06/2011	Cupón anual 3.625%
Banco Sabadell	A2/A/A+	A2/A/A+	Senior	22/05/2009	22/05/2012	Cupón anual 4.375%
La Caja de Canarias	Baa1/_/_	Baa1/_/_	Senior	11/08/2009	11/02/2012	Cupón EUR3M+20pb con step up en fechas de pago
CAM	A3/_/_/A-	A3/_/_	Senior	16/09/2009	16/09/2012	Cupón EUR3M+20pb con step up en fechas de pago
BBVA	Aa2/AA/AA-	_/_/_	Senior	24/09/2009	24/09/2012	Cupón EUR3M+45pb a vencimiento
Banesto	Aa3/AA/AA	Aa3/AA/AA	Senior	13/01/2010	11/01/2013	Cupón EUR3M+50pb a vencimiento
Bankinter	A1/A/_/_	A1/A/_	Senior	15/01/2010	15/01/2013	Cupón EUR3M+95pb a vencimiento
BBVA	Aa2/AA/AA-	_/_/_	Senior	24/09/2009	24/09/2012	Cupón EUR3M+45pb a vencimiento

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

Fuente: IM Valora Consulting

Tabla 4
Emisiones de cédulas hipotecarias en el mercado doméstico

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Descripción
Banco Pastor	A3/_/_	Aaa/_/_	Cédulas Hipotecarias	20/06/2008	21/06/2010	Cupón fijo del 6% anual
CAM	A3/_/A-	Aaa/_/_	Cédulas Hipotecarias	25/06/2008	25/06/2010	Cupón fijo del 6.125% anual
Banco Sabadell	A2/A/A+	Aaa/_/-	Cédulas Hipotecarias	17/07/2009	17/07/2012	Cupón fijo del 3.115% anual
Unicaja	Aa3/_/A+	Aaa/_/-	Cédulas Hipotecarias	24/07/2009	24/01/2013	Cupón fijo del 3.32% anual
Banesto	Aa3/AA/AA	Aaa/_/AAA	Cédulas Hipotecarias	14/09/2009	28/02/2013	Cupón fijo del 2.625% anual
Banco Pastor	A3/_/-	Aaa/_/-	Cédulas Hipotecarias	17/09/2009	17/03/2014	Cupón fijo del 3.25% anual
BBK	A1/_/A+	Aaa/_/-	Cédulas Hipotecarias	29/09/2009	29/09/2014	Cupón fijo del 3.375% anual
Caja Madrid	A1/A/A+	Aaa/_/AAA	Cédulas Hipotecarias	05/10/2009	05/10/2016	Cupón fijo del 3.625% anual
Unicaja	Aa3/_/A+	Aaa/_/-	Cédulas Hipotecarias	06/10/2009	06/10/2014	Cupón fijo del 3.125% anual
BBVA	Aa2/AA/AA-	Aaa/_/-	Cédulas Hipotecarias	09/10/2009	09/10/2014	Cupón fijo del 3% anual
CAM	A3/_/A-	Aaa/_/-	Cédulas Hipotecarias	22/10/2009	22/10/2014	Cupón fijo del 3.375% anual
Cajamar	A3/_/A	Aaa/_/-	Cédulas Hipotecarias	23/10/2009	23/10/2014	Cupón fijo del 3.5% anual
Banca March	A2/_/-	Aaa/_/-	Cédulas Hipotecarias	11/11/2009	28/06/2013	Cupón fijo del 3% anual
Ibercaja	A2/A/-	Aaa/_/-	Cédulas Hipotecarias	27/11/2009	27/11/2014	Cupón fijo del 3.375% anual
BBK	A1/_/A+	Aaa/_/-	Cédulas Hipotecarias	22/12/2009	15/10/2012	Cupón fijo del 2.55% anual
BBVA	Aa2/AA/AA-	Aaa/_/-	Cédulas Hipotecarias	18/01/2010	18/01/2017	Cupón fijo del 3.625% anual
Banco Sabadell	A2/A/A+	Aaa/_/-	Cédulas Hipotecarias	20/01/2010	20/01/2014	Cupón fijo del 3.125% anual
Ibercaja	A2/A/-	Aaa/_/-	Cédulas Hipotecarias	27/01/2010	27/09/2013	Cupón fijo del 2.875% anual
Unicaja	Aa3/_/A+	Aaa/_/-	Cédulas Hipotecarias	27/01/2010	27/09/2013	Cupón fijo del 2.875% anual
Banco Santander	-/AA/AA	Aaa/AAA/AAA	Cédulas Hipotecarias	28/01/2010	28/01/2015	Cupón fijo del 3.125% anual
Caja Navarra	-/_/A	-/_/AAA	Cédulas Hipotecarias	10/02/2010	27/09/2013	Cupón fijo del 2.875% anual
Caja Vital	A2/_/A	Aaa/_/-	Cédulas Hipotecarias	02/03/2010	27/11/2013	Cupón fijo del 3.035% anual

