

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 Obligaciones Subordinadas de Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona "la Caixa".- enero 2010" inscrita por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en fecha 28 de enero de 2010 (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 28 de enero de 2010, 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 28 de enero de 2010

Y PARA QUE ASÍ CONSTE, a los efectos oportunos, expido la presente certificación, en Barcelona, a 28 de enero de 2010.

Don Fernando Cánovas Atienza
Subdirector General de Mercados

CONDICIONES FINALES

Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona ("la Caixa")

Emisión de Obligaciones Subordinadas – enero 2010

2.000.000.000 euros ampliables a 3.000.000.000 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 9 de julio de 2009.

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

Las presentes Condiciones Finales se complementan con el Folleto de Base de Valores no Participativos registrado en la Comisión Nacional del Mercado de valores con fecha 9 de julio de 2009 y deben leerse en conjunto con el mencionado Folleto de Base así como con el Documento de Registro inscrito en fecha 7 de abril de 2009.

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 la Comisión Ejecutiva del Consejo de Administración de fecha 14 de enero de 2010, 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, tras comportarse con una diligencia razonable, para garantizar que así es, 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. Regulación de la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónima, asociaciones u otras personas jurídicas y la constitución del sindicato de obligacionistas, 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 la Circular 3/2008 de 22 de mayo de Banco de España, a entidades de crédito, sobre determinación y control de recursos propios mínimos y demás legislación vigente.

La Emisión se ha realizado al amparo del Folleto de Base de Valores no Participativos del Emisor 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 obligaciones 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 se 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 2010.
 - 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: 2.000.000.000 Euros ampliables a 3.000.000.000 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 verdaderamente suscrito.
9. Importe nominal y efectivo de los valores: 1000 Euros. Precio de Emisión: 100%
10. Fecha de emisión: 23 de marzo de 2010.
11. Comparación con otras emisiones: A fin de evaluar si las condiciones financieras de la emisión se adecúan 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 una remuneración, según se indica a continuación:

- Para el período comprendido entre la respectiva Fecha de Suscripción y el Final del Período de Suscripción (22 de marzo de 2010, salvo cierre anticipado del Periodo de Suscripción) ambas incluidas, el tipo aplicable será el 2,473% nominal anual (2,5% TAE).
- Desde el día hábil siguiente al fin del Periodo de Suscripción (23 de marzo de 2010, salvo cierre anticipado del Periodo de Suscripción) y hasta el 29- de marzo de 2011, ambos incluidos, el tipo aplicable será el 4,909% nominal anual (5% TAE).
- Desde el 30 de marzo de 2011 (inclusive) hasta la Fecha de Amortización (no incluida) un Interés Nominal Anual, variable en cada trimestre, igual al que resulte de aplicar el Euribor a 3 meses + 1,00% 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 3,941% (TAE del 4,00%) y el máximo será del 5,870% (TAE del 6,00%).

Períodos	Nominal Anual	TAE
Desde la respectiva fecha de suscripción hasta el fin del Periodo de Suscripción	2,473%	2,5%
Desde la fecha desembolso al 29/03/2011	4,909 %	5,00%
Del 30/03/2011 al 29/03/2020	Euribor 3M +1,00%, con un mínimo del 3,941% y un máximo del 5,870%	el equivalente

Los intereses devengados serán satisfechos por trimestres vencidos, los días 30 de Marzo, 30 de Junio, 30 de Septiembre y 30 de Diciembre de cada año durante la completa vigencia de la Emisión, siendo la fecha de pago del primer cupón el 30 de Marzo de 2010 y la del último cupón el 30 de Marzo de 2020.

En el caso de que el día de pago de un cupón periódico no fuese día hábil a efectos de pago del calendario TARGET 2, 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 30/06/2010 de un valor, aplicando el tipo del 4,909% nominal anual:

(Importe Nominal 1 valor * 4,909 %)/4

$(1.000€ * 4,909\%) / 4 = 12,27€$

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

13. Fecha de amortización final y sistema de amortización: 30 de Marzo de 2020. 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, sin perjuicio de la retención fiscal que proceda en su caso, previa autorización del Banco de España a partir del 30 de Marzo de 2015 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 valores emitidos o bien mediante la amortización de aquellos valores 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, y sus entidades participantes.

- 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 30 de los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año a partir del 30 de marzo de 2011 será el publicado en la pantalla Reuters, página EURIBOR= (o la que le pudiera sustituir) a las 11horas 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.

(v) 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.

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

- Cupón Irregular:

Para el período comprendido entre la respectiva Fecha de Suscripción y el 22 de marzo de 2010, incluido, el tipo aplicable será el 2,473% nominal anual (2,50% TAE) liquidándose el día 23/03/2010.

La fórmula utilizada para el cálculo de la Remuneración de la Provisión de Fondos a pagar el día 23/03/2010 es la que sigue:

$$I = C * r * d / 365$$

siendo:

“I”: Importe total de retribución a pagar en fecha 23/03/2010

“C” Importe Nominal 1 valor

“r” Tipo de retribución en tanto por ciento nominal anual

“d”: Días transcurridos desde la respectiva fecha de suscripción, incluida, hasta el día 23/03/2010, exclusive.

Ejemplo de la remuneración por la provisión de fondos correspondiente si el desembolso fuese realizado el día 2/02/2010:

$$I = C * r * d / 365 = 1.000€ * 2,473\% * 49 / 365 = 3,32€$$

Para el período comprendido entre la Fecha de Desembolso y el 29 de marzo de 2010, ambas incluidas, el tipo aplicable será el 4,909% nominal anual (5,00% TAE) liquidándose el día 30/03/2010.

La fórmula utilizada para el cálculo del primer cupón (pagadero el día 30/03/2010) es la que sigue:

Cupón Irregular del día 30/03/2010: "Ic" * (d/D)

siendo:

"Ic": $Ic = (1.000€ * 4,909\%) / 4 = 12,27€$ (teórico regular)

"d": Días transcurridos desde la fecha de desembolso hasta el día 30/03/2010, exclusive.

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

Haciendo finalmente: $12,27€ * d/D =$ Cupón irregular 30/03/2010

Ejemplo de cálculo:

se calcularía el teórico cupón regular: $(1.000€ * 4,909\%) / 4 = 12,27€$.

Siendo el cupón irregular: $12,27 * (7/90) = 0,95€$

Euribor 3M diario de los últimos 3 meses hasta la fecha 18/01/2010

Euribor 3M			
Fecha	Cierre	Fecha	Cierre
16/10/2009	0,739	15/12/2009	0,715
19/10/2009	0,739	16/12/2009	0,715
20/10/2009	0,737	17/12/2009	0,712
21/10/2009	0,735	18/12/2009	0,710
22/10/2009	0,733	21/12/2009	0,709
23/10/2009	0,730	22/12/2009	0,708
26/10/2009	0,731	23/12/2009	0,706
27/10/2009	0,728	24/12/2009	0,707
28/10/2009	0,724	28/12/2009	0,706
29/10/2009	0,722	29/12/2009	0,707
30/10/2009	0,720	30/12/2009	0,700
02/11/2009	0,722	31/12/2009	0,700
03/11/2009	0,720	04/01/2010	0,700
04/11/2009	0,719	05/01/2010	0,699
05/11/2009	0,716	06/01/2010	0,694
06/11/2009	0,716	07/01/2010	0,692
09/11/2009	0,715	08/01/2010	0,691
10/11/2009	0,715	11/01/2010	0,689
11/11/2009	0,715	12/01/2010	0,685
12/11/2009	0,714	13/01/2010	0,684
13/11/2009	0,714	14/01/2010	0,682
16/11/2009	0,714	15/01/2010	0,680
17/11/2009	0,715	18/01/2010	0,677
18/11/2009	0,715		
19/11/2009	0,715		
20/11/2009	0,714		
23/11/2009	0,715		
24/11/2009	0,716		
25/11/2009	0,716		
26/11/2009	0,717		
27/11/2009	0,718		
30/11/2009	0,719		
01/12/2009	0,720		
02/12/2009	0,721		
03/12/2009	0,720		
04/12/2009	0,718		
07/12/2009	0,717		
08/12/2009	0,716		
09/12/2009	0,715		
10/12/2009	0,714		
11/12/2009	0,714		
14/12/2009	0,715		

- *RATING*

18. La presente emisión no ha sido objeto de calificación crediticia

Rating a largo plazo del Emisor:	Standard & Poors	AA- (sep 2009)
	Fitch	AA- (abril 2009)
	Moody,s	Aa2 (junio 2009)

Los ratings a largo plazo del Emisor para las tres agencias de calificación crediticia tienen perspectiva negativa.

Por otra parte, las emisiones de deuda subordinada del Emisor calificadas por agencias de calificación crediticia mantienen la siguiente calificación:

Standard & Poors:	A+
Fitch:	A+
Moody's:	Aa3

- 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 01 de febrero de 2010 al 22 de marzo de 2010
22. Tramitación de la suscripción: Directamente a través del Emisor
23. Procedimiento de adjudicación y colocación de los valores: Orden cronológico.
24. Período de suscripción: La suscripción de las Obligaciones Subordinadas enero 2010 se iniciará a las 8:30 horas del segundo día hábil después de la fecha de registro de las presentes Condiciones Finales en la CNMV y finalizará el día 22 de marzo de 2010 a las 14:00- horas, ambos inclusive (el "Período de Suscripción"), sin perjuicio de que se pueda cerrar anticipadamente en el caso de suscripción total anticipada, incluida la ampliación de la Emisión, comunicando dicha circunstancia a la CNMV.

La colocación será por orden cronológico y se realizará a través de la red de oficinas del Emisor hasta la total colocación de la Emisión.

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

Los inversores que deseen suscribir Obligaciones Subordinadas enero 2010 podrán formular Órdenes de Suscripción que deberán ser otorgadas por escrito y/o impresas mecánicamente y firmadas por el inversor interesado en el correspondiente impreso que "la Caixa" deberá facilitarle y del que se entregará copia al cliente.

No se aceptará ninguna orden que no posea todos los datos identificativos del peticionario que vengan exigidos por la legislación vigente para este tipo de operaciones (nombre y apellidos o denominación social, domicilio, NIF, CIF o número de tarjeta de residencia tratándose de extranjeros con residencia en España o, en caso de tratarse de no residentes en España que no dispongan de NIF, número de pasaporte y nacionalidad).

En las Órdenes de Suscripción formuladas por menores de edad o cualesquiera otras personas privadas de su capacidad de obrar deberá

recogerse el NIF de su representante legal pudiendo a su vez presentarse el NIF de tales personas si dispusieran del mismo.

La oficina ante la que se formule la Orden de Suscripción deberá informar a los peticionarios, que de conformidad con la normativa vigente, están a su disposición el Folleto de Base de Valores no Participativos de “la Caixa”, el Documento de Registro del Emisor, y las Condiciones Finales de la Emisión y le entregará un resumen explicativo de la operación inscrito en la CNMV, éste último, 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 las Oficinas de “la Caixa” copia de la orden de suscripción y del resumen explicativo firmados por el cliente.

Las Órdenes de Suscripción deberán reflejar el número de Obligaciones Subordinadas enero 2010 que desea suscribir el peticionario, que deberá ser, al menos de 30 (30.000 euros) y el importe en euros que se desea invertir que se confirmará mediante la firma de la Orden de Suscripción realizada. No existe un límite máximo para el número de Obligaciones Subordinadas enero 2010 que se desee invertir.

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

El Emisor ha clasificado las Obligaciones Subordinadas como producto complejo de riesgo medio. De acuerdo con dicha clasificación las oficinas con anterioridad a la contratación evaluarán si el producto ofrecido es adecuado para el peticionario según su conocimiento y experiencia, mediante la cumplimentación del test de conveniencia, asimismo y en el supuesto de que el cliente contrate Obligaciones Subordinadas a través del servicio de asesoramiento de “la Caixa”, se deberá realizar 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.

Las peticiones de suscripción se atenderán por riguroso orden de recepción, en las oficinas del Emisor, por medio de un sistema on-line que controla en todo momento el volumen suscrito. El suscriptor de la presente Emisión deberá abrir un expediente de valores asociado a una cuenta a la vista, si no la tuviese abierta ya en “la Caixa”. La apertura y cancelación de estas cuentas serán libres de gastos para el suscriptor, salvo en su caso los gastos de mantenimiento de la cuenta a la vista, según el Folleto de tarifas vigentes en cada momento, publicadas en el Banco de España y en la CNMV. No se repercutirán gastos de mantenimiento por la cuenta de valores. No se efectuarán retenciones o provisiones de fondos en las cuentas a la vista de los suscriptores por este concepto.

El Periodo de Suscripción se dará por concluido, habida cuenta que las peticiones de suscripción se atenderán por orden cronológico, en el momento en el que se cubra la Emisión incluido el importe ampliado, en su caso.

El Emisor concederá a los suscriptores el derecho a revocar las órdenes de suscripción emitidas, si con anterioridad a la finalización del Periodo de Suscripción, las calificaciones crediticias otorgadas al Emisor o las calificaciones crediticias de emisiones de “la Caixa” de la misma naturaleza que la presente, emitidas por alguna de las agencias de rating referidas, se modificara a la baja. En este supuesto, los suscriptores tendrán derecho a revocar las órdenes de suscripción emitidas durante un plazo máximo de tres días hábiles a contar a partir de la publicación del correspondiente Suplemento.

25. Desembolso: mediante adeudo en la Fecha de Desembolso (23 de marzo de 2010, salvo, en el supuesto de cierre anticipado del Periodo de Suscripción en cuyo caso la Fecha de Desembolso será el día hábil siguiente al cierre anticipado del Periodo de Suscripción) en la cuenta corriente, de ahorro o a la vista, asociada a una cuenta de valores, que el suscriptor tenga abiertas en “la Caixa” en el momento de la tramitación de la suscripción. No obstante, desde la respectiva Fecha de Suscripción hasta el final del Periodo de Suscripción (el 22 de marzo de 2010, salvo cierre anticipado del Periodo de Suscripción incluido), “la Caixa” podrá exigir una provisión de fondos que se remunerará al 2,473% nominal anual (2,50% TAE) y se abonará en Fecha de desembolso.

26. Entidades Directoras N/A

27. Entidades Aseguradoras N/A

28. Entidades Colocadoras: Caixa d’Estalvis i Pensions de Barcelona (“la Caixa”) a través de su red de oficinas.

29. Entidades Coordinadoras: N.A.

30. 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 el mercado secundario.

31. Restricciones de venta o a la libre circulación de los valores: No existen restricciones de venta o a la libre circulación de los valores.

32. Representación de los inversores: Sindicato de Obligacionistas.

33. TIR para el tomador de los valores: TIR=4,09%

Para el cálculo de la TIR del tomador, se ha considerado que la emisión se ha desembolsado íntegramente el día 02/02/10. Desde esta fecha hasta el 29/03/11, se calcula a los tipos de interés detallados en el cuadro que consta en el punto 10 del presente folleto. Como se desconoce cuál va a ser la evolución de los tipos de interés Euribor3M para los próximos 9 años a partir del 30/03/11, 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 18/01/2010 siendo Euribor3M=0,677% + 1,00%, resultando, en consecuencia, el mínimo aplicable a la emisión, es decir, el 3,941% Nominal Anual.