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

Fuente: IM Valora Consulting

Tabla 5
Emisiones de cédulas hipotecarias en el mercado europeo

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	País	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Descripción
Berlin-Hannover Hypobank AG	_/_/A+	Aa1/AAA/AA+	GE	Cédulas Hipotecarias	05/03/2010	30/12/2016	Cupón fijo del 3.25% anual
Société Générale	_/_/A+	Aaa/AAA/AAA	FR	Cédulas Hipotecarias	06/06/2008	06/06/2013	Cupón fijo del 4.75% anual
SEB AG	Baa1/A_/A+	Aaa/_/_	GE	Cédulas Hipotecarias	07/05/2008	07/05/2013	Cupón fijo del 4.25% anual
Norddeutsche Landesbank	Aa2/A_/A	Aaa/_/_	GE	Cédulas Hipotecarias	10/06/2008	10/06/2013	Cupón fijo del 4.625% anual
Dexia Kommunalbank Deutschland AG	_/_/_	_/_/AAA_	GE	Cédulas Hipotecarias	11/03/2010	11/03/2013	Cupón fijo del 1.875% anual
Landesbank Baden-Württemberg	Aa2/_/A+	Aaa/AAA/AAA	GE	Cédulas Hipotecarias	12/02/2009	12/02/2014	Cupón fijo del 3.75% anual
CorealCredit Bank AG	_/_/BBB_	_/_/AA-	GE	Cédulas Hipotecarias	13/11/2009	13/11/2013	Cupón fijo del 3% anual
Landesbank Hessen-Thüringen	Aa2/A_/A+	Aaa/AAA/AAA	GE	Cédulas Hipotecarias	14/07/2009	11/11/2014	Cupón fijo del 3% anual
Unicredit Bank AG	_/_/A+	Aaa/AAA/AAA	GE	Cédulas Hipotecarias	14/07/2009	15/01/2013	Cupón fijo del 2.375% anual
Deutsche Pfandbriefbank AG	A3/BBB/A_	Aaa/AAA/AAA	GE	Cédulas Hipotecarias	18/01/2010	18/01/2017	Cupón fijo del 3.375% anual
Deutsche Postbank AG	A1/A_/A+	Aaa/AAA/AAA	GE	Cédulas Hipotecarias	22/10/2009	22/10/2012	Cupón fijo del 1.55% anual
Eurohypo AG	A1/A_/A	Aaa/AAA/AAA	GE	Cédulas Hipotecarias	28/08/2008	28/08/2013	Cupón fijo del 4.5% anual

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

Fuente: IM Valora Consulting

Obsérvese que los ratings considerados asociados a las emisiones de cédulas que figuran en las tablas anteriores corresponden a los otorgados por las agencias de calificación a fecha de valoración (10 de marzo de 2010) puesto que, en términos de valoración de las rentabilidades comparables en el mercado secundario, el dato relevante es el riesgo del instrumento en el momento de la valoración.

Evolución de la rentabilidad de emisiones de cédulas hipotecarias en el mercado secundario doméstico

Entre las emisiones de cédulas hipotecarias de referencia en el mercado secundario doméstico se han seleccionado aquellas que gozan de mayor liquidez. El detalle de éstas figura en la siguiente tabla.

Tabla 6
Emisiones de cédulas hipotecarias en el mercado secundario español

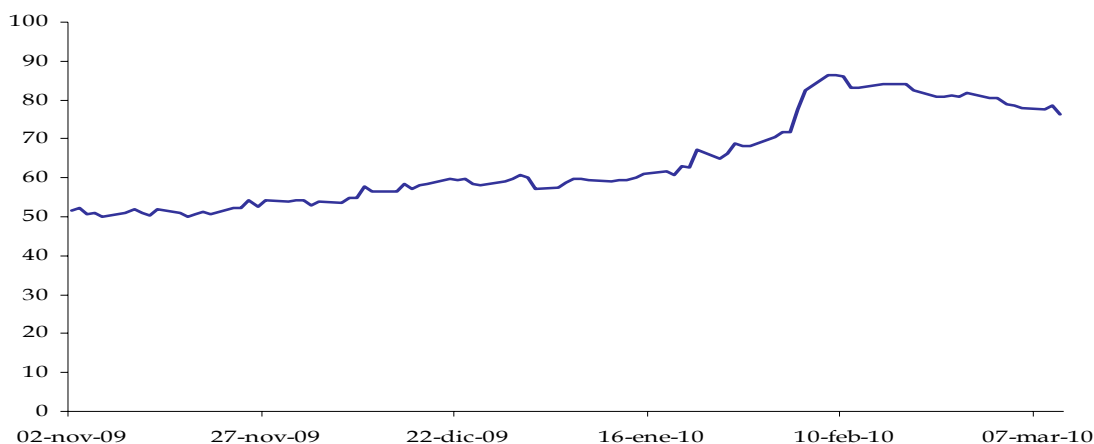
Emisor	ISIN	Rating emisión (*)	Rating emisor (*)	Fecha Emisión	Estructura Pagos
Banco Popular	ES0413790009	Aaa/AA+/AAA	Aa3/A/AA-	18/10/2005	Cupón fijo del 3% anual
Banco Sabadell	ES0413860000	Aaa/-/-	A2/A/A+	29/04/2003	Cupón fijo del 4.5% anual
Banco Santander	ES0413900152	Aaa/AAA/AAA	-/AA/AA	04/05/2007	Cupón fijo del 4.25% anual
Unicaja	ES0464872060	Aaa/-/-	Aa3/-/A+	06/10/2009	Cupón fijo del 3.125% anual
BBK	ES0414100026	Aaa/-/-	A1/-/A+	29/09/2009	Cupón fijo del 3.375% anual
Banesto	ES0413440167	Aaa/-/AAA	Aa3/AA/AA	14/09/2009	Cupón fijo del 2.625% anual
Unicaja	ES0464872060	Aaa/-/-	Aa3/-/A+	06/10/2009	Cupón fijo del 3.125% anual
Caja Madrid	ES0414950776	Aaa/-/AAA	A1/A/A+	05/10/2009	Cupón fijo del 3.625% anual
La Caixa	ES0414970402	Aaa/AAA/*-/-	Aa2/AA-/AA-	04/06/2007	Cupón fijo del 4.625% anual
CAM	ES0414400038	Aaa/-/-	A3/-/A-	25/06/2008	Cupón fijo del 6.125% anual
La Caixa	ES0414970311	Aaa/-/-	Aa2/AA-/AA-	13/09/2006	Cupón fijo del 3.75% anual

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

Fuente: Bloomberg

Para todas ellas se han calculado los spreads sobre la curva *mid-swap* en el periodo 2 de noviembre de 2009 - 10 de marzo de 2010. La integración de la información en un único indicador se ha realizado calculando la media aritmética de las rentabilidades del conjunto de emisiones. En el gráfico que figura a continuación se presenta la evolución temporal del spread medio de las emisiones de referencia consideradas.

Gráfico 1
Evolución temporal del spread medio de emisiones de cédulas hipotecarias en mercado secundario



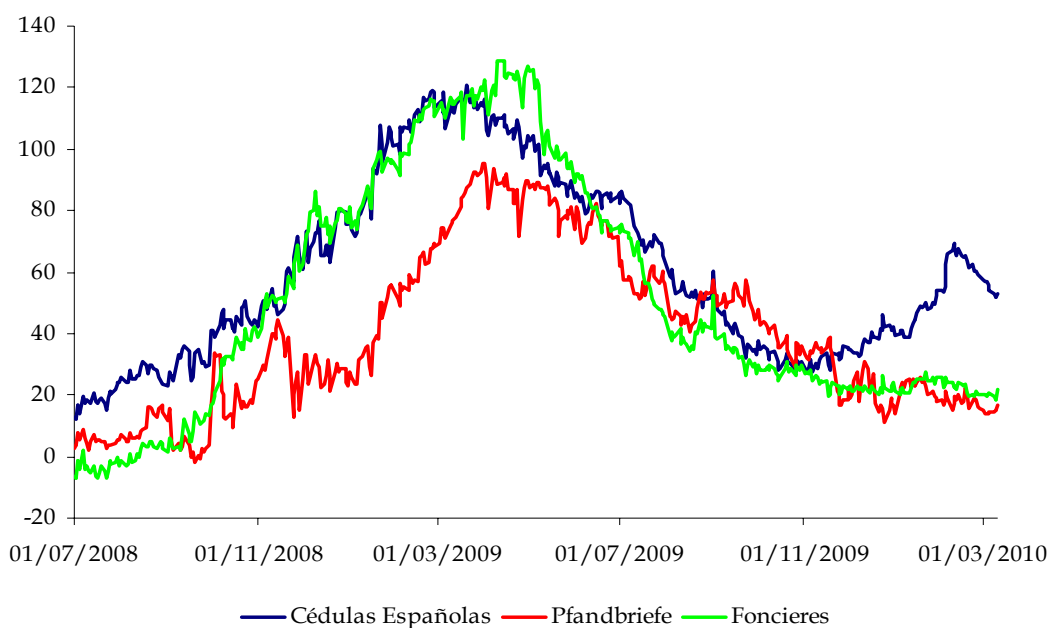
Fuente: IM Valora Consulting

Del gráfico anterior se deduce que el incremento del spread medio de las emisiones de referencia en el periodo 2 de noviembre de 2009 - 10 de marzo de 2010 es de 25 pb.