FECHA	TIPO INTERÉS	DESEMBOLSO	AMORTIZACIÓN	CUPONES	FLUJOS TOTALES	TIR (rendimiento efectivo anual)
02/02/2010		1.000,00 €			1.000,00 €	
23/03/2010	2,473%			3,32 €	3,32 €	
30/03/2010	4,909%			0,95 €	0,95 €	
30/06/2010	4,909%			12,27 €	12,27 €	
30/09/2010	4,909%			12,27 €	12,27 €	
30/12/2010	4,909%			12,27 €	12,27 €	
30/03/2011	4,909%			12,27 €	12,27 €	
30/06/2011	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/09/2011	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/12/2011	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/03/2012	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/06/2012	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/09/2012	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/12/2012	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/03/2013	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/06/2013	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/09/2013	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/12/2013	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/03/2014	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/06/2014	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/09/2014	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/12/2014	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/03/2015	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/06/2015	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/09/2015	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/12/2015	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/03/2016	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/06/2016	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/09/2016	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/12/2016	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/03/2017	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/06/2017	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/09/2017	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/12/2017	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/03/2018	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/06/2018	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/09/2018	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/12/2018	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/03/2019	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/06/2019	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/09/2019	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/12/2019	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/03/2020	3,941%		1.000,00 €	9,85 €	1.009,85 €	4,09%

Fórmula TIR:

$$1.000€ = \frac{3,32€}{(1+I_4)^{\frac{49}{365}}} + \frac{0,95€}{(1+I_4)^{\frac{7}{90}}} + \frac{12,27€}{(1+I_4)^{1,21202}} + \frac{12,27€}{(1+I_4)^{2,21202}} + \frac{12,27€}{(1+I_4)^{3,21202}} + \frac{12,27€}{(1+I_4)^{4,21202}} + \frac{9,85€}{(1+I_4)^{5,21202}} + \dots + \frac{1.009,85€}{(1+I_4)^{40,21202}}$$

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

$$\text{Siendo la TIR anualizada: } (1+I_4)^4 - 1 = 4,09\%$$

34. Interés efectivo previsto para el emisor TIR anualizada: 4,09%

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

Para la emisión de 3.000.000.000€, la TIR anualizada sería 4,09% siendo la fórmula (flujos en millones de €):

TIR:

$$2.999,96€ = \frac{9,96€}{(1+I_4)^{\frac{49}{365}}} + \frac{2,86€}{(1+I_4)^{\frac{7}{90}}} + \frac{36,82€}{(1+I_4)^{1,21202}} + \frac{36,82€}{(1+I_4)^{2,21202}} + \frac{36,82€}{(1+I_4)^{3,21202}} + \frac{36,82€}{(1+I_4)^{4,21202}} + \frac{29,56€}{(1+I_4)^{5,21202}} + \dots + \frac{3.029,56€}{(1+I_4)^{40,21202}}$$

Siendo la TIR anualizada: $(1 + I_4)^4 - 1 = 4,09\%$

En caso de amortización anticipada de la emisión por la Caixa en fecha 30 de marzo del 2015, el cálculo de la TIR será el siguiente (se han realizado los cálculos bajo los mismos supuestos anteriores):

FECHA	TIPO INTERÉS	DESEMBOLSO	AMORTIZACIÓN	CUPONES	FLUJOS TOTALES	TIR (rendimiento efectivo anual)
02/02/2010		- 1.000,00 €			- 1.000,00 €	
23/03/2010	2,473%			3,32 €	3,32 €	
30/03/2010	4,909%			0,95 €	0,95 €	
30/06/2010	4,909%			12,27 €	12,27 €	
30/09/2010	4,909%			12,27 €	12,27 €	
30/12/2010	4,909%			12,27 €	12,27 €	
30/03/2011	4,909%			12,27 €	12,27 €	
30/06/2011	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/09/2011	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/12/2011	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/03/2012	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/06/2012	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/09/2012	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/12/2012	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/03/2013	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/06/2013	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/09/2013	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/12/2013	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/03/2014	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/06/2014	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/09/2014	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/12/2014	3,941%			9,85 €	9,85 €	
30/03/2015	3,941%		1000	9,85 €	1.009,85 €	4,17%

Fórmula TIR:

$$1.000€ = \frac{3,32€}{(1+I_4)^{\frac{49}{365}}} + \frac{0,95€}{(1+I_4)^{\frac{7}{90}}} + \frac{12,27€}{(1+I_4)^{1,21202}} + \frac{12,27€}{(1+I_4)^{2,21202}} + \frac{12,27€}{(1+I_4)^{3,21202}} + \frac{12,27€}{(1+I_4)^{4,21202}} + \frac{9,85€}{(1+I_4)^{5,21202}} + \dots + \frac{1.009,85€}{(1+I_4)^{20,21202}}$$

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

Siendo la TIR anualizada: $(1 + I_4)^4 - 1 = 4,17\%$

INFORMACIÓN OPERATIVA DE LOS VALORES

35. Agente de Pagos: Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona ("la Caixa")
36. Calendario relevante para el pago de los flujos establecidos en la emisión:
TARGET 2.
37. 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 9 de julio de 2009

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

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 2010" 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 23 de abril de 2009.
- Consejo de Administración de 23 de abril de 2009 por el que se delegan facultades a la Comisión Ejecutiva.
- Consejo de Administración de fecha 21 de mayo de 2009 aprobando el Folleto de Base hasta 25.000.000.000 Euros.
- Comisión Ejecutiva de fecha 14 de enero de 2010 aprobando la emisión.

4. ACUERDOS DE ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN

El Emisor solicitará la admisión a negociación de los Valores descritos en las presentes Condiciones Finales en AIAF Mercado de Renta Fija y, asimismo, el Emisor hará todo lo posible para que los Valores coticen en dicho mercado antes del transcurso de 30 días desde la Fecha de Desembolso (23 de abril de 2010, o en su caso el día hábil siguiente al cierre anticipado del período de suscripción).

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

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

5.- COMPARACIÓN CON OTRAS EMISIONES

Se adjuntan como anexo a las presentes Condiciones Finales los informes de los expertos independientes especificados en el punto nº11 anterior.

Barcelona, a 27 de enero de 2010

Firmado en representación del emisor:

Don Fernando Cánovas Atienza
Subdirector General de Mercados de Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona

REGLAMENTO DEL SINDICATO DE OBLIGACIONISTAS

Artículo 1º.- Con la denominación de SINDICATO DE OBLIGACIONISTAS de “Emisión de Obligaciones Subordinadas de Caixa d’Estalvis i Pensions de Barcelona “la Caixa” .- enero 2010 (en adelante la “Emisión”), y a los efectos prevenidos en la Ley 211/1964, de 24 de diciembre (en adelante, la “Ley 211/1964”) y disposiciones complementarias, queda constituida este sindicato, de la que formarán parte todos los titulares de las obligaciones subordinadas enero 2010 emitidas por CAIXA D’ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA (en adelante, el “Sindicato”).

Artículo 2º.- El objeto del Sindicato es unificar y salvaguardar cuantos derechos y acciones corresponden a los titulares de las obligaciones para la mejor defensa de sus intereses frente a CAIXA D’ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA (en adelante, el “Emisor”).

Artículo 3º.- El domicilio del Sindicato se fija en Gran Vía Carlos III, nº 84, 5º, 08028 Barcelona.

Artículo 4º.- La duración del Sindicato se establece por toda la vida de la emisión hasta la total amortización de los valores emitidos.

Artículo 5º.- La posesión de una sola obligación emitida implica la completa sumisión a los presentes Estatutos y a los acuerdos de la Asamblea General de Obligacionistas (en adelante, la “Asamblea”), válidamente adoptados, en los términos previstos en la Ley 211/1964 y demás disposiciones aplicables.

Artículo 6º.- El gobierno y la administración del Sindicato corresponden a la Asamblea y al comisario del Sindicato (en adelante, el “Comisario”).

Artículo 7º.- La Asamblea podrá ser convocada por el Consejo de Administración del Emisor o por el Comisario. Este último deberá convocarla necesariamente cuando lo soliciten los titulares de las obligaciones que representen, por lo menos, la vigésima parte de los valores emitidos y no amortizados.

Artículo 8º.- La convocatoria habrá de hacerse de forma que asegure su conocimiento por los obligacionistas.

Cuando la Asamblea haya de tratar asuntos relativos a la modificación de las condiciones de emisión y otras de trascendencia análoga, a juicio del Comisario, la convocatoria deberá hacerse mediante anuncio en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, y en un diario de difusión nacional.

En uno y otro caso, la convocatoria deberá hacerse con una antelación mínima de un (1) mes al día fijado para la celebración de la Asamblea, expresándose claramente en aquella el lugar, día y hora de celebración, así como los asuntos que hayan de tratarse.

En el llamamiento podrá indicarse, igualmente, la fecha en que se reunirá la Asamblea en segunda convocatoria, caso de no obtenerse el quórum necesario en la primera.

No obstante lo dispuesto en los párrafos anteriores, si hallándose presentes los obligacionistas titulares de la totalidad de las obligaciones no amortizadas, decidieran reunirse en Asamblea, ésta será válida a todos los efectos pese a no haber mediado convocatoria.

Artículo 9º.- Tendrán derecho de asistencia a la Asamblea todos los obligacionistas, cualquiera que sea el número de obligaciones que posean, siempre que acrediten su condición de tales con cinco (5) días de antelación como mínimo, a aquel en que se haya de celebrar la Asamblea mediante entrega del correspondiente certificado donde conste la inmovilización de los mismos hasta la celebración de la Junta, en la forma que se determine en la convocatoria. Los bonistas podrán asistir a la Asamblea personalmente o mediante representación conferida a favor de otro bonista.

Artículo 10º.- Las reuniones de la Asamblea se celebrarán en el domicilio del Sindicato, siendo Presidente de la Asamblea constituyente el Comisario nombrado en las Condiciones Finales, hasta tanto no se proceda por la Asamblea a elegir un Presidente y un Secretario en los términos previstos en el artículo 8º de la Ley 211/64, de 24 de diciembre.

Antes de entrar en el orden del día se formará la lista de asistentes, con expresión del carácter con el que concurren y el número de obligaciones ajenas que representan. La Asamblea adoptará sus acuerdos en la forma prevista en el Artículo 11 de la Ley 211/64, entendiéndose, a estos efectos, que cada obligación presente o representada da derecho a un voto. El acta de la reunión será aprobada en la misma Asamblea, se extenderá en el libro correspondiente e irá autorizada con la firma del Presidente y del Secretario.

Artículo 11º.- Los acuerdos adoptados en la forma prevenida en el artículo anterior vincularán a todos los obligacionistas, incluso a los no asistentes y a los disidentes, pudiendo ser impugnados en los mismos casos que establecen los artículos 115 y siguientes del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre (en adelante, "TRLSA").

Artículo 12º.- En lo no previsto por este reglamento, el Sindicato se regirá por lo dispuesto en la La Ley 211/1964, de 24 de diciembre, sobre regulación de la emisión de obligaciones por Sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas, asociaciones u otras personas jurídicas y la constitución del Sindicato de Obligacionistas y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.

Barcelona, 21 de Enero de 2010

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 un informe de emisión y valoración de una posible Emisión de Obligaciones Subordinadas garantizadas por 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 OBLIGACIONES SUBORDINADAS
CAIXA D'ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA**

Valorador:

Solventis

Fecha Informe:

21 de Enero de 2010

Índice	Pág.
1.- Introducción	3
A. Objeto del Informe.	3
B. Capacidad e Independencia de Solventis.....	3
2.- Descripción de la Emisión de Obligaciones Subordinadas	4
3.- Análisis del Mercado por Tipología de Emisión y Emisor	6
A. Tipos de Emisiones	6
B. Descripción del Emisor y de sus Emisiones de Renta Fija	8
C. Mercado Primario de Deuda Senior	11
D. Mercado Primario de Deuda Subordinada.....	14
E. Mercado Secundario de Deuda Senior y Subordinada.....	16
F. Mercado de CDS de Deuda Senior y Subordinada	21
4.- Análisis de las Condiciones de la Emisión de Obligaciones Subordinadas.....	26
5.- Conclusiones	28
Anexo 1: Métodos de Valoración.....	29
- Modelo de Hull & White	30
- Proceso de Calibración del Modelo de Hull & White	31
Anexo 2: Datos de Mercado Utilizados	33

1.- Introducción

El presente informe ha sido elaborado por Solventis, a petición de Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona (en adelante "LA CAIXA"), a partir de la información suministrada por la propia entidad y de la información registrada en la CNMV. Los datos de mercado utilizados para este análisis han sido observados con fecha 14 de enero de 2010.

A. Objeto del Informe.

El objetivo de este documento es verificar si las condiciones de mercado existentes en la actualidad en los mercados mayoristas de renta fija se adecuan a las condiciones de una posible nueva emisión de Obligaciones Subordinadas a emitir por LA CAIXA para su distribución exclusiva con el público en general, a través de su red de oficinas.

En ningún caso, este informe pretende reflejar opinión alguna sobre la conveniencia de invertir en alguno de los instrumentos financieros objeto del presente informe o sobre sus riesgos asociados. El tratamiento que debe darse a este informe es de confidencial, con un objetivo exclusivo de uso interno por parte de 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.

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

B. Capacidad e Independencia de Solventis.

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

Solventis actúa de forma independiente, no ostentando más vínculos profesionales con 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 Obligaciones Subordinadas

Las características de la posible emisión de Obligaciones Subordinadas sobre las que verificar las condiciones de emisión son las siguientes:

- Emisor: Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona ("LA CAIXA")
- Rating del Emisor: Corto plazo: S&P A1+ / Fitch F1+ / Moody's P-1
Largo plazo: S&P AA- / Fitch AA- / Moody's Aa2
- 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: Obligaciones Subordinadas.
- Divisa de la Emisión: EUR
- Importe Nominal: Hasta 3.000.000.000 euros
- Nominal Unitario: 1.000,00 Euros
- Precio de Emisión: 100%
- Fecha de Emisión: 23 de marzo de 2010
- Tipo de Interés: Fijo en el año 1 de la emisión y variable del año 2 al año 10 de la emisión.
- Cupón: 4,909% nominal anual (5,00% TAE), durante el primer año.

Tipo Euribor a tres meses más un diferencial del 1,00%, 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 3,941% nominal anual (4,00% TAE), ni superior al 5,870% nominal anual (6,00% TAE). En caso de ser el tipo anual resultante inferior al 3,941% en algún período, la Emisión devengará en dicho período el 3,941%

nominal anual y en el caso de ser el tipo anual resultante superior al 5,870% en algún período, la Emisión devengará en dicho período el 5,870% nominal 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: 30/360
- Fechas de pago de los cupones: Los intereses se liquidarán por trimestres vencidos, los días 30 de Marzo, 30 de Junio, 30 de Septiembre y 30 de Diciembre de cada año durante la completa vigencia de la Emisión.
- Fecha de Amortización: 30 de Marzo de 2020
- 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 (30 de Marzo de 2015) 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: Todo tipo de inversores.

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 y la tipología de emisión, suelen clasificarse en:

- Pagarés: son valores emitidos al descuento a un plazo máximo de 18 meses.
- Bonos simples: son valores emitidos normalmente con cupón explícito a plazos comprendidos entre los 2 y 5 años.
- Obligaciones: son emisiones con características análogas a los bonos simples, pero vencimientos a plazos superiores.

Otros valores de renta fija son:

- Los Títulos Hipotecarios, que a su vez, se clasifican en:
 - Cédulas Hipotecarias: tienen como garantía especial la cartera de créditos hipotecarios de la entidad.
 - Bonos Hipotecarios: la garantía afecta sólo a los créditos hipotecarios específicamente relacionados, por escritura, con la emisión de dichos bonos.
 - Participaciones Hipotecarias: permiten participar en créditos hipotecarios concretos, asumiendo su riesgo de impago.
- Deuda Subordinada Simple (Lower Tier II): la estructura económica de las obligaciones subordinadas es idéntica a de las obligaciones simples, la diferencia reside en su situación jurídica en caso de quiebra o procedimiento concursal del emisor. En aplicación de las reglas de prelación de créditos, las obligaciones subordinadas se sitúan detrás de los acreedores comunes.

Este tipo de emisiones computan como recursos propios al calcular el ratio de solvencia exigido por el Banco de España. De lo anterior cabe deducir que la deuda subordinada debe tener una rentabilidad mayor que la deuda simple emitida por la misma entidad y al mismo plazo.

- Deuda Subordinada Especial (Upper Tier II): la deuda subordinada especial presenta características diferentes de las anteriores. En primer lugar, pueden llegar a ser perpetuas (la entidad no está obligada a rembolsar nunca su principal). En segundo lugar, se prevé el diferimiento del pago de intereses en caso de pérdidas de la entidad. Por último, el inversor podría llegar a perder hasta el 100% del importe invertido, así como los intereses devengados y no pagados, si la entidad necesitara absorber pérdidas, una vez agotadas las reservas y los recursos asimilables al capital (como por ejemplo las participaciones preferentes).

En cuanto a la aplicación de las reglas de prelación de créditos, bajo un supuesto de procedimiento concursal o quiebra, las obligaciones subordinadas especiales se situarán detrás de las deudas subordinadas no calificadas como especiales, y delante de las participaciones preferentes.