Evolución de los índices genéricos de Covered Bonds

Los índices genéricos de *Covered Bonds* están compuestos por el conjunto de cédulas o *covered bonds* más líquidos de cada uno de los mercados seleccionados. Dichos índices recogen el spread sobre *swap* medido en puntos básicos. En el siguiente gráfico se distinguirán los índices de los spreads contra la curva *swap* a 3 años correspondientes a Cédulas españolas, los Pfandbriefe (Alemania) y las Foncieries (Francia).

Gráfico 2
Evolución de los índices genéricos de Covered Bonds
3Y Asset Swap Spread



Fuente: Bloomberg

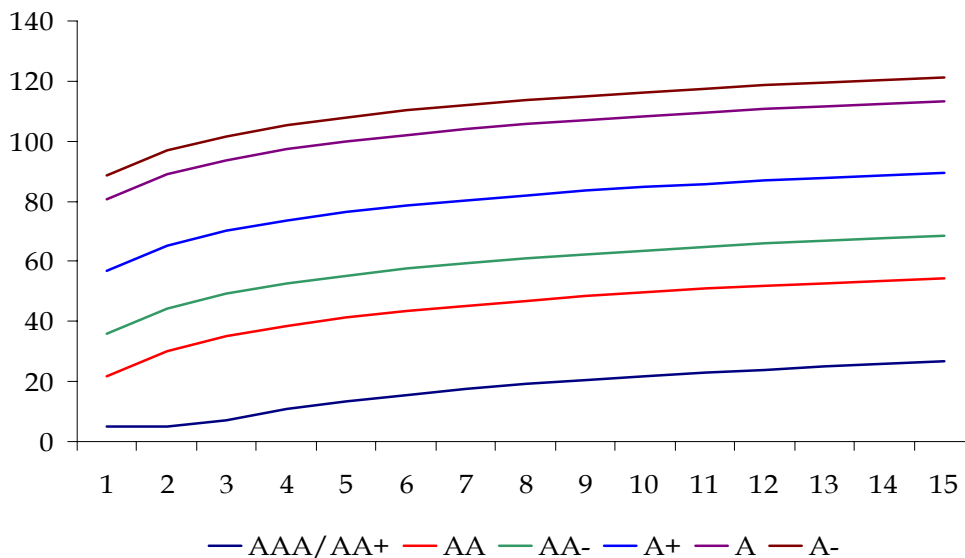
Como puede observarse en este último gráfico, el movimiento y la evolución de los índices se corresponden con la descripción proporcionada en torno al mercado de cédulas hipotecarias. Desde mediados de 2008 los spread de las emisiones de cédulas europeas experimentan un incremento que se prolonga hasta mediados de 2009. La recuperación de este mercado coincide con una importante caída de los diferenciales que en los casos de Alemania y Francia aún prosigue, pero que sin embargo para España parece repuntar a finales de 2009. En este contexto de mercado, el nivel promedio de las cédulas hipotecarias españolas consideradas se sitúa a fecha de valoración alrededor de los 55 pb.

Indicadores propios del diferencial de rentabilidad en el mercado secundario

IM Valora Consulting, en el seno de su equipo de riesgo de crédito, realiza diariamente un seguimiento del mercado y estima curvas por spread-plazo para cada nivel de rating. Utiliza para ello un modelo econométrico propio de estimación de primas implícitas a partir de una amplia base de datos de bonos corporativos (900 bonos). De esta forma, se construye diariamente para el caso del sector financiero en moneda euro las curvas de spread implícitos sobre la curva *swap* de mercado.

El gráfico que figura a continuación recoge los niveles de crédito estimados en el momento de la valoración.

Gráfico 3
Spread emisiones perfil riesgo-plazo



Fuente: IM Valora Consulting

4. Análisis de la emisión de Caja Duero.

4.1. Valoración de la emisión y de sus comparables

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

La valoración de la emisión a fecha 10 de marzo de 2010 arroja un resultado de 112 pb (spread asset sobre curva *Swap*).

Tabla 7
Emisión de cédulas hipotecarias de Caja Duero

Emisor	Rating emisor (*)	Tipo Emisión	Fecha Valoración	Vencimiento	Spread Implícito
Caja Duero	A3/_/_	Cédulas Hipotecarias	10/03/2010	3 años	112 pb

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

Por otro lado, para la valoración de las emisiones comparables que incorporan opcionalidad se utilizan métodos de simulación en árboles trinomiales. Los procesos estocásticos que se simulan son aquellos que recogen el comportamiento de toda la estructura temporal de tipos de interés en modelos de no arbitraje. Para su implementación, IM Valora utiliza el modelo de Hull y White. Para la valoración de aquellas comparables que no incorporen opcionalidad se ha seguido la misma metodología que para la emisión de Caja Duero.

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

Tabla 8
Emisiones de cédulas hipotecarias en el mercado primario doméstico

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Spread implícito
Banco Sabadell	A2/A/A+	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	20/01/2010	20/01/2014	70 pb
Ibercaja	A2/A/-	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	27/01/2010	27/09/2013	57 pb
Caja Vital	A2/-/A	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	02/03/2010	27/11/2013	80 pb
Unicaja	Aa3/-/A+	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	27/01/2010	27/09/2013	57 pb
Banco Santander	-/AA/AA	Aaa/AAA/AAA	Cédulas Hipotecarias	28/01/2010	28/01/2015	50 pb
BBVA	Aa2/AA/AA-	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	18/01/2010	18/01/2017	64 pb

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

Tabla 9
Emisiones de deuda senior en el mercado secundario doméstico

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Spread implícito
Gob. España	Aaa/AA+/AAA	Aaa/AA+/AAA	Senior	06/10/2009	30/04/2013	2 pb
Santander	Aa1/AA/AA	Aa1/AA/AA	Senior	21/04/2009	21/04/2011	43 pb
BBVA	Aa1/AA/AA-	Aa1/AA/AA-	Senior	23/01/2009	23/01/2014	73 pb
Banesto	Aa2/AA/AA	Aa2/AA/AA	Senior	08/05/2009	08/05/2012	74 pb
Caja Madrid	Aa3/A+/AA-	Aa3/A+/AA-	Senior	28/01/2009	28/07/2010	126 pb
Banco Sabadell	Aa3/A+/A+	Aa3/A+/A+	Senior	22/05/2009	22/05/2012	94 pb
Banesto	Aa3/AA/AA	Aa3/AA/AA	Senior	11/01/2010	11/01/2013	93 pb
Bankinter	A1/A+/_	A1/A/_	Senior	21/01/2010	21/01/2013	113 pb
Caja Madrid	A1/A/A+	A1/A/A+	Senior	29/06/2009	29/06/2011	182 pb
Bancaja	A3/_/BBB+	A3/_/BBB+	Senior	26/05/2006	26/05/2013	262 pb

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

Tabla 10
Emisiones de cédulas hipotecarias en el mercado secundario doméstico

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Spread implícito
Banco Pastor	A3/_/_	Aaa/_/_	Cédulas Hipotecarias	20/06/2008	21/06/2010	49 pb
CAM	A3/_/A-	Aaa/_/_	Cédulas Hipotecarias	25/06/2008	25/06/2010	92 pb
Banco Sabadell	A2/A/A+	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	17/07/2009	17/07/2012	63 pb
BBK	A1/-/A+	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	22/12/2009	15/10/2012	58 pb
Unicaja	Aa3/-/A+	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	24/07/2009	24/01/2013	59 pb
Banesto	Aa3/AA/AA	Aaa/-/AAA	Cédulas Hipotecarias	14/09/2009	28/02/2013	58 pb
Banca March	A2/-/-	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	11/11/2009	28/06/2013	40 pb
Ibercaja	A2/A/-	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	27/01/2010	27/09/2013	63 pb
Unicaja	Aa3/-/A+	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	27/01/2010	27/09/2013	67 pb
Caja Vital	A2/-/A	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	02/03/2010	27/11/2013	76 pb
Banco Sabadell	A2/A/A+	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	20/01/2010	20/01/2014	82 pb
Banco Pastor	A3/-/-	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	17/09/2009	17/03/2014	105 pb
BBK	A1/-/A+	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	29/09/2009	29/09/2014	86 pb
Unicaja	Aa3/-/A+	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	06/10/2009	06/10/2014	85 pb
BBVA	Aa2/AA/AA-	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	09/10/2009	09/10/2014	62 pb
CAM	A3/-/A-	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	22/10/2009	22/10/2014	109 pb
Cajamar	A3/-/A	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	23/10/2009	23/10/2014	119 pb
Ibercaja	A2/A/-	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	27/11/2009	27/11/2014	94 pb
Banco Santander	-/AA/AA	Aaa/AAA/AAA	Cédulas Hipotecarias	28/01/2010	28/01/2015	66 pb
Caja Madrid	A1/A/A+	Aaa/-/AAA	Cédulas Hipotecarias	05/10/2009	05/10/2016	112 pb
BBVA	Aa2/AA/AA-	Aaa/-/-	Cédulas Hipotecarias	18/01/2010	18/01/2017	75 pb

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

Para poder establecer una comparación entre la emisión de Caja Duero y las distintas emisiones dentro del marco europeo ha sido necesario el cálculo para cada país considerado de los diferenciales de su deuda con respecto a la curva *swap*.