- Participaciones Preferentes: emisiones subordinadas no acumulativas de carácter perpetuo (normalmente, incorporan un derecho de cancelación anticipada por parte del emisor). En caso de pérdidas de la Entidad no deberán proceder al pago de los intereses. El inversor podría llegar a perder hasta el 100% del importe invertido si la entidad necesitara absorber pérdidas, una vez agotadas las reservas en caso de liquidación o disolución del emisor.

En cuanto a la aplicación de las reglas de prelación de créditos, bajo un supuesto de procedimiento concursal o quiebra, las participaciones preferentes se situarán a la cola de los acreedores.

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

LA CAIXA es una de las mayores Cajas de Ahorros Españolas. Es una entidad financiera sólida, con una calificación crediticia respaldada que le otorgan niveles de “rating” de Aa2 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 y Bancos nacionales, tal y como se recoge en la tabla siguiente:

Emisor	Fitch				Moody's			
	Persp.	Rating	Deuda Sub.	Part. Pref.	Persp.	Rating	Deuda Sub.	Part. Pref.
Banco Santander	Estable	AA	AA-	A+	Negativo	Aa2	Aa3	
BBVA	Positivo	AA-	A+	A	Negativo	Aa2	Aa3	
Banesto	Estable	AA	AA-	A+	Negativo	Aa3	A1	Baa1
La Caixa	Negativo	AA-	A+	A	Negativo	Aa2	Aa3	A2
Banco Popular	Negativo	AA-	A+	A	Negativo	Aa3	A1	
Unicaja	Estable	A+	A		Negativo	Aa3	A1	
Bilbao Bizkaia Kutxa	Estable	A+	A		Negativo	A1	A2	
Bankinter	Estable	A+			Negativo	A1	A2	
Caja Madrid	Negativo	A+	A	A-	Negativo	A1	A2	
Banco Cooperativo	Estable	A			Negativo	A1	A2	
Caja Navarra	Estable	A	A-					
Banco Sabadell	Negativo	A+	A	A-	Negativo	A2	A3	Baa3
Caja Vital	Estable	A			Negativo	A2		
Caja Laboral	Estable	A+			Negativo	A3		
Ibercaja					Negativo	A2	A3	Baa3
Caja Rioja					Negativo	A2	A3	Baa3
Banca March					Negativo	A2	A3	
Cajamar	Estable	A	A-		Negativo	A3		
CAM	Negativo	A-	BBB+	BBB	Negativo	A3	Baa1	
Caja Duero					Negativo	A3	Baa1	
Caja Cantabria					Negativo	A3	Baa1	B1
Caixanova	Negativo	A-	BBB+		Negativo	A3		
Caixa Penedès	Negativo	A-		BBB-				
Caixa Catalunya					Negativo	A3	Baa1	
Banco Pastor					Negativo	A3	Baa1	
Caixa Galicia	Estable	BBB+	BBB-	BB	Negativo	A3	Baa1	
Bancaja	Estable	BBB+	BBB	BB	Negativo	A3	Baa1	
Caja Granada	Estable	BBB+						
Caixa Sabadell		BBB+	BBB	BB				
Banco Guipuzcoano	Negativo	A-	BBB+		Negativo	Baa1		
Banco de Valencia	Estable	BBB+	BB	BB	Negativo	Baa1	Baa2	
Caja España	Negativo	BBB+			Negativo	Baa1	Baa2	
Caja Burgos					Negativo	Baa1		
Caixa Terrassa	Negativo	BBB+	BBB	BB	Negativo	Baa1	Baa2	
Caixa Manresa					Negativo	Baa1	Baa2	
Caixa Tarragona	Negativo	BBB						
Caja Segovia					Estable	Baa3		
Caja Avila					Estable	Baa3		

En la actualidad, LA CAIXA tiene una deuda emitida o garantizada por un valor nominal total superior a los 53.000 millones de Euros.

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

- Bonos y Obligaciones Seniors:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0314970106	21-abr-09	21-abr-11	Variable	1,089	nd	145.000.000,00
						145.000.000,00

- Obligaciones Subordinadas:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0214970032	30-oct-01	10-oct-11	Variable	3,940	nd	1.500.000.000,00
ES0214970040	12-abr-02	12-abr-12	Variable	0,784	nd	357.563.290,00
ES0214970057	22-jul-02	22-jul-12	Variable	3,940	nd	180.000.000,00
ES0214970065	22-ene-09	28-feb-19	Variable	5,870	nd	2.500.000.000,00
						4.537.563.290,00

- Participaciones Preferentes:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
KYG175471039	01-jul-99	Perpetua	Variable	2,970	nd	1.000.000.000,00
KYG175471112	23-jun-00	Perpetua	Variable	4,430	nd	2.000.000.000,00
ES0114970009	30-jun-09	Perpetua	Variable	5,870	nd	2.000.000.000,00
						5.000.000.000,00

- Deuda Avalada:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0314970098	03-feb-09	03-feb-12	Fijo	3,375	25,550	2.000.000.000,00
						2.000.000.000,00

- Cédulas Territoriales:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0414970311	13-sep-06	13-sep-11	Fijo	3,750	22,380	1.500.000.000,00
ES0414970436	28-feb-08	28-feb-13	Variable	1,234	nd	200.000.000,00
						1.700.000.000,00

- Cédulas Hipotecarias:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0414970170	04-mar-03	04-mar-10	Fijo	3,500	31,91	2.500.000.000,00
ES0414970139	05-abr-01	05-abr-11	Fijo	5,250	21,14	2.250.000.000,00
ES0414970444	09-may-08	09-may-11	Variable	1,116	nd	1.500.000.000,00
ES0414970485	29-dic-08	29-dic-11	Fijo	4,000	nd	785.400.000,00
ES0414970493	17-feb-09	17-feb-12	Fijo	3,500	nd	149.200.000,00
ES0414970428	30-mar-08	30-mar-12	Variable	0,806	nd	1.000.000.000,00
ES0414970162	21-nov-02	21-nov-12	Fijo	4,500	44,76	1.500.000.000,00
ES0414970287	22-jun-06	20-jun-13	Variable	0,712	nd	100.000.000,00
ES0414970279	30-jun-06	20-ago-13	Variable	0,720	nd	150.000.000,00
ES0414970329	18-oct-06	18-oct-13	Variable	0,702	nd	100.000.000,00
ES0414970188	31-oct-03	31-oct-13	Fijo	4,250	52,28	2.000.000.000,00
ES0414970188	31-oct-03	31-oct-13	Fijo	4,250	52,28	2.000.000.000,00
ES0414970519	26-may-09	26-may-14	Fijo	3,750	63,19	2.000.000.000,00
ES0414970386	30-mar-07	20-jun-14	Variable	0,690	nd	68.000.000,00
ES0414970238	18-ene-06	30-jun-14	Fijo	3,375	63,72	2.500.000.000,00
ES0414970212	05-oct-05	05-oct-15	Fijo	3,250	65,71	2.500.000.000,00
ES0414970261	16-jun-06	16-jun-16	Variable	0,775	nd	150.000.000,00
ES0414970253	20-abr-06	30-jun-16	Variable	0,806	nd	1.000.000.000,00
ES0414970337	17-oct-06	30-sep-16	Variable	0,780	nd	1.000.000.000,00
ES0414970345	28-nov-06	28-nov-16	Variable	0,777	nd	250.000.000,00
ES0414970295	28-jun-06	26-ene-17	Fijo	4,250	69,49	2.000.000.000,00
ES0414970378	30-mar-07	20-mar-17	Variable	0,725	nd	227.500.000,00
ES0414970410	13-jul-07	20-mar-17	Variable	0,725	nd	25.000.000,00
ES0414970360	23-mar-07	23-mar-17	Variable	0,730	nd	400.000.000,00
ES0414970352	07-feb-07	30-mar-17	Variable	0,706	nd	1.000.000.000,00
ES0414970394	29-jun-07	30-sep-17	Variable	0,807	nd	1.500.000.000,00
ES0414970220	09-ene-06	09-ene-18	Variable	0,767	nd	1.000.000.000,00
ES0414970196	31-oct-03	31-oct-18	Fijo	4,750	74,52	1.000.000.000,00
ES0414970527	18-dic-09	18-dic-18	Variable	1,365	nd	125.000.000,00
ES0414970402	04-jun-07	04-jun-19	Fijo	4,625	78,72	2.500.000.000,00
ES0414970246	18-ene-06	18-ene-21	Fijo	3,625	76,75	2.500.000.000,00
ES0414970501	14-may-09	14-may-21	Variable	1,714	nd	175.000.000,00
ES0414970303	28-jun-06	26-ene-22	Fijo	4,500	82,79	1.000.000.000,00
ES0414970204	17-feb-05	17-feb-25	Fijo	3,875	79,92	2.500.000.000,00
ES0414970451	13-jun-08	13-jun-38	Fijo	5,432	nd	100.000.000,00
						39.555.100.000,00

Las emisiones de renta fija de LA CAIXA en circulación, como se recogen en las tablas anteriores, no nos proporcionan la información necesaria como para establecer, de una forma precisa, si las condiciones de una nueva emisión de Obligaciones Subordinadas se ajustan a la situación actual de mercado. Los motivos que nos llevan a esta afirmación son fundamentalmente los siguientes:

1. No es posible observar en mercado niveles de cotización para todas las referencias de deuda vivas. De las anteriormente señaladas, es posible obtener niveles fundamentalmente en aquellas emisiones dirigidas a mercados mayoristas (Deuda Avalada, Cédulas Territoriales y Cédulas Hipotecarias).
2. Dado que las emisiones de Bonos Seniors y Obligaciones Subordinadas emitidas por LA CAIXA han sido dirigidas fundamentalmente al mercado minorista, no cuentan con un mercado secundario activo que permita establecer niveles de spreads implícitos para una nueva emisión a un plazo de 10 años.

C. Mercado Primario de Deuda Senior:

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

Así, diferentes entidades nacionales se han acogido a lo dispuesto en la Orden Ministerial EFA/3364/2008 para la emisión de deuda senior con aval del Estado Español (AA+ por S&P / Aaa por Moody's / AAA por Fitch). Estas emisiones se han colocado en el mercado con un spread crediticio entorno a los 82 puntos básicos (ver Cuadro 1).

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

ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Fecha Emisión	Tipo Referencia	Nominal Emitido	Fecha Vto.	Spread Implícito
ES0314970098	La Caixa	AA-	05/02/2009	Tipo Fijo 3,375	2.000M	03/02/2012	80pb
ES0314950454	Caja Madrid	AA-	23/02/2009	Tipo Fijo 3,125	2.000M	20/02/2012	78pb
ES0313790000	Banco Popular	AA	24/02/2009	Tipo Fijo 3,000	1.500M	23/02/2012	77pb
ES0313679450	Bankinter	A+	26/02/2009	Tipo Fijo 3,000	1.500M	24/02/2012	77pb
ES0313770077	Banco Pastor	A	05/03/2009	Tipo Fijo 3,000	1.000M	02/03/2012	75pb
ES0314840168	Caixa Catalunya	A	11/03/2009	Tipo Fijo 3,000	1.500M	05/03/2012	75pb
ES0314977275	Bancaja	A-	16/03/2009	Tipo Fijo 3,000	1.500M	12/03/2012	80pb
ES0314958051	Caixanova	A-	01/04/2009	Tipo Fijo 3,125	1.000M	19/03/2012	85pb
ES0314400096	CAM	A-	01/04/2009	Tipo Fijo 3,125	1.500M	26/03/2012	90pb
ES0314601024	Cajamar	A	01/04/2009	Tipo Fijo 3,125	1.000M	30/03/2012	95pb
ES0313377014	Banco Cooperativo	A	07/04/2009	Tipo Fijo 3,125	1.400M	02/04/2012	95pb
ES0314950470	Caja Madrid	A+	17/04/2009	Tipo Fijo 2,875	2.500M	16/04/2012	90pb
ES0314843303	Caixa Galicia	A	21/04/2009	Tipo Fijo 3,25	1.250M	17/04/2012	95pb
ES0313790026	Banco Popular	AA	28/04/2009	Tipo Fijo 3,000	2.000M	24/04/2012	83pb
ES0358197012	Caja Sol	A-	14/05/2009	Tipo Fijo 3,125	1.000M	27/04/2012	93pb
ES0314977325	Bancaja	A-	19/05/2009	Tipo Fijo 3,000	1.500M	11/05/2012	88pb
ES0314840176	Caixa Catalunya	BBB+	19/05/2009	Tipo Fijo 3,000	1.250M	07/05/2012	90pb
ES0314400120	CAM	A-	21/05/2009	Tipo Fijo 2,875	1.000M	14/05/2012	77pb
ES0364872095	Unicaja	A+	23/06/2009	Tipo Fijo 3,000	1.000M	18/06/2012	85pb
ES0314977358	Bancaja	BBB+	29/10/2009	Tipo Fijo 3,000	1.500M	27/10/2014	65pb
ES0314840184	Caixa Catalunya	A-	03/11/2009	Tipo Fijo 3,000	1.500M	29/10/2014	64pb
ES0314843329	Caixa Galicia	BBB+	10/11/2009	Tipo Fijo 3,000	1.125M	03/11/2014	65pb
ES0314400187	CAM	A-	17/11/2009	Tipo Fijo 3,000	1.000M	12/11/2014	68pb

* Rating del Emisor en la fecha de emisión

Fuente: Elaboración Propia

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

Cuadro 2: Emisiones de Deuda Senior del Mercado Primario (2009-2010)

ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Fecha Emisión	Tipo Referencia	Nominal Emitido	Fecha Vto.	Spread Implícito
XS0408165008	Unicredit	A+	14/01/2009	Tipo Fijo 5,250	1.000M	14/01/2014	210pb
FR0010709097	HSBC	AA	15/01/2009	Tipo Fijo 4,875	1.500M	15/01/2014	175pb
XS0408832151	Rabobank	AAA	22/01/2009	Tipo Fijo 4,375	5.000M	22/01/2014	150pb
XS0408528833	BBVA	AA-	23/01/2009	Tipo Fijo 4,875	1.000M	23/01/2014	180pb
DE000CB899M6	Commerzbank	A	06/02/2009	Tipo Fijo 5,000	1.500M	06/02/2014	210pb
PTCG1LOM0007	Caixa Geral Dep.	A+	19/02/2009	Tipo Fijo 5,125	1.250M	19/02/2014	225pb
XS0413822106	Neder Watersch.	AAA	19/02/2009	Tipo Fijo 2,750	1.500M	21/02/2011	73pb
XS0418783477	Svenska Handel.	AA-	25/03/2009	Tipo Fijo 4,875	1.250M	25/03/2014	210pb
XS0419259659	BNP Paribas	AA	27/03/2009	Tipo Fijo 3,250	1.500M	27/03/2012	130pb
XS0420072695	Credit Suisse	AA-	30/03/2009	Tipo Fijo 5,125	2.000M	30/03/2012	295pb
XS0422167808	Credit Agricole	AA-	07/04/2009	EUR3M+90pb	1.500M	08/10/2010	90pb
XS0423949394	Banco Santander	AA	21/04/2009	Tipo Fijo 3,375	1.250M	21/04/2011	150pb
XS0424840758	Barclays	AA-	22/04/2009	EUR3M+140pb	1.500M	25/10/2010	140pb
FR0010749598	Credit Mutuel	A+	22/04/2009	Tipo Fijo 5,375	1.000M	22/04/2014	255pb
PTBCLQOM0010	BCP	A+	23/04/2009	Tipo Fijo 5,625	1.000M	23/04/2014	295pb
XS0425413621	Unicredit	A	27/04/2009	Tipo Fijo 4,125	1.000M	27/04/2012	190pb
XS0426016753	HSBC	AA	30/04/2009	Tipo Fijo 4,500	1.250M	30/04/2014	180pb
XS0426505102	Monte dei Paschi	A	30/04/2009	Tipo Fijo 4,750	1.000M	30/04/2014	205pb
XS0426090485	Rabobank	AAA	05/05/2009	Tipo Fijo 4,375	2.000M	05/05/2016	130pb
XS0427065585	Skandinaviska En.	A+	06/05/2009	Tipo Fijo 5,500	1.000M	06/05/2014	295pb
PTCG16OM0004	Caixa Geral Dep.	A+	12/05/2009	Tipo Fijo 4,375	1.000M	13/05/2013	200pb
XS0428007081	Nordea Bank	AA-	12/05/2009	Tipo Fijo 4,500	2.000M	12/05/2014	185pb
XS0427109896	BBVA	AA-	14/05/2009	Tipo Fijo 3,625	2.000M	14/05/2012	150pb
XS0428956287	UBS	A+	19/05/2009	Tipo Fijo 5,625	1.500M	19/05/2014	290pb
XS0430052869	Bank of Scotland	AA-	21/05/2009	Tipo Fijo 5,750	1.500M	21/05/2014	315pb
XS0430452457	Barclays	AA-	27/05/2009	Tipo Fijo 5,250	3.000M	27/05/2014	270pb
XS0430951888	Skandinaviska En.	A+	29/05/2009	Tipo Fijo 4,375	1.250M	29/05/2012	235pb
XS0430768332	DNB Nor Bank	A+	29/05/2009	Tipo Fijo 4,500	2.000M	29/05/2014	185pb
XS0431725901	Danske Bank	A+	04/06/2009	Tipo Fijo 4,750	1.500M	04/06/2014	195pb
PTBLMGOM0002	BES	A+	05/06/2009	Tipo Fijo 5,625	1.750M	05/06/2014	285pb
PTCPP4OM0023	Santander Totta	AA	12/06/2009	Tipo Fijo 3,750	1.000M	12/06/2012	160pb
PTBCLSOE0018	BCP	A+	17/06/2009	Tipo Fijo 3,750	1.000M	17/06/2011	200pb
XS0435070288	Lloyds Bank	AA-	19/06/2009	Tipo Fijo 6,375	2.000M	17/06/2016	315pb
DE000C229UU3	Commerzbank	A	26/06/2009	Tipo Fijo 4,750	1.000M	26/01/2015	180pb
ES0314950538	Caja Madrid	A+	29/06/2009	Tipo Fijo 3,625	1.000M	29/06/2011	190pb
XS0433853644	UBS	A+	06/07/2009	Tipo Fijo 4,625	2.000M	06/07/2012	215pb
XS0444030646	Credit Suisse	AA-	05/08/2009	Tipo Fijo 4,75	2.000M	05/08/2019	130pb
XS0445843526	Barclays	AA-	13/08/2009	Tipo Fijo 4,875	2.000M	13/08/2019	122pb
XS0446860826	Societe Generale	AA-	21/08/2009	Tipo Fijo 3,75	1.250M	21/08/2014	93pb
XS0449361350	Lloyds Bank	A+	03/09/2009	Tipo Fijo 5,375	1.500M	03/09/2019	192pb
XS0452462723	KBC Ifima	A	17/09/2009	Tipo Fijo 4,5	1.450M	17/09/2014	176pb
XS0454984765	Bank of Scotland	A+	30/09/2009	Tipo Fijo 5,375	2.000M	30/09/2019	193pb
XS0463097237	Neder. Gemeenten	AAA	02/11/2009	Tipo Fijo 3,875	1.000M	04/11/2019	38pb
XS0467864160	Intesa Sanpaolo	AA-	23/11/2009	Tipo Fijo 3,75	1.500M	23/11/2016	71pb
XS0470370932	HSBC	AA	30/11/2009	Tipo Fijo 3,75	1.250M	30/11/2016	65pb
XS0470624205	Intesa Sanpaolo	AA-	04/12/2009	Tipo Fijo 2,625	1.500M	04/12/2012	52pb
XS0472310860	Credit Suisse	AA-	07/12/2009	EUR3M+60pb	1.750M	07/01/2013	60pb
XS0474526273	BNP Paribas	AA	21/12/2009	EUR3M+25pb	1.000M	21/06/2012	25pb
XS0474145801	BBVA	AA-	23/12/2009	EUR3M+30pb	1.000M	23/12/2011	30pb
XS0478420184	Svenska Hand.	AA-	14/01/2010	EUR3M+40pb	1.000M	14/01/2013	40pb
XS0477243843	Banco Santander	AA	05/01/2010	EUR3M+45pb	2.000M	18/01/2013	45pb
XS0478285389	Intesa Sanpaolo	AA-	07/01/2010	Tipo Fijo 3,375	1.000M	19/01/2015	70pb
XS0478822496	Banesto	AA-	08/01/2010	EUR3M+50	1.000M	11/01/2013	50pb
XS0479528753	BBVA	AA-	11/01/2010	EUR3M+42	1.000M	22/01/2013	42pb
XS0479945353	Barclays	AA-	13/01/2010	Tipo Fijo 4,00	2.000M	20/01/2017	97pb

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

D. Mercado Primario de Deuda Subordinada:

En el año 2009 y principios del año 2010 en España se han colocado las siguientes emisiones de Obligaciones Subordinadas:

Cuadro 3: Emisiones de Obligaciones Subordinadas Simples (Lower Tier II) del Mercado Primario en España (2009-2010)

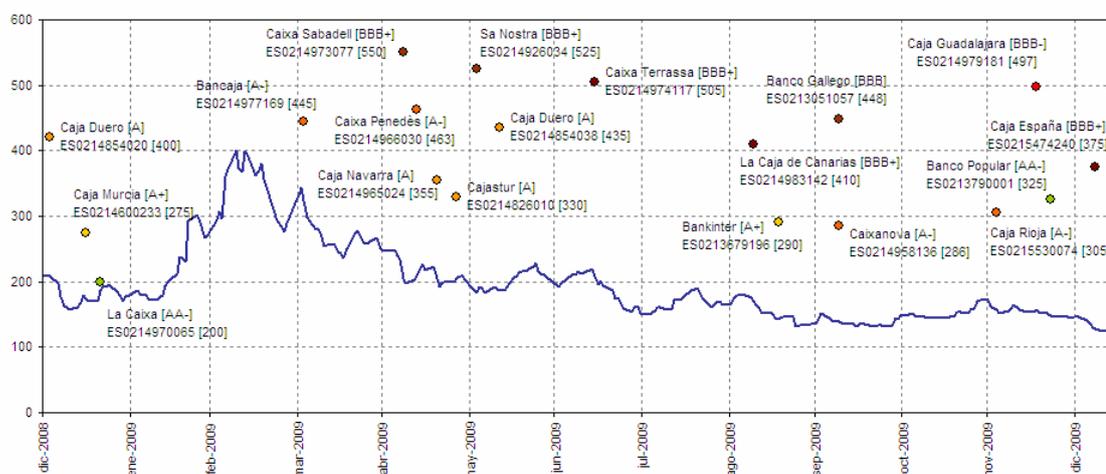
ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Fecha Emisión	Tipo Referencia	Nominal Emitido	Fecha Vto.	Spread Implícito
ES0214854020	Caja Duero	A	03/01/2009	EUR3M+400 (step-up de 50pb a los 5 años)	132,50M	19/12/2018	420pb
ES0214600233	Caja Murcia	A+	15/01/2009	Tipo Fijo 5.952 el primer cupón, después Tipo Variable EUR6M+275 (step-up 75pb a los 5 años)	50M	30/12/2018	275pb
ES0214970065	La Caixa	AA-	20/01/2009	Tipo Fijo 5.87 hasta 2010, después Tipo Variable EUR3M+200 (Cap 6% / Floor 4%)	2.500M	27/02/2019	200pb
ES0214977169	Bancaja	A-	02/04/2009	Tipo Fijo del 7.25% hasta 2011, después Tipo Variable EUR3M+390 (step-up de 75pb a los 5 años)	1.000 M	06/07/2019	445pb
ES0214973077	Caixa Sabadell	BBB+	07/05/2009	Tipo Fijo del 7.50% hasta 2011, después Tipo Variable EUR3M+525 (step-up de 75pb a los 10 años)	35 M	15/06/2024	550pb
ES0214966030	Caixa Penedès	A-	12/05/2009	Tipo Fijo del 6.50% hasta 2010, después Tipo Variable EUR3M+425 (step-up de 75pb a los 5 años y Floor 5,00%)	260 M	15/06/2019	463pb
ES0214965024	Caja Navarra	A	19/05/2009	Tipo Fijo del 6.25% hasta 2011, después Tipo Variable EUR3M+300 (step-up de 50pb a los 5 años y Floor 4,00%)	200 M	30/06/2019	355pb
ES0214826010	Cajastur	A	26/05/2009	Tipo Fijo del 5.00% hasta 2010, después Tipo Variable EUR3M+280 (Floor 4,80% y step-up de 75pb a los 5 años)	200 M	16/06/2019	330pb
ES0214926034	Sa Nostra	BBB+	02/06/2009	Tipo Fijo del 6.00% hasta 2010, después Tipo Variable EUR3M+500 (step-up de 75pb a los 5 años)	60 M	30/06/2019	525pb
ES0214854038	Caja Duero	A	10/06/2009	EUR3M+410 (step-up de 50pb a los 5 años)	200 M	28/09/2019	435pb
ES0214974117	Caixa Terrassa	BBB+	14/07/2009	Tipo Fijo del 7.25% hasta 2011, después Tipo Variable EUR3M+475 (step-up de 25pb a los 5 años y Floor 6,00%)	35 M	29/09/2019	505pb
ES0214983142	La Caja de Canarias	BBB+	08/09/2009	EUR6M+400 (step-up de 50pb a los 5 años)	21,15 M	02/09/2019	410pb
ES0213679196	Bankinter	A+	17/09/2009	Tipo Fijo del 6.375% anual (sin call)	250 M	11/09/2019	290pb
ES0213051057	Banco Gallego	BBB	08/10/2009	Tipo Fijo del 6.00% hasta 2012, después Tipo Variable EUR3M+490 (Floor 5.40%)	50 M	29/12/2019	448pb
ES0214958136	Caixanova	A-	08/10/2009	Tipo Fijo del 4.00% hasta 2010, después Tipo Variable EUR3M+280 (step-up de 10pb a los 5 años)	50 M	16/12/2019	286pb
ES0215530074	Caja Rioja	A-	03/12/2009	EUR6M+300 (step-up de 50pb a los 5 años)	30M	03/12/2019	305pb
ES0214979181	Caja Guadalajara	BBB-	17/12/2009	Tipo Fijo del 6.00% hasta 2011, después Tipo Variable EUR3M+500 (step-up de 50pb a los 5 años)	8,50 M	30/12/2019	497pb
ES0213790001	Banco Popular	AA-	22/12/2009	Tipo Fijo del 5.702% hasta 2014, después Tipo Variable EUR3M+360 (canje Preferentes)	336,15 M	22/12/2019	325pb

ES0215474240	Caja España	BBB+	07/01/2010	Tipo Fijo del 4.15% hasta 2015, después Tipo Variable EUR3M+182 (canje ES0215474208)	100 M	23/02/2020	375pb
--------------	-------------	------	------------	--	-------	------------	-------

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

En el gráfico siguiente, se refleja el momento en el cuál se han efectuado las diferentes colocaciones de las emisiones de Obligaciones Subordinadas utilizando como referencia el índice genérico de CDS a 10 años para emisiones de deuda subordinada emitida por Entidades Financieras en el ámbito de Europa.

Gráfico 2: Evolución Spreads CDS a 10 años Genéricos para Emisiones Subordinadas de Entidades Financieras Europeas



Como puede observarse en los gráficos anteriores, en los últimos meses el mercado ha experimentado un decremento de los spreads crediticios de más de 100 puntos básicos en las emisiones de deuda senior y en más de 200 puntos básicos en el mercado de deuda subordinada, desde los máximos alcanzados en el mes de marzo. Esta tendencia, consecuentemente, se ha trasladado a los niveles de las últimas emisiones de deuda efectuadas por diversas entidades financieras (tanto en mercado mayorista, como en mercado minorista) y por ello, es previsible esperar que los niveles de emisión de LA CAIXA también se sitúen por debajo de los 200 puntos básicos en los que emitieron Obligaciones Subordinadas hace un año (ES0214970065).

En consecuencia, una posible emisión de Obligaciones Subordinadas de LA CAIXA (S&P AA- / Fitch AA- / Moody's Aa2) como la propuesta, atendiendo a las condiciones de emisión efectuadas recientemente por diversas entidades financieras, se podría situar en un rango de spread implícito de emisión entre los 125 y 150 puntos básicos.

Estos rangos se sustentan en base a los niveles de spreads implícitos observados en emisiones de Obligaciones Subordinadas recientemente emitidas por entidades con niveles de rating similar a los de LA CAIXA como las recogidas en el Cuadro 4 siguiente:

Cuadro 4: Emisiones de Obligaciones Subordinadas Simples (Lower Tier II) del Mercado Primario en Europa (2009)

ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Fecha Emisión	Tipo Referencia	Nominal Emitido	Fecha Vto.	Spread Implícito
XS0450880496	Aust&Nz Banking	AA	10/09/2009	Tipo Fijo 5.125	750M	10/09/2019	163pb
XS0452166324	Intesa Sanpaolo	AA-	23/09/2009	Tipo Fijo 5	1.500M	23/09/2019	149pb
XS0458566071	Banco Esp. Santo	A-	21/10/2009	Tipo Fijo 6.875	400M	21/10/2019	330pb
DE000CZ22EH9	Commerzbank	A+	30/10/2009	Tipo Fijo 5	250M	30/10/2017	171pb
XS0464464964	Banco Popolare	A-	12/11/2009	Tipo Fijo 5.473	300M	12/11/2016	230pb
XS0468940068	Landesbank Berlin	A+	25/11/2009	Tipo Fijo 5.875	500M	25/11/2019	235pb
DE000WVGZ6244	WGZ Bank	AA-	02/12/2009	Tipo Fijo 6.5	101M	02/12/2024	262pb
FR0010827030	Credit Agricole	AA-	22/12/2009	Tipo Fijo 4.5 (Call al quinto año)	760M	22/12/2019	115pb

E. Mercado Secundario de Deuda Senior y Subordinada:

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

A modo de ejemplo, en el Cuadro 5 siguiente se recogen los spreads implícitos de algunas referencias de deuda senior emitidas por entidades financieras españolas. Como se puede observar, los rangos de spreads implícitos cotizados para algunas emisiones con calidades crediticias similares a los de LA CAIXA se han reducido considerablemente.

Cuadro 5: Emisiones de Deuda Senior en Mercado Secundario Español (14/01/2010)

ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
XS0244150743	BBVA	AA+	24/02/2011	4.9 - 15.0
XS0219734166	CAM	A-	01/06/2010	100.2 - 274.4
ES0313679427	Bankinter	A+	18/11/2010	44.6 - 88.2
XS0238219405	Banco Santander	AA	22/12/2010	9.7 - 20.0
XS0244150743	BBVA	AA-	24/02/2011	4.9 - 15.0
ES0314950348	Caja Madrid	A+	11/04/2011	51.5 - 66.5
XS0356944636	Banco Santander	AA	11/04/2011	15.6 - 25.6
ES0313860134	Banco Sabadell	A+	26/10/2011	69.6 - 90.1
ES0357080144	Banco Popular	AA-	08/02/2012	67.3 - 98.2
XS0426539184	Banesto	AA	08/05/2012	36.3 - 45.5
XS0427109896	BBVA	AA-	14/05/2012	27.1 - 35.2
ES0214950133	Caja Madrid	A+	01/06/2012	77.4 - 87.4
ES0214977086	Bancaja	BBB+	06/06/2012	337.8 - 387.8
ES0214840250	Caixa Catalunya	A-	06/07/2012	147.1 - 360.1
XS0408528833	BBVA	AA-	23/01/2014	32.9 - 42.9

Fuente: Tradeweb

De igual forma, podríamos analizar también los spread implícitos en las cotizaciones de las emisiones de bonos y obligaciones seniors emitidas por entidades europeas (ver Cuadro 6).

Dentro de estas referencias de deuda observadas en el mercado podemos encontrar referencias de emisiones de deuda senior que sean directamente asimilables a las de una posible emisión a efectuar por LA CAIXA.

Cuadro 6: Emisiones de Deuda Senior del Mercado Secundario Europeo (14/01/2010)

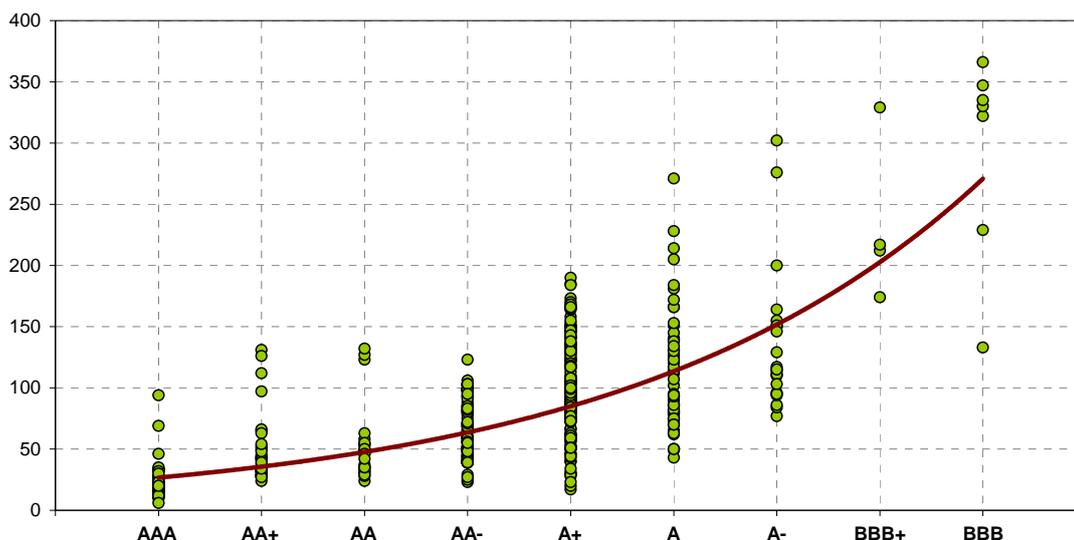
ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
DE000A0AC9Z9	Westlb	AAA	16/01/2014	47.5 - 112.4
XS0184468550	Bayerische Landesbank	AAA	22/01/2014	27.1 - 52.9
XS0283708575	Banca Popolare Di Milano	A	31/01/2014	64.0 - 71.5
XS0185401857	Dekabank	AA	06/02/2014	20.8 - 118.4
XS0284761169	Erste Group	A	06/02/2014	68.8 - 99.9
XS0286634711	Wachovia	AA-	13/02/2014	100.1 - 118.6
XS0186500293	HSH Nordbank	AAA	18/02/2014	22.9 - 131.7
PTCG1LOM0007	Caixa Geral de Depositos	AA-	19/02/2014	68.6 - 79.6
XS0426505102	Banca Monte Paschi Siena	A	30/04/2014	80.8 - 89.8
XS0426682570	Standard Chartered	A+	30/04/2014	77.2 - 84.8
PTBCT3OM0000	BCP	A+	09/05/2014	94.0 - 140.9
XS0428007081	Nordea Bank	AA-	12/05/2014	44.9 - 54.9
XS0430768332	DNB Nor Bank	A+	29/05/2014	46.0 - 54.3
XS0431725901	Danske Bank	A+	04/06/2014	60.9 - 67.9
PTBLMGOM0002	Banco Espirito Santo	A+	05/06/2014	126.8 - 133.0
XS0196047723	Fortis Bank	A+	09/07/2014	95.3 - 121.9
XS0440007176	Dexia	A+	21/07/2014	128.8 - 137.4
XS0197079972	Merrill Lynch	A+	22/07/2014	170.1 - 184.2
XS0446860826	Societe Generale	A+	21/08/2014	32.8 - 40.9
XS0452462723	KBC Ifima	A	17/09/2014	130.4 - 136.9
XS0459200035	Banco Popolare	A-	22/10/2014	116.5 - 125.5
DE000CZ29UU3	Commerzbank	A+	26/01/2015	66.7 - 74.6
XS0211034540	Goldman Sachs	A+	02/02/2015	104.4 - 116.6
XS0243636866	Citigroup	A+	09/02/2016	185.1 - 205.2
XS0247757718	Unicredit	A	15/03/2016	85.9 - 98.0
XS0433130456	Bank Of America	A+	15/06/2016	137.4 - 150.6
XS0273766732	Wells Fargo	AA-	03/11/2016	93.1 - 108.8
XS0282583722	Morgan Stanley	A	16/01/2017	178.7 - 190.4
XS0300196879	Intesa Sanpaolo	AA-	18/05/2017	57.3 - 85.4
XS0302868475	HSBC	AA-	30/05/2017	112.2 - 122.5
XS0303396062	ING	A	31/05/2017	108.3 - 124.1
FR0010490235	Credit Mutuel	A+	28/06/2017	68.3 - 86.5
DE000DB5S5U8	Deutsche Bank	AA-	31/08/2017	69.4 - 75.2
XS0359388690	UBS	A+	18/04/2018	124.1 - 135.7
XS0444030646	Credit Suisse	AA-	05/08/2019	85.8 - 91.7
XS0445843526	Barclays Bank	AA-	13/08/2019	98.4 - 103.3
XS0449361350	Lloyds Bank	AA-	03/09/2019	162.5 - 167.6
XS0454984765	Royal Bank Of Scotland	AA-	30/09/2019	180.1 - 187.9
XS0304159576	Rabobank	AA+	06/06/2022	56.6 - 63.6
XS0452314536	Assicurazioni Generali	A+	16/09/2024	67.9 - 73.4

Fuente: Tradeweb

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

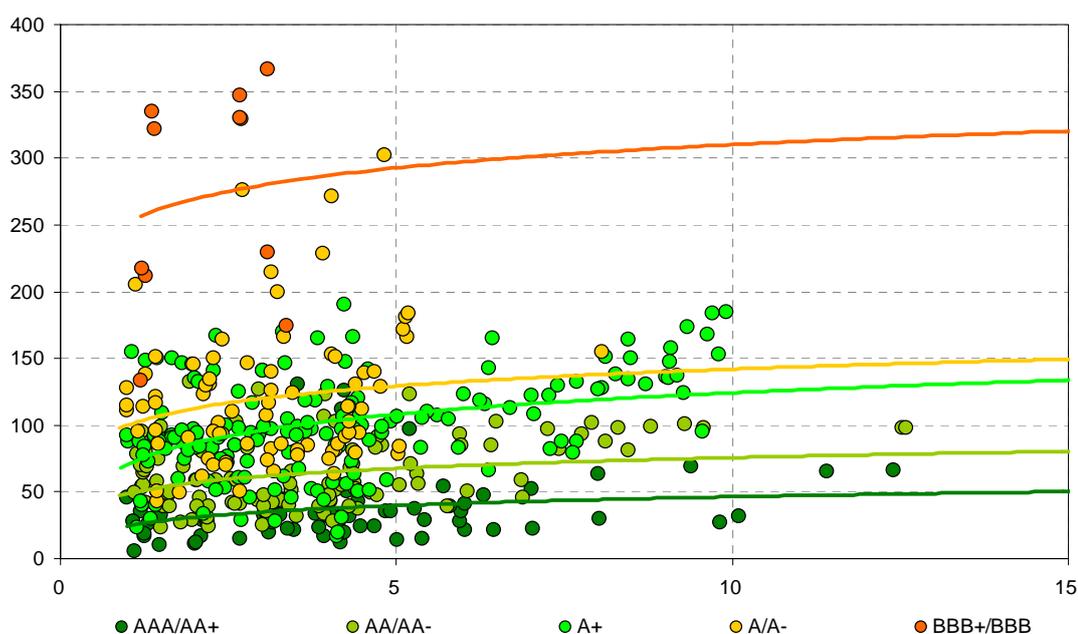
En base a este análisis, se podría establecer que una posible emisión de deuda senior de LA CAIXA (S&P AA- / Fitch AA- / Moody's Aa2) para un plazo de diez años podría situarse en un rango entre los 70 y los 90 puntos básicos (ver Gráficos 3 y 4).

Gráfico 3: Estimación Niveles Medios Spread en base al rating para Emisiones Senior de Entidades Financieras Europeas a 14/01/2010



Fuente: Tradeweb, Merrill Lynch

Gráfico 4: Estimación Curvas Spread por rating y plazo para Emisiones Senior de Entidades Financieras Europeas a 14/01/2010



Fuente: Tradeweb, Merrill Lynch

En cuanto al mercado secundario de Deuda Subordinada, en el Cuadro 7 siguiente se recogen los spreads implícitos de algunas referencias emitidas por entidades financieras españolas. Al igual que en el mercado de Deuda Senior es posible observar rangos asimilables de spreads implícitos cotizados para emisiones con calidades crediticias similares a los de LA CAIXA.

Cuadro 7: Emisiones de Deuda Subordinada Simple (Lower Tier II) en Mercado Secundario Español (14/01/2010)

ISIN	Emisor	Rating Emisión	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
ES0213540018	Banesto	AA-	23/03/2016	142.3 - 148.3
ES0213860036	Banco Sabadell	A	25/05/2016	269.5 - 274.5
ES0213495007	Banco Santander	AA-	28/09/2016	162.2 - 174.2
XS0218479334	BBVA	A+	23/05/2017	119.5 - 127.6
XS0327533617	Banco Santander	AA-	24/10/2017	109.5 - 123.4
ES0214950141	Caja Madrid	A	01/03/2018	321.5 - 325.9
ES0213679196	Bankinter	A	11/09/2019	215.4 - 221.8
XS0201169439	Banco Santander	AA-	30/09/2019	99.3 - 102.4
ES0213211099	BBVA	A+	20/10/2019	86.2 - 89.2

Fuente: Tradeweb

Dentro de los niveles observados, merece la pena señalar el nivel de cotización actual de la emisión Lower Tier II de Bankinter que, habiendo sido emitida en el mes de septiembre del 2009 con un nivel de 290 puntos básicos, actualmente se puede negociar en los 218 puntos básicos. Esta tendencia es la que viene recogiendo en mercado durante los últimos meses tal y como se ha recogido en Gráfico 2.

Adicionalmente, podemos observar los spread implícitos de algunas de las cotizaciones de las emisiones de bonos y obligaciones subordinadas emitidas por entidades europeas (ver Cuadro 8).

Cuadro 8: Emisiones de Deuda Subordinada Simple (Lower Tier II) del Mercado Secundario Europeo (14/01/2010)

ISIN	Emisor	Rating Emisión	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
XS0094515953	Abbey National	A+	11/02/2011	187.5 - 207.3
XS0129239454	BES	A	17/05/2011	186.4 - 209.9
DE0003933263	Deutsche Bank	A+	31/01/2013	102.3 - 113.8
XS0124047431	Bank of Scotland	A+	05/02/2013	254.6 - 269.2
FR0000475709	Natexis	A	20/06/2013	170.6 - 181.3
DE0005934426	Bayerische Hypo	A	05/02/2014	165.5 - 171.8
XS0145620281	Lloyds	A+	08/07/2014	248.3 - 260.3
FR0010015982	Credit Mutuel	A+	30/09/2015	98.2 - 107.6
XS0255820804	Banca Monte dei Paschi Siena	A-	31/05/2016	172.8 - 177.2
XS0256396697	Banca Carige	A-	07/06/2016	175.7 - 180.4
XS0196740376	Banca Nazionale del Lavoro	AA-	22/07/2016	115.1 - 119.5
XS0278435226	BCP	A	21/12/2016	212.8 - 221.8
FR0010410068	Natixis	A	20/01/2017	168.8 - 177.3
XS0286040331	Bank of America	A	07/02/2017	222.7 - 227.1
XS0300345971	Banca Popolare Emilia Romagna	BBB+	15/05/2017	268.9 - 361.5
XS0302804744	EFG Hellas	BBB	08/06/2017	403.2 - 412.8
XS0320303943	BNP Paribas	AA-	07/09/2017	78.8 - 83.1
XS0323411016	Standard Chartered Bank	A	26/09/2017	140.7 - 148.0
BE0933514839	Fortis Bank	A+	04/10/2017	123.1 - 130.3

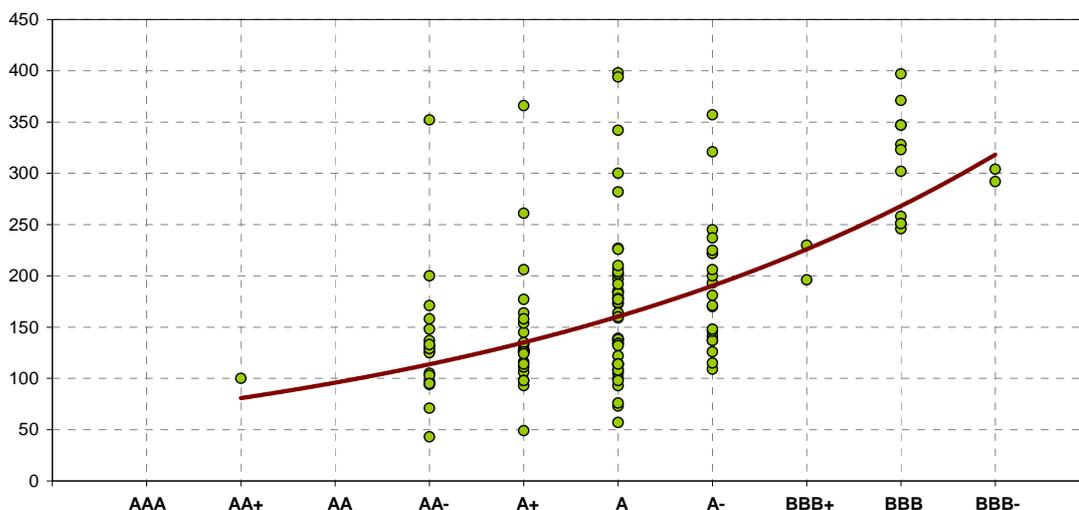
XS0326869665	Bayerische Landesbank	A	23/10/2017	258.5 - 262.5
DE000CB8AUX7	Commerzbank	A	29/11/2017	222.0 - 226.1
XS0342289575	Barclays Bank	A+	23/01/2018	164.3 - 169.2
XS0214318007	Danske Bank	A	16/03/2018	229.0 - 236.8
XS0356705219	Royal Bank Of Scotland	A+	09/04/2018	387.3 - 391.4
XS0256778464	Abn Amro Bank	A+	31/05/2018	230.8 - 238.8
XS0367777884	Unicredit	BBB+	05/06/2018	254.5 - 258.1
XS0383634762	Societe Generale	A	20/08/2018	95.0 - 98.2
XS0267828308	Merrill Lynch	A	14/09/2018	210.6 - 214.3
XS0275769403	Wachovia	A+	27/11/2018	126.8 - 130.3
XS0433028254	HSBC	AA-	10/06/2019	95.7 - 100.5
XS0432092137	Credit Agricole	A+	11/06/2019	92.7 - 98.0
XS0200985207	UBS	A	16/09/2019	149.3 - 152.5
XS0452166324	Intesa Sanpaolo	A+	23/09/2019	100.3 - 103.4
XS0229097034	Credit Suisse	A+	14/09/2020	109.6 - 115.5
XS0270347304	Goldman Sachs	A	12/10/2021	176.5 - 182.5
XS0114165276	Assicurazioni Generali	A	20/07/2022	151.7 - 161.5
XS0366066149	ING	A	29/05/2023	200.3 - 205.8
XS0166965797	Muenchener Rueckver.	A+	21/06/2023	139.3 - 146.6
XS0213026197	Citigroup	A	25/02/2030	262.9 - 265.5
XS0214965534	HBOS	A+	18/03/2030	336.3 - 342.2

Fuente: Tradeweb

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

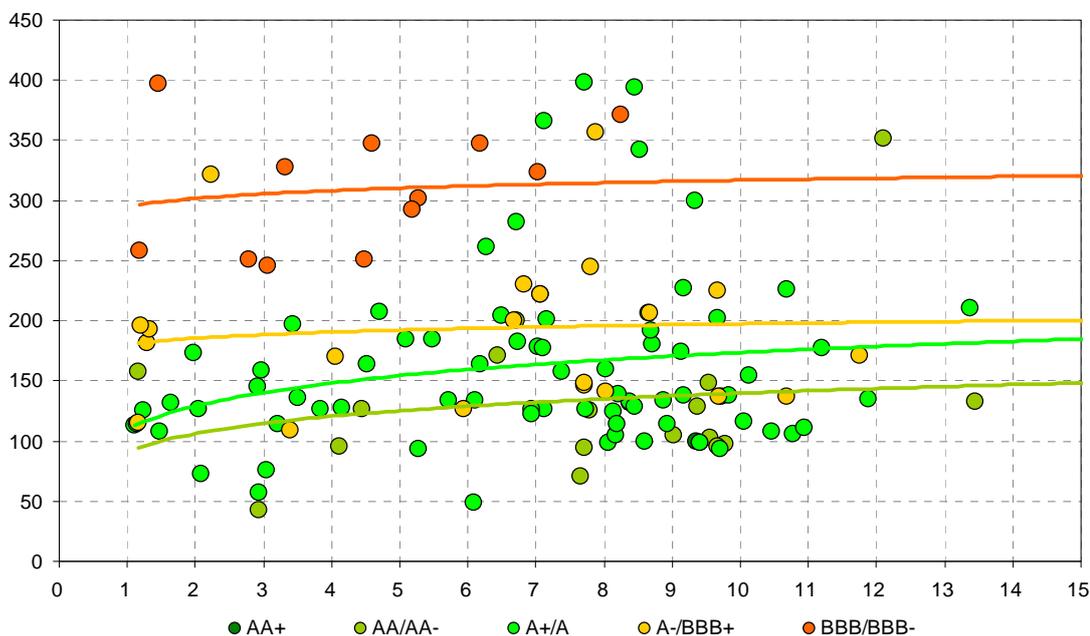
En base a este análisis, se podría establecer que una posible emisión de deuda subordinada *Lower Tier II* de LA CAIXA (S&P AA- / Fitch AA- / Moody's Aa2) para un plazo de diez años se podría situar en un rango entre los 120 y los 160 puntos básicos (ver Gráficos 5 y 6).