Sabiendo que las emisiones referencia de comparación han sido emitidas por entidades tanto alemanas como francesas y una vez calculados los distintos diferenciales por plazo para cada uno de estos países, en la tabla 13 se muestran las rentabilidades ajustadas con el objeto de permitir dicha comparación.

Tabla 11
Emisiones de cédulas hipotecarias en el mercado secundario europeo

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	País	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Spread implícito
Berlin-Hannover Hypobank AG	_/_/A+	Aa1/AAA/AA+	GE	Cédulas Hipotecarias	05/03/2010	30/12/2016	55 pb
Société Générale	_/_/A+	Aaa/AAA/AAA	FR	Cédulas Hipotecarias	06/06/2008	06/06/2013	17 pb
SEB AG	Baa1/A_/A+	Aaa/_/_	GE	Cédulas Hipotecarias	07/05/2008	07/05/2013	9 pb
Norddeutsche Landesbank	Aa2/A_/A	Aaa/_/_	GE	Cédulas Hipotecarias	10/06/2008	10/06/2013	2 pb
Dexia Kommunalbank Deutschland A	_//_	_/AAA/_	GE	Cédulas Hipotecarias	11/03/2010	11/03/2013	2 pb
Landesbank Baden-Württemberg	Aa2/_/A+	Aaa/AAA/AAA	GE	Cédulas Hipotecarias	12/02/2009	12/02/2014	-2 pb
CorealCredit Bank AG	_/_/BBB_	_/_/AA-	GE	Cédulas Hipotecarias	13/11/2009	13/11/2013	33 pb
Landesbank Hessen-Thüringen	Aa2/A_/A+	Aaa/AAA/AAA	GE	Cédulas Hipotecarias	14/07/2009	11/11/2014	11 pb
Unicredit Bank AG	_/A/A+	Aaa/AAA/AAA	GE	Cédulas Hipotecarias	14/07/2009	15/01/2013	-5 pb
Deutsche Pfandbriefbank AG	A3/BBB/A_	Aaa/AAA/AAA	GE	Cédulas Hipotecarias	18/01/2010	18/01/2017	38 pb
Deutsche Postbank AG	A1/A_/A+	Aaa/AAA/AAA	GE	Cédulas Hipotecarias	22/10/2009	22/10/2012	27 pb
Eurohypo AG	A1/A_/A	Aaa/AAA/AAA	GE	Cédulas Hipotecarias	28/08/2008	28/08/2013	11 pb

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

Tabla 12
Diferenciales Curva Swap – Curvas Tesoro

	Alemania	Francia	España
1 año	-57 pb	-55 pb	-41 pb
2 años	-52 pb	-33 pb	-5 pb
3 años	-47 pb	-22 pb	9 pb
4 años	-39 pb	-30 pb	13 pb
5 años	-31 pb	-16 pb	38 pb
6 años	-30 pb	-5 pb	33 pb
7 años	-27 pb	-13 pb	38 pb
8 años	-21 pb	1 pb	29 pb
9 años	-18 pb	5 pb	37 pb
10 años	-19 pb	10 pb	49 pb
15 años	-20 pb	9 pb	64 pb
20 años	16 pb	36 pb	99 pb

Tabla 13
Rentabilidades ajustadas de emisiones del mercado secundario europeo

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	Spread implícito	Spread ajustado
Berlin-Hannover Hypobank AG	_/_/A+	Aa1/AAA/AA+	55 pb	119 pb
Société Générale	_/_/A+	Aaa/AAA/AAA	17 pb	52 pb
SEB AG	Baa1/A_/A+	Aaa/_/_	9 pb	65 pb
Norddeutsche Landesbank	Aa2/A_/A	Aaa/_/_	2 pb	58 pb
Dexia Kommunalbank Deutschland AG	_//_	_/AAA/_	2 pb	59 pb
Landesbank Baden-Württemberg	Aa2/_/A+	Aaa/AAA/AAA	-2 pb	51 pb
CorealCredit Bank AG	_/_/BBB_	_/_/AA-	33 pb	87 pb
Landesbank Hessen-Thüringen	Aa2/A_/A+	Aaa/AAA/AAA	11 pb	74 pb
Unicredit Bank AG	_/A/A+	Aaa/AAA/AAA	-5 pb	50 pb
Deutsche Pfandbriefbank AG	A3/BBB/A_	Aaa/AAA/AAA	38 pb	103 pb
Deutsche Postbank AG	A1/A_/A+	Aaa/AAA/AAA	27 pb	80 pb
Eurohypo AG	A1/A_/A	Aaa/AAA/AAA	11 pb	66 pb