Gráfico 5: Estimación Niveles Medios Spread en base al rating para Emisiones Lower Tier II de Entidades Financieras Europeas a 14/01/2010



Fuente: Tradeweb, Merrill Lynch

Gráfico 6: Estimación Curvas Spread por rating y plazo para Emisiones Lower Tier II de Entidades Financieras Europeas a 14/01/2010



Fuente: Tradeweb, Merrill Lynch

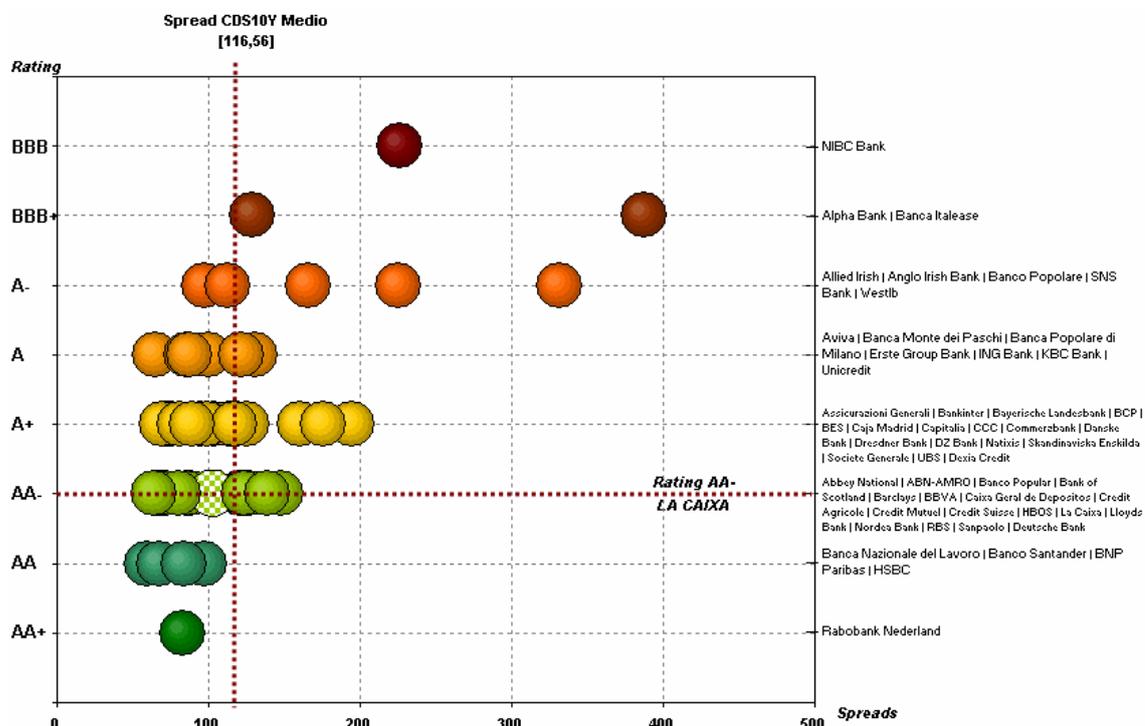
F. Mercado de CDS de Deuda Senior y Subordinada:

Al objeto de complementar la información del mercado secundario recogida en el apartado anterior, sería necesario utilizar otro tipo de referencias cotizadas en mercado que nos permitieran determinar las condiciones aproximadas del mercado de Deuda Subordinada. En este sentido, es posible analizar el mercado europeo de emisiones de Deuda Senior y Deuda Subordinada a través de los spreads de los CDS a 5 y 10 años cotizados para diferentes Entidades Financieras.

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

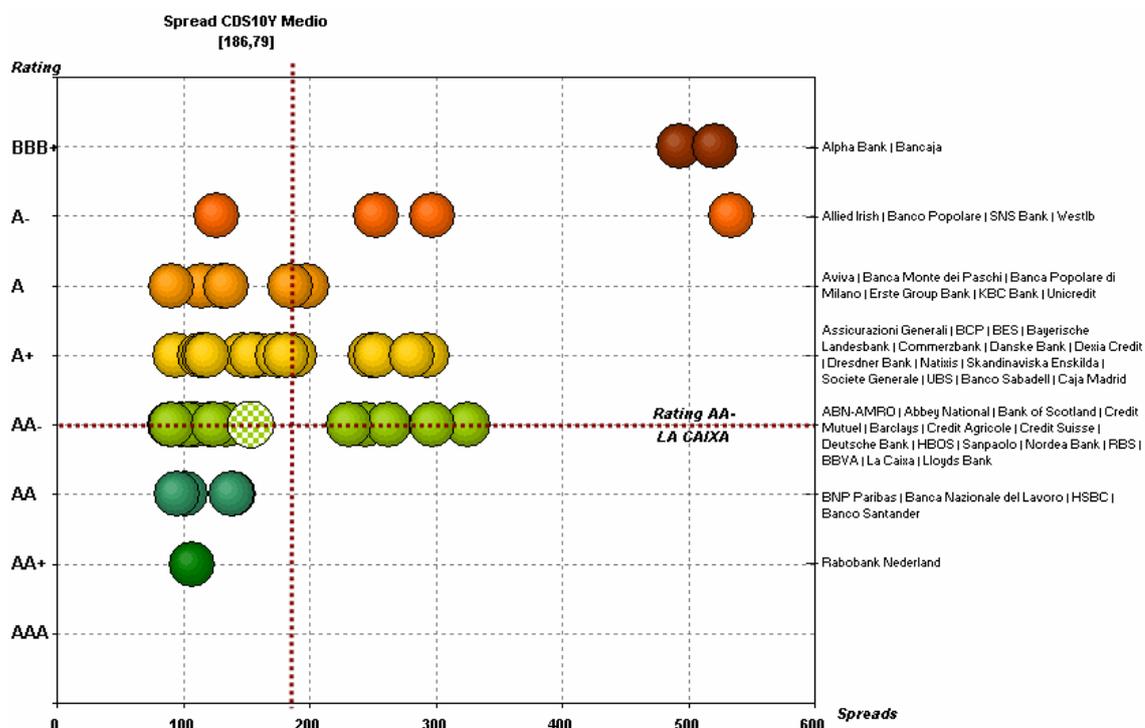
- El spread crediticio medio de los CDS a 10 años para las emisiones de Deuda Senior se encuentra alrededor de los 116,56 pb.
- El spread crediticio medio de los CDS a 10 años para las emisiones de Deuda Subordinada se encuentra alrededor de los 186,79 pb.
- Los diferenciales promedio entre los spreads crediticios de la Deuda Senior y la Deuda Subordinada para aquellos emisores con niveles cotización en ambos tipos de emisiones son de 68,12 pb.

Gráfico 7: Spreads CDS a 10 años para Emisiones Senior por Rating Emisor a 14/01/2010



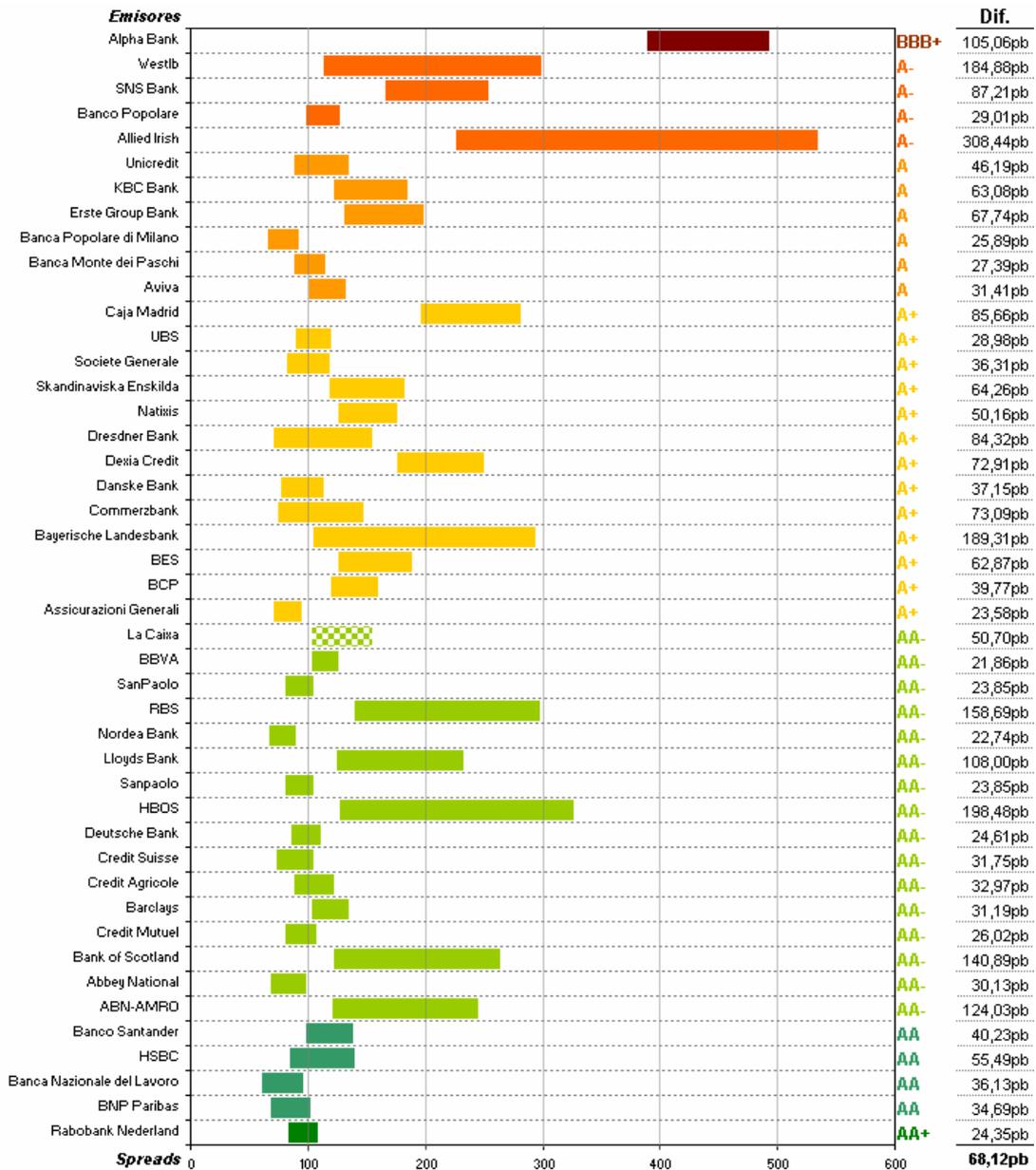
Fuente: Elaboración Propia y CMA

Gráfico 8: Spreads CDS a 10 años para Emisiones Subordinadas por Rating Emisor a 14/01/2010



Fuente: Elaboración Propia y CMA

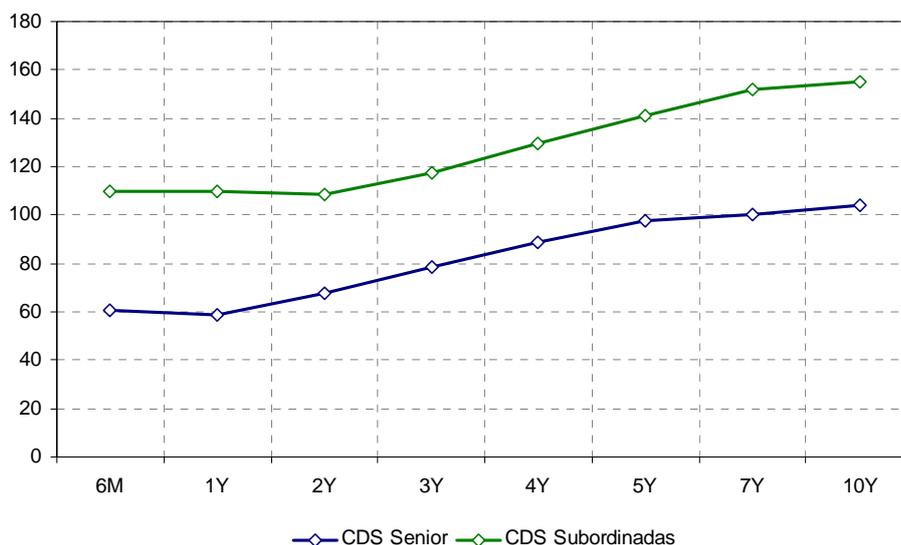
Gráfico 9: Diferencias entre Spreads CDS a 10 años de Emisiones Subordinadas y Emisiones Senior de Entidades Financieras Europeas a 14/01/2010



Fuente: Elaboración Propia y CMA

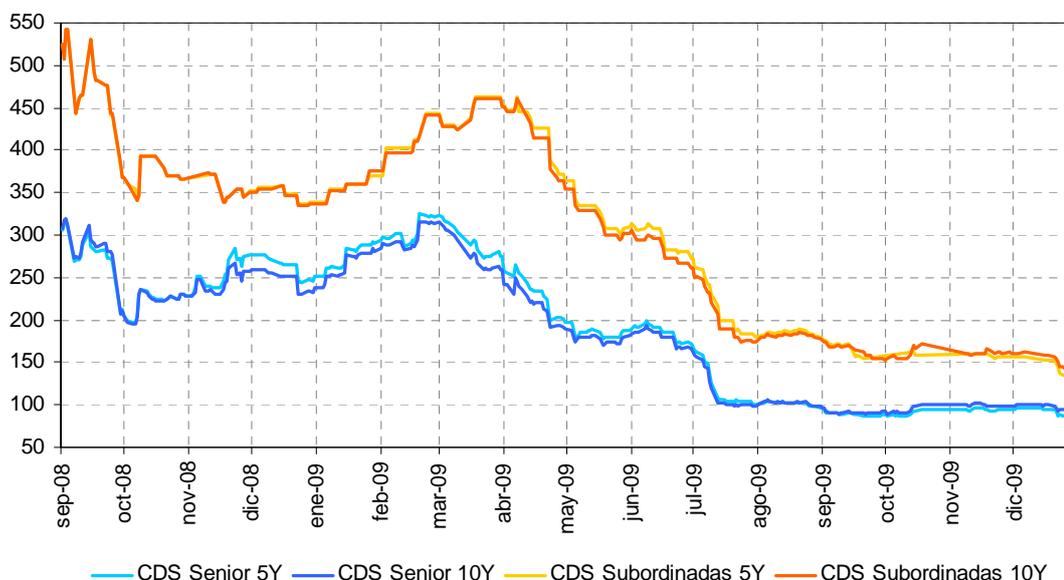
Como se puede observar, en este mercado es posible observar referencias de CDS (Credit Default Swap) cotizadas sobre LA CAIXA para emisiones de Deuda Senior o Deuda Subordinada.

Gráfico 10: Curva de Cotizaciones de CDS de LA CAIXA para Emisiones de Deuda Senior y Subordinadas a 14/01/2010



Fuente: Elaboración Propia y CMA

Gráfico 11: Evolución de Cotizaciones de CDS a 5 y 10 años de LA CAIXA para Emisiones de Deuda Senior y Subordinadas



Fuente: Elaboración Propia y CMA

Así, teniendo en cuenta las cotizaciones observadas en mercado primario y secundario para diferentes emisiones de deuda senior y subordinada (Lower Tier II) y los niveles de cotización de los propios CDS de LA CAIXA, podríamos concluir que una posible emisión de Obligaciones Subordinadas a emitir por LA CAIXA debería cotizar con un spread implícito por encima de los 125 puntos básicos.

En la siguiente tabla, se recoge a modo de resumen las referencias observadas en los apartados anteriores para los diferentes mercados para un emisor como LA CAIXA (S&P AA- / Fitch AA- / Moody's Aa2) para efectuar una emisión de un plazo similar:

	Mercado Primario	Mercado Secundario	CDS
Deuda Senior	80pb - 100pb	70pb - 90pb	90pb - 100pb
Deuda Subordinada	125pb - 150pb	120pb - 160pb	140pb - 160pb

4.- Análisis de las Condiciones de la Emisión de Obligaciones Subordinadas

En base a las condiciones descritas en el apartado 2 de este informe, la estructura de pagos que se ha utilizado para evaluar las condiciones de emisión de las Obligaciones Subordinadas, es la siguiente:

Fecha Inicio	Fecha Final	Periodicidad Pagos	Base	Fijación Tipo Referencia	Opción de Cancelación	Cupón
23/03/2010	30/03/2011	Trimestral	30/360	-	No	4,909%
30/03/2011	30/03/2015	Trimestral	30/360	2 días hábiles anteriores a la fecha de inicio de cada período trimestral	No	EUR3M+100pb [Cap 5.87% Floor 3.941%]
30/03/2015	30/03/2020	Trimestral	30/360	2 días hábiles anteriores a la fecha de inicio de cada período trimestral	Si (en cada período trimestral)	EUR3M+100pb [Cap 5.87% Floor 3.941%]

A partir de esta estructura de flujos, se puede estimar el spread implícito al que estaría emitiendo LA CAIXA en función de varios escenarios:

- a. Spread Implícito si la emisión fuera amortizada el 5º año (30/03/2015): en este caso el spread implícito de la emisión estaría entorno a los 195 puntos básicos (ver Cuadro 9).

Cuadro 9: Precio Teórico Emisión en función Spread Emisión vs. Spread Implícito si la emisión únicamente tuviera una duración de 5 años

14/01/2010		Tipo Fijo 1º año								
		3,709%	4,009%	4,309%	4,609%	4,909%	5,209%	5,509%	5,809%	6,109%
		Spread Emisión (sobre EUR3M) del 2º al 5º año [5,87%-3,941%]								
		-20 pb	10 pb	40 pb	70 pb	100 pb	130 pb	160 pb	190 pb	220 pb
Spread Crediticio Emisor	135 pb	100,45	100,96	101,53	102,17	102,87	103,62	104,43	105,29	106,16
	150 pb	99,73	100,25	100,82	101,45	102,14	102,90	103,71	104,56	105,42
	165 pb	99,03	99,54	100,10	100,73	101,43	102,18	102,99	103,83	104,69
	180 pb	98,32	98,83	99,40	100,03	100,72	101,47	102,27	103,11	103,97
	195 pb	97,63	98,13	98,70	99,32	100,01	100,76	101,56	102,40	103,25
	210 pb	96,93	97,44	98,00	98,63	99,31	100,06	100,85	101,69	102,54
	225 pb	96,25	96,75	97,31	97,93	98,62	99,36	100,15	100,99	101,84
	240 pb	95,57	96,07	96,63	97,25	97,93	98,67	99,46	100,29	101,14
	255 pb	94,89	95,39	95,95	96,56	97,24	97,98	98,77	99,59	100,44
270 pb	94,22	94,72	95,27	95,89	96,56	97,30	98,08	98,91	99,75	

- b. Spread Implícito analizando la emisión a vencimiento (año 2020) pero sin introducir en el análisis el valor de la opción de cancelación del emisor a partir del 5º año: en este caso el spread implícito de la emisión estaría alrededor de los 150 puntos básicos (ver Cuadro 10).

Cuadro 10: Precio Teórico Emisión en función Spread Emisión vs. Spread Implícito (Excluyendo la Opción de Cancelación)

14/01/2010		Tipo Fijo 1 ^{er} año								
		3,709%	4,009%	4,309%	4,609%	4,909%	5,209%	5,509%	5,809%	6,109%
		Spread Emisión (sobre EUR3M) del 2º al 5º año [5,87%-3,941%]								
		-20 pb	10 pb	40 pb	70 pb	100 pb	130 pb	160 pb	190 pb	220 pb
Spread Crediticio Emisor	30 pb	105.82	106.83	107.92	109.08	110.28	111.52	112.77	114.02	115.23
	60 pb	103.20	104.20	105.28	106.41	107.60	108.83	110.07	111.30	112.50
	75 pb	101.92	102.92	103.98	105.11	106.29	107.51	108.74	109.96	111.16
	90 pb	100.66	101.65	102.71	103.83	105.00	106.21	107.43	108.65	109.83
	105 pb	99.41	100.39	101.45	102.56	103.73	104.93	106.14	107.35	108.53
	120 pb	98.19	99.16	100.21	101.31	102.47	103.66	104.87	106.07	107.25
	135 pb	96.98	97.94	98.98	100.08	101.23	102.41	103.62	104.81	105.98
	150 pb	95.78	96.74	97.77	98.87	100.01	101.19	102.38	103.57	104.73
	165 pb	94.61	95.56	96.59	97.67	98.80	99.97	101.16	102.34	103.49
	180 pb	93.45	94.40	95.41	96.49	97.62	98.78	99.96	101.13	102.28
	195 pb	92.31	93.25	94.26	95.32	96.44	97.60	98.77	99.94	101.08
	210 pb	91.18	92.11	93.11	94.18	95.29	96.44	97.60	98.76	99.90
	225 pb	90.07	90.99	91.99	93.04	94.15	95.29	96.45	97.60	98.73
240 pb	88.97	89.89	90.88	91.93	93.03	94.16	95.31	96.46	97.58	
270 pb	86.82	87.73	88.71	89.74	90.83	91.94	93.08	94.22	95.33	

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

- Tipo Fijo del 4,909% nominal anual el primer año = 0,46%
- EUR3M+100pb desde el segundo año hasta el quinto año = 0,65%
- EUR3M+100pb desde el sexto año hasta el vencimiento = 0,29%
- Cap 5.87% desde el segundo año hasta el vencimiento = -0,32%
- Floor 3.941% desde el segundo año hasta el vencimiento = 0,42%

TOTAL 1,50%

Para obtener estos resultados de valoración de estos instrumentos financieros se han utilizado métodos de simulación de curvas de tipos de interés basados en los modelos de Hull & White (ver Anexo 1) en base a los datos de mercado observados en la fecha de valoración del 14 de enero de 2010 (ver Anexo 2).

En base a estos resultados, en nuestra opinión, los diferenciales obtenidos bajo este análisis pueden justificar la idoneidad de las condiciones de emisión de una posible emisión de Obligaciones Subordinadas a emitir por parte de LA CAIXA.

5.- Conclusiones

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

En este análisis se ha puesto de manifiesto que los mercados financieros han atravesado por una situación extraordinaria de falta de liquidez, pero que en los últimos meses esta situación ha tendido a mejorar al tiempo que se reducían las primas de riesgo exigidos a los emisores de deuda. En este sentido cabe destacar que no ha sido posible encontrar en mercado cotizaciones líquidas, sobre referencias de deuda emitidas directamente por LA CAIXA equivalentes a las analizadas en el presente informe, que junto con el hecho de que la oferta de emisión no cuente con un tramo dirigido al mercado institucional, dificultan el establecimiento preciso de cuales deberían ser los niveles de emisión razonables exigidos por el 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 y se han recogido referencias directas del mercado de CDS, que permiten considerar que la emisión propuesta, en base a las condiciones establecidas para la nueva emisión de Obligaciones Subordinadas, se podría adaptar a las condiciones que podrían establecerse en un mercado mayorista.

Por ello, según la opinión de Solventis, la emisión prevista por LA CAIXA se estaría efectuando en unas condiciones razonables con respecto a los niveles observados en un mercado mayorista.

La validez de este análisis y sus conclusiones se encuentran supeditadas a las circunstancias de mercado descritas y a la información de mercado existente a la fecha de elaboración del presente informe (14 de enero de 2010). Si las circunstancias de mercado cambiaran sustancialmente con respecto a lo aquí recogido, las conclusiones de este informe podrían en consecuencia variar.

Finalmente, consideramos necesario indicar que la falta de profundidad en el mercado actual de obligaciones subordinadas para determinados emisores dificultaría una posible venta de este tipo de emisiones, por parte de los inversores minoristas tenedores de la referencia de deuda a emitir a quien va dirigida, con posterioridad a la fecha de emisión.

Anexo 1: Métodos de Valoración

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- **Modelo de Hull & White:**

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

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

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

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

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

Este árbol trinomial de Hull & White es la base para generar un proceso de Montecarlo en el que, una vez computado con un gran número de

escenarios (superior a las 100.000 simulaciones), se obtendrán todas las variables de los tipos de interés y sus posibles desplazamientos que formen parte del cómputo generado por el árbol trinomial (para una explicación más detallada del proceso de cálculo, ver “Options, Futures & Other Derivative” de John C. Hull / 4ª Edición / Capítulo 21.9. “The Hull & White Model”).

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

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

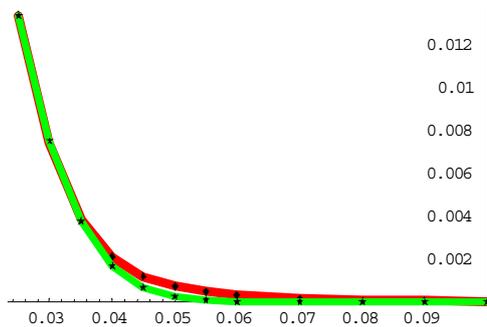
Estos datos permiten valorar, utilizando modelos analíticos (Black 76), las opciones sobre Swaps, Caps y Floors. De esta forma se obtienen unos precios de referencia para estas estructuras.

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

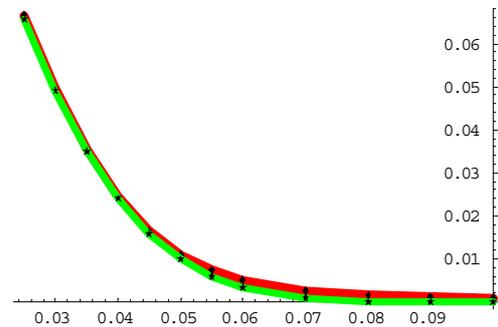
Las incógnitas del problema son variables temporales, es decir funciones que dependen del tiempo, que condicionan el árbol trinomial. Estas incógnitas son la parte determinista de la evolución de los tipos (drifts), la velocidad de reversión a la media y la volatilidad.

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

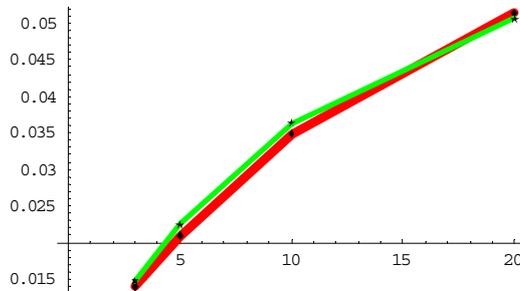
Opciones sobre Caps a 2 años



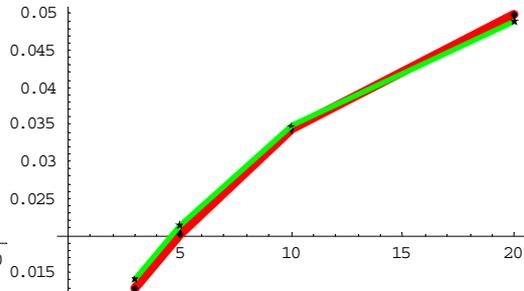
Opciones sobre Caps a 5 años



Opciones sobre Swaps a 5 años



Opciones sobre Swaps a 10 años



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

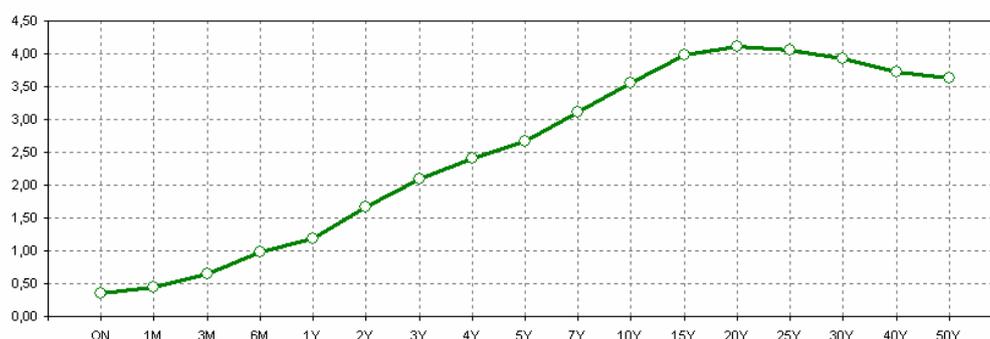
Una vez calibrado el modelo a una fecha de valoración concreta, se dispone de un árbol trinomial sobre el cuál poder construir y simular una estructura concreta de comportamiento de los tipos de interés, de forma que es posible introducir condicionales de pago complejos dentro de los flujos de pago de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

Anexo 2: Datos de Mercado Utilizados

Los parámetros de mercado utilizados para calibrar el modelo de Hull & White y para valorar los instrumentos financieros objeto del presente informe a la fecha señalada (14 de enero de 2010), han sido los siguientes:

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

ON	1M	3M	6M	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	25Y	30Y	40Y	50Y
0,3599	0,4450	0,6544	0,9755	1,1691	1,6741	2,0918	2,4048	2,6716	3,1078	3,5526	3,9849	4,1158	4,0536	3,9328	3,7143	3,6306



- Volatilidades Caps/Floors EUR:

Plazo \ Strike	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%	6,00%	7,00%	8,00%	9,00%
1Y	53,32	51,36	53,84	56,34	58,41	60,12	61,54	62,73	63,76
2Y	57,05	46,90	44,17	44,23	45,09	46,09	47,03	47,89	48,65
3Y	54,12	41,46	36,10	34,76	34,98	35,72	36,56	37,36	38,09
4Y	52,81	39,30	32,84	30,27	29,95	30,44	31,14	31,85	32,51
5Y	50,52	37,17	30,17	26,87	26,07	26,33	26,90	27,54	28,15
6Y	48,25	35,32	28,12	24,33	23,13	23,23	23,75	24,36	24,95
7Y	46,27	33,79	26,56	22,46	20,95	20,92	21,41	22,02	22,62
8Y	44,43	32,42	25,23	20,94	19,20	19,10	19,59	20,21	20,83
9Y	42,93	31,33	24,23	19,85	17,95	17,78	18,26	18,89	19,52
10Y	41,73	30,46	23,49	19,08	17,06	16,81	17,27	17,89	18,50
12Y	39,94	29,17	22,41	18,01	15,84	15,45	15,85	16,45	17,06
15Y	37,89	27,68	21,21	16,89	14,61	14,13	14,50	15,09	15,69
20Y	36,17	26,28	20,10	16,00	13,90	13,55	13,97	14,59	15,21

- Volatilidades de EUR Swaptions:

Opción \ Swap	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y	15Y	20Y
1M	44,96	36,30	31,57	28,10	25,87	23,73	22,11	20,88	19,92	19,12	17,03	16,30
3M	47,38	38,25	32,52	29,50	27,55	25,25	23,51	22,16	21,05	20,12	18,30	17,84
6M	48,94	38,56	33,10	29,94	27,70	25,33	23,48	22,22	21,17	20,27	18,69	18,39
1Y	43,96	34,45	30,39	27,47	25,19	23,62	22,40	21,58	20,91	20,32	19,13	19,09
2Y	32,25	26,93	24,89	23,22	21,83	20,88	20,11	19,61	19,18	18,82	18,07	18,19
3Y	26,16	22,48	21,03	19,82	18,86	18,36	17,94	17,62	17,36	17,13	16,77	17,06
4Y	21,86	19,08	18,24	17,63	17,13	16,82	16,52	16,34	16,18	16,07	15,97	16,37
5Y	18,59	16,47	16,18	15,97	15,80	15,58	15,41	15,31	15,25	15,22	15,33	15,80
7Y	14,76	14,19	14,09	13,97	13,90	13,78	13,70	13,70	13,72	13,78	14,06	14,51
10Y	12,95	12,68	12,61	12,58	12,59	12,64	12,72	12,82	12,94	13,07	13,48	13,84
15Y	12,23	12,03	12,20	12,36	12,54	12,79	13,06	13,14	13,23	13,30	13,45	13,66
20Y	13,43	13,59	13,74	13,93	14,07	14,17	14,25	14,30	14,36	14,42	14,69	14,71
25Y	14,98	14,90	14,89	14,91	14,95	14,95	15,04	15,13	15,18	15,22	15,20	14,76
30Y	15,42	15,22	15,24	15,11	14,99	15,09	15,09	15,11	15,11	15,12	14,53	14,04

Solventis

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

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

grupo@solventis.es
www.solventis.es

Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona

Informe de emisión
de deuda subordinada de
“la Caixa”



KPMG Asesores S.L.
Edificio Torre Europa
Paseo de la Castellana, 95
28046 Madrid

Teléfono +34 91 456 34 00
Fax +34 91 555 01 32
Internet www.kpmg.es

“La Caixa”
Av. Diagonal, 621-629
08028 Barcelona

A la atención de:
D. Fernando Cánovas

Nuestra ref 2010e19eajt

Contacto 91 456 82 42

19 de enero de 2010

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 (en adelante, la Caixa), con posibilidad de amortización anticipada a partir del 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 de una deuda subordinada 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 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 sobre el Euribor trimestralmente desde el año 2 en adelante.
- Calcular el spread equivalente para un Floating Rate Note de 10 años de vida, del valor del collar sobre el total de intereses desde el año 2 en adelante.
- En relación al cálculo del spread equivalente para un Floating Rate Note de 10 años de vida, del valor de las opciones de cancelación trimestrales de toda la estructura, la existencia de determinados elementos difícilmente valorables como son las condiciones del mercado de crédito a la fecha de la opción de amortización anticipada, la demanda específica para este tipo de productos, las necesidades de capital del emisor así como las exigencias regulatorias por parte del Banco de España, han motivado que la opción de cancelación no haya sido valorada.