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

4.2. Análisis de la rentabilidad de la emisión

Del análisis del mercado primario podemos concluir que:

- Entre las emisiones de cédulas recientes, encontramos las de BBVA y Santander, emitidas en enero de 2010, que presentan rentabilidades de 64 y 50 pb, respectivamente, con mejores niveles de rating y vencimientos superiores a la de Caja Duero. Entre el resto de emisiones comparables en el marco del mercado primario, nos encontramos con la de Banco Sabadell, Ibercaja y Caja Vital, todas con un riesgo asociado al emisor un escalón por encima de la emisión objeto de estudio, con vencimientos similares y que pagan unas rentabilidades implícitas de 70, 57 y 80 pb, respectivamente.

Del análisis de la rentabilidad de la emisión y su comparación con las emisiones de referencia y los índices relevantes estudiados en el mercado secundario, se pone de manifiesto que:

- La emisión de deuda soberana emitida a un plazo de 3 años por el gobierno de España, con 2 pb sobre la curva *swap* y que supone el primer *floor*, es superado por la emisión de cédulas hipotecarias objeto de estudio. Recuérdese que la emisión de Caja Duero paga una rentabilidad de 112 pb.
- Si analizamos las emisiones de cédulas emitidas en el segundo semestre de 2009, podemos destacar varias de ellas con similares niveles de riesgo emisor a la emisión de Caja Duero: Cajamar, la CAM y Banco Pastor ofrecen, respectivamente, rentabilidades de 119, 109 y 105 pb pero con tiempos a vencimiento ligeramente superiores.
- Entre las emisiones de deuda senior podemos observar que aquella con un nivel de riesgo y tiempo a vencimiento similar como es la de Bancaja, está ofreciendo una rentabilidad mucho mayor a la de la emisión analizada. Además de ésta, varias de las emisiones de este mismo tipo de deuda calificadas en un rango de menor riesgo también nos muestran rentabilidades superiores a la de Caja Duero.
- De los índices genéricos de *Covered Bonds* proporcionados por Bloomberg se puede apreciar otro *floor* claramente marcado, puesto que nos muestran que, a fecha de valoración, la rentabilidad promedio de las cédulas hipotecarias españolas más líquidas se encuentra alrededor de 55 pb.
- En el marco de las emisiones de cédulas europeas, las emisiones de Norddeutsche Landesbank, Unicredit Bank AG, Deutsche Postbank AG y Eurohypo AG pagan a fecha de valoración rentabilidades implícitas de

58, 50, 80 y 66 pb, respectivamente. Pese a las similitudes en términos de vencimiento, el spread pagado por la emisión de Caja Duero es superior a todas ellas en línea con lo esperado dado el mayor riesgo asociado.

- Entre las emisiones europeas encontramos también, para niveles de riesgo emisor similares a los de Caja Duero, la emisión de Deutsche Pfandbriefbank AG con 103 pb pero con un plazo a vencimiento de 7 años, muy superior a los 3 años de la emisión analizada. Además, podemos observar que la emisión de Berlin-Hannover Hypobank AG y la de CorealCredit Bank AG están pagando respectivamente 119 y 87 pb debido a que, de entre todas las emisiones analizadas, son las únicas cuyo rating de emisión se encuentra por debajo del resto.

A la vista de lo anterior, consideramos que la emisión de cédulas hipotecarias de Caja Duero se encuentra dentro de los niveles de elección razonable. En las actuales condiciones de mercado, la rentabilidad ofrecida compensa el riesgo asociado de la propia emisión.

5. Conclusiones

En el presente estudio IM Valora Consulting actúa en calidad de experto independiente con el fin de determinar si las condiciones de la emisión de cédulas hipotecarias de Caja Duero, cuya colocación está dirigida al mercado minorista, son adecuadas en las actuales circunstancias del mercado.

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

El presente trabajo se ha desarrollado en el periodo comprendido entre el 10 y el 23 de marzo de 2010. La validez de sus resultados y conclusiones está circunscrita estrictamente a la información de mercado y a las emisiones existentes hasta el 23 de marzo de 2010.

Madrid, 23 de marzo de 2010



Ana Castañeda Ortega
Directora General

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

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

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

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

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

Anexo 1. Metodologías de valoración

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

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

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

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

Valoración de instrumentos de renta fija sin opcionalidad

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

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

Cuando los flujos de un instrumento son variables y están ligados a un tipo de referencia (p.ej. Euribor), estos se estiman a partir de los tipos forward implícitos en la curva cupón cero de los tipos a los que los pagos están

referidos. Por tanto la valoración del instrumento consiste en i) estimar los pagos futuros utilizando los tipos forward de la curva de referencia, añadiendo el correspondiente margen aplicable (que viene dado por las características del título) y ii) utilizar los factores de descuento en las fechas de pago utilizando la CCC para calcular el valor presente de los flujos estimados futuros.

Valoración de títulos con opcionalidad simple

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

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

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

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

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

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

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

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

pagos contingentes en cada nodo y valorar, en su caso, la opción calculando el valor esperado de los mismos.

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

Estimación de la Curva Cupón Cero

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

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

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

La estimación de la estructura temporal de tipos de interés ha sido objeto de una atención creciente en la literatura económica de las últimas décadas, distinguiéndose en la actualidad dos grupos metodológicos: métodos no econométricos o recursivos y métodos econométricos que estiman la función de descuento.

El método que se sigue en IM Valora Consulting se encuadra dentro aquellos que estiman la función de descuento y se puede describir del siguiente modo. Para una divisa, se obtienen precios de mercado de un conjunto de tipos monetarios publicados por la British Bankers' Association y tipos *swap*

tomados de Bloomberg a las 17 horas. A partir de estos tipos, mediante el método recursivo se obtiene la función de descuento para los diferentes horizontes, interpolándose cuando sea necesario. Una vez que se obtiene esta curva "discreta" se procede a estimar los parámetros de la curva, según la parametrización de Svensson, de tal manera que el tipo cupón cero es función de estos seis parámetros y del tiempo a vencimiento según la ecuación:

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

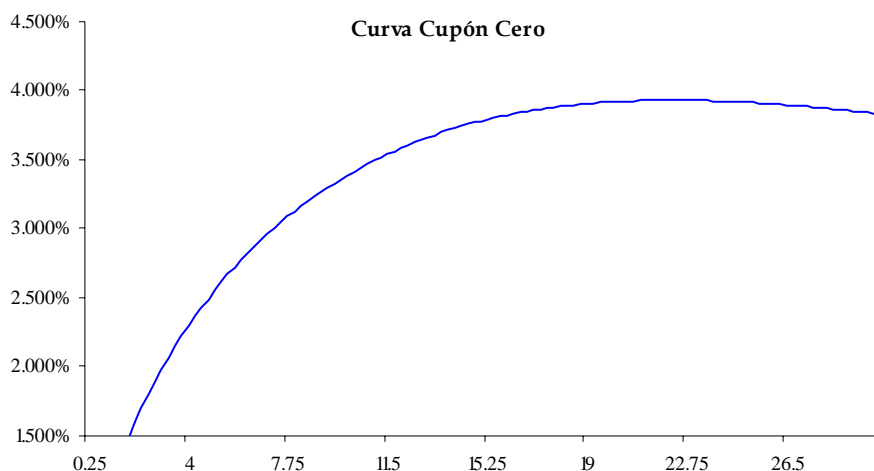
Anexo 2. Inputs de valoración

Fecha Valor: 10 de marzo de 2010.

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

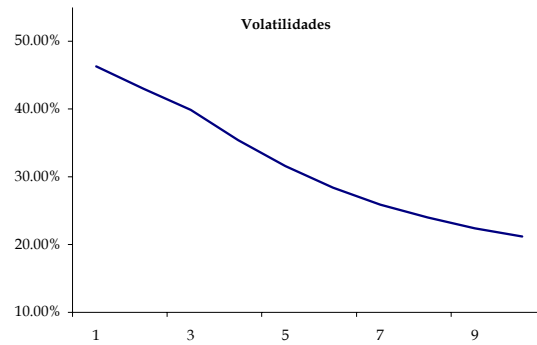
Money Market		Tipos Swap	
O/N	0.280%	2Y	1.530%
1W	0.308%	3Y	1.882%
1M	0.378%	4Y	2.195%
2M	0.462%	5Y	2.472%
3M	0.596%	6Y	2.714%
4M	0.703%	7Y	2.916%
5M	0.795%	8Y	3.087%
6M	0.907%	9Y	3.230%
9M	1.065%	10Y	3.353%
12M	1.196%	12Y	3.553%
		15Y	3.749%
		20Y	3.881%
		25Y	3.857%
		30Y	3.788%
		40Y	3.653%
		50Y	3.599%

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



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

Plazo	Tipo ATM	Volatilidad
1	0.898%	46.30%
2	1.530%	43.00%
3	1.882%	39.90%
4	2.195%	35.40%
5	2.472%	31.60%
6	2.714%	28.40%
7	2.916%	25.90%
8	3.087%	24.00%
9	3.230%	22.40%
10	3.353%	21.20%



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

a	Sigma
0.25744	0.01444