- 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 (sin considerar la opción de cancelación).

2.- Razonabilidad del spread medido en puntos básicos sobre Euribor calculado en el punto anterior respecto a una deuda subordinada emitida 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 y las cotizaciones de los CDS de la Caixa con entidades similares españolas y europeas.
- Evolución de las cotizaciones de los CDS de la Caixa y de entidades similares españolas y europeas.
- Contraste del rendimiento planteado con emisiones recientes realizadas por otras entidades en el mercado minorista.
- Contraste del rendimiento planteado con emisiones recientes realizadas por otras entidades en el mercado mayorista.
- Contraste del rendimiento planteado con emisiones recientes realizadas por la propia Entidad (si aplica).
- Contraste del rendimiento planteado con la cotización del CDS.

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: Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona (la Caixa)
- Fecha de emisión y desembolso: Enero -Marzo 2010
- Importe: 3.000 millones de euros
- Valor unitario: 1.000 euros
- Rating del emisor – deuda senior: AA-/ Aa2 / AA- (reps. s/Fitch, s/Moody's y s/S&P)
- Rating del emisor – deuda subordinada: A+ / Aa3 / A+ (reps. s/Fitch, s/Moody's y s/S&P)
- Mercado de cotización: AIAF
- 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:
 - Año 1: 4,909 % fijo anual, que se pagará trimestralmente.
 - Año 2 en adelante: Euribor 3 meses + 100 pbs, con un collar sobre el total de intereses entre el 3,941% y el 5,870%.
 - Se fijará y se pagará el cupón de manera trimestral.
- Opción de cancelación: opción de amortización anticipada trimestralmente a partir de los cinco años desde la fecha de desembolso, a favor del emisor, es decir a cada fecha de pago de cupón.

2. Equivalencia de la estructura

La estructura a analizar paga un tipo fijo del 4,909 % durante el primer año, y desde el segundo año en adelante un tipo de interés de Euribor 3 meses + 1,00 %, con un collar sobre el total de intereses a partir del segundo año entre el 3,941 % y el 5,870 %. Los pagos se realizan de manera trimestral. Adicionalmente existe la opción de cancelación de toda la estructura por parte del emisor a partir del año 5, de manera trimestral.

La estructura se descompone de la siguiente manera:

A. Importe fijo del 4,909 % durante el primer año

Los pagos que tienen lugar durante el primer año consisten en una cartera de cuatro bonos cupón cero de nominal 1'22725 ($=4,909 \% \times 0'25 \times 100$), 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, 47 pbs.

B. Spread fijo de 100 pbs sobre Euribor 3 meses desde el año 2 en adelante

Los pagos que tienen lugar a partir del primer año dependen del Euribor 3 meses más un diferencial constante de 100 pbs. El valor del diferencial constante que se añade al Euribor 3 meses en los pagos trimestrales a partir del primer año 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, 88 pbs.

C. Floor sobre los intereses totales de un 3,941 % desde el año 2 en adelante

El floor sobre los intereses totales del 3,941 %, desde el segundo año en adelante, que equivale a un floor de strike $3,941\% - 1,00\% = 2,941\%$, valorado con una volatilidad implícita de 23,46 %, 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, 39 pbs.

D. Cap sobre los intereses totales de un 5,870 % desde el año 2 en adelante

El cap sobre los intereses totales del 5,870 %, desde el segundo año en adelante, que equivale a un cap de strike $5,870\% - 1,00\% = 4,870\%$, valorado con una volatilidad implícita de 17,51 %, 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, 29 pbs.

E. Opciones de cancelación anticipada a partir del año 5

La existencia de determinados elementos difícilmente valorables como son las condiciones del mercado de crédito a la fecha de la opción de amortización anticipada, la demanda específica para este tipo de productos, las necesidades de capital del emisor así como las exigencias regulatorias por parte del Banco de España, han motivado que la opción de cancelación no haya sido valorada.

Pese a ello, hemos calculado a efectos informativos el rendimiento de la deuda subordinada que resultaría en caso de cancelación anticipada en las siguientes fechas:

	5 años	6 años	7 años	8 años	9 años
Pago fijo durante el primer año (4,909%)	82	69	60	54	50
Spread desde el año 2 en adelante (100 pbs)	79	82	84	86	87
Floor s/total cupón desde el año 2 en adelante (3,941 %)	48	46	43	41	40
Volatilidad empleada (Floor)	29,65%	27,61%	26,12%	24,97%	24,11%
Cap s/total cupón desde el año 2 en adelante (5,870 %)	-13	-17	-21	-24	-27
Volatilidad empleada (Cap)	26,09%	23,19%	21,05%	19,49%	18,37%
TOTAL	196	180	166	157	150

Como resultado del análisis anterior sobre la valoración de la estructura de la deuda subordinada planteada, se obtiene que el rango del 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 140 pbs y 160 puntos básicos, sin tener en cuenta las opciones de cancelación.

3. Análisis de la razonabilidad del rendimiento para una emisión de deuda subordinada 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
<i>La Caixa</i>	<i>AA-</i>	<i>Aa2</i>	<i>AA-</i>

Emisor	Fitch	Moody's	S&P
<i>Banco Santander</i>	<i>AA</i>	<i>Aa2</i>	<i>AA</i>
<i>BBVA</i>	<i>AA-</i>	<i>Aa2</i>	<i>AA</i>
<i>Banco Popular</i>	<i>AA-</i>	<i>Aa3</i>	<i>A</i>
<i>Caja Madrid</i>	<i>A+</i>	<i>A1</i>	-
<i>Bankinter</i>	<i>A+</i>	<i>A1</i>	<i>A</i>
<i>CAM</i>	<i>A-</i>	<i>A3</i>	-
<i>Bancaja</i>	<i>BBB+</i>	<i>A3</i>	-
<i>Sabadell</i>	<i>A+</i>	<i>A2</i>	<i>A</i>
<i>Banco Pastor</i>	-	<i>A3</i>	-
<i>Banesto</i>	<i>AA</i>	<i>Aa3</i>	<i>AA</i>
<i>Caixa Catalunya</i>	-	<i>A3</i>	-

Ratings actuales de bancos españoles (Dato: 14/01/2010)

Emisor	Fitch	Moody's	S&P
<i>UBS</i>	<i>A+</i>	<i>Aa3</i>	<i>A+</i>
<i>ING</i>	<i>A</i>	<i>A1</i> *-	<i>A</i>
<i>Credit Agricole</i>	<i>AA-</i>	<i>Aa1</i>	<i>AA-</i>
<i>Deutsche Bank</i>	<i>AA-</i>	<i>Aa1</i> *-	<i>A+</i>
<i>RBS</i>	<i>AA-</i>	<i>A1</i>	<i>A</i>
<i>HSBC</i>	<i>AA</i>	<i>Aa2</i>	<i>AA-</i>
<i>Intesa SanPaolo</i>	<i>AA-</i>	<i>Aa2</i>	<i>AA-</i>
<i>Natixis</i>	<i>A+</i>	<i>Aa3</i>	<i>A+</i>
<i>HSH Nordbank</i>	<i>A</i> *-	<i>A2</i> *-	<i>BBB+</i>

Ratings actuales de bancos europeos (Dato: 14/01/2010)

A.2 Ratings para deuda subordinada

Emisor	Fitch	Moody's	S&P
La Caixa	A+	Aa3	A+

Emisor	Fitch	Moody's	S&P
Banco Santander	AA-	Aa3	AA-
BBVA	A+	Aa3	AA-
Banco Popular	A+	A1	A-
Caja Madrid	A	A2	-
Bankinter	-	A2	A-
CAM	BBB+	Baa1	-
Bancaja	BBB	Baa1	-
Sabadell	A	A3	A-
Banco Pastor	-	Baa1	-
Banesto	AA-	A1	AA-
Caixa Catalunya	-	Baa1	-

Ratings actuales de bancos españoles (Dato: 14/01/2010)

Emisor	Fitch	Moody's	S&P
UBS	BB+ *-	A1	A
ING	A-	A2 *-	A-
Credit Agricole	A+	Aa2	A+
Deutsche Bank	-	Aa2 *-	A
RBS	A+	Ba2	A-
HSBC	AA-	A1	A+
Intesa SanPaolo	A+	Aa3	A+
Natixis	A	A1	A
HSH Nordbank	A- *-	A3 *-	BBB

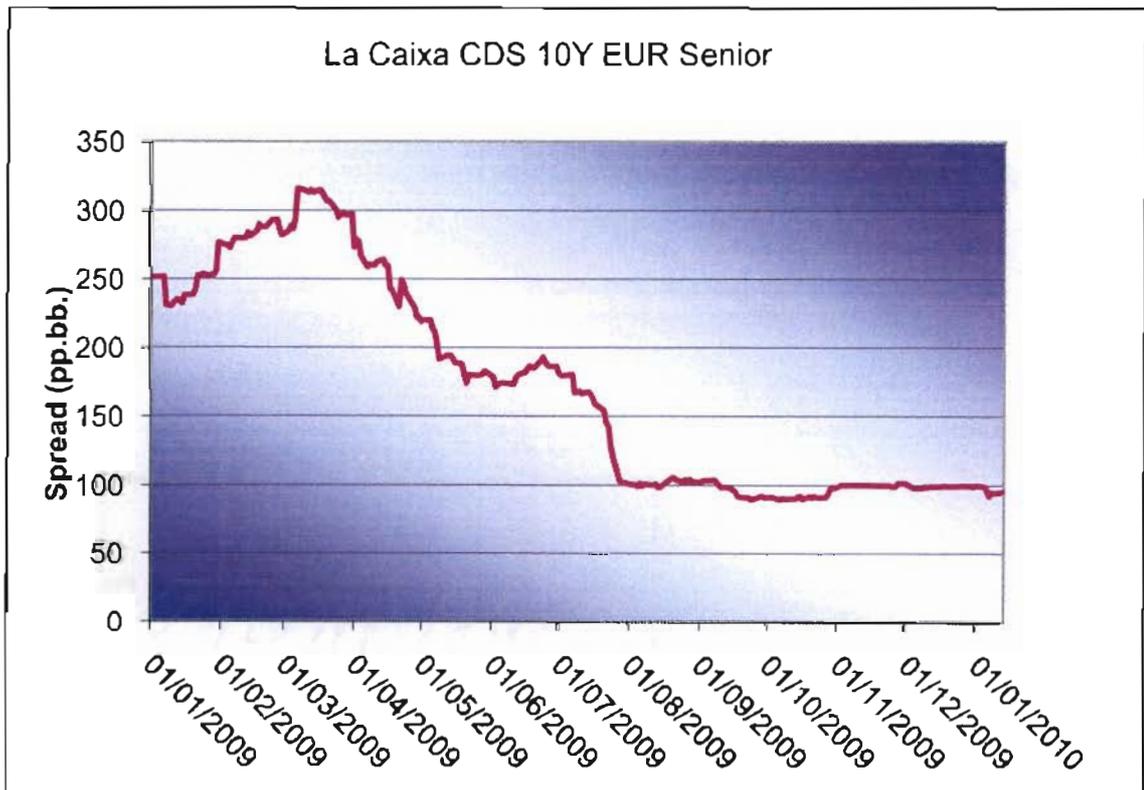
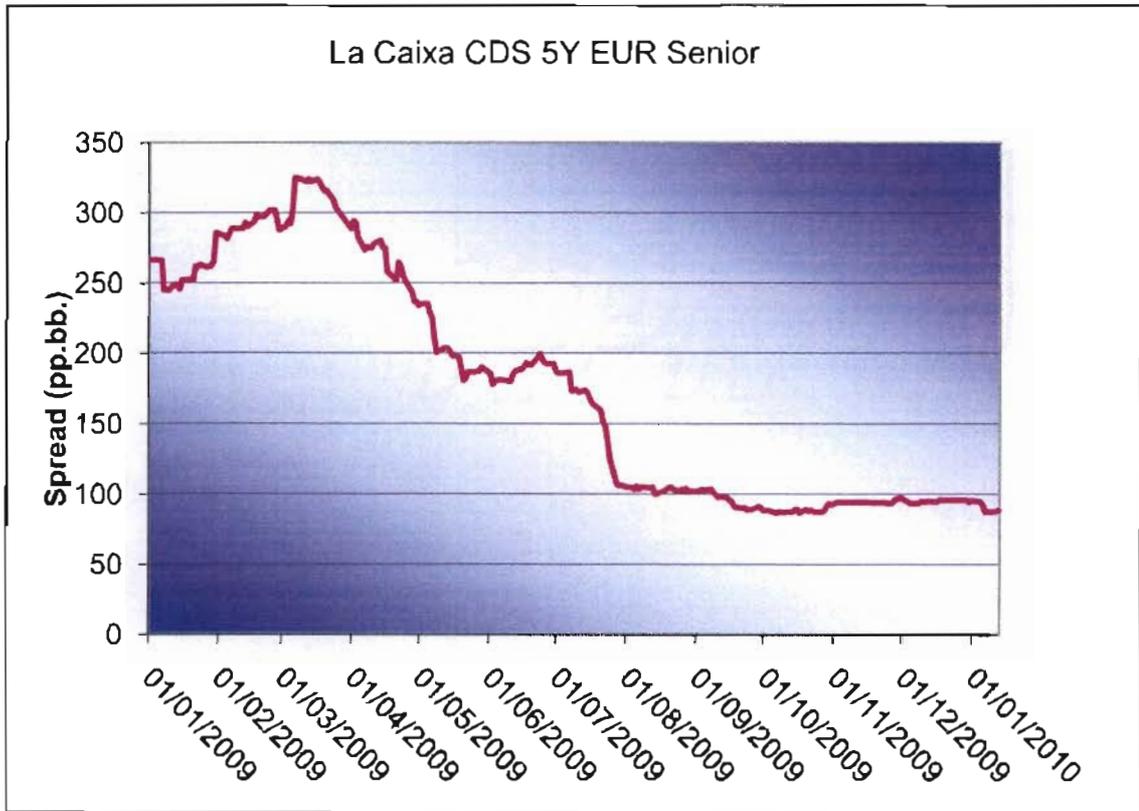
Ratings actuales de bancos europeos (Dato: 14/01/2010)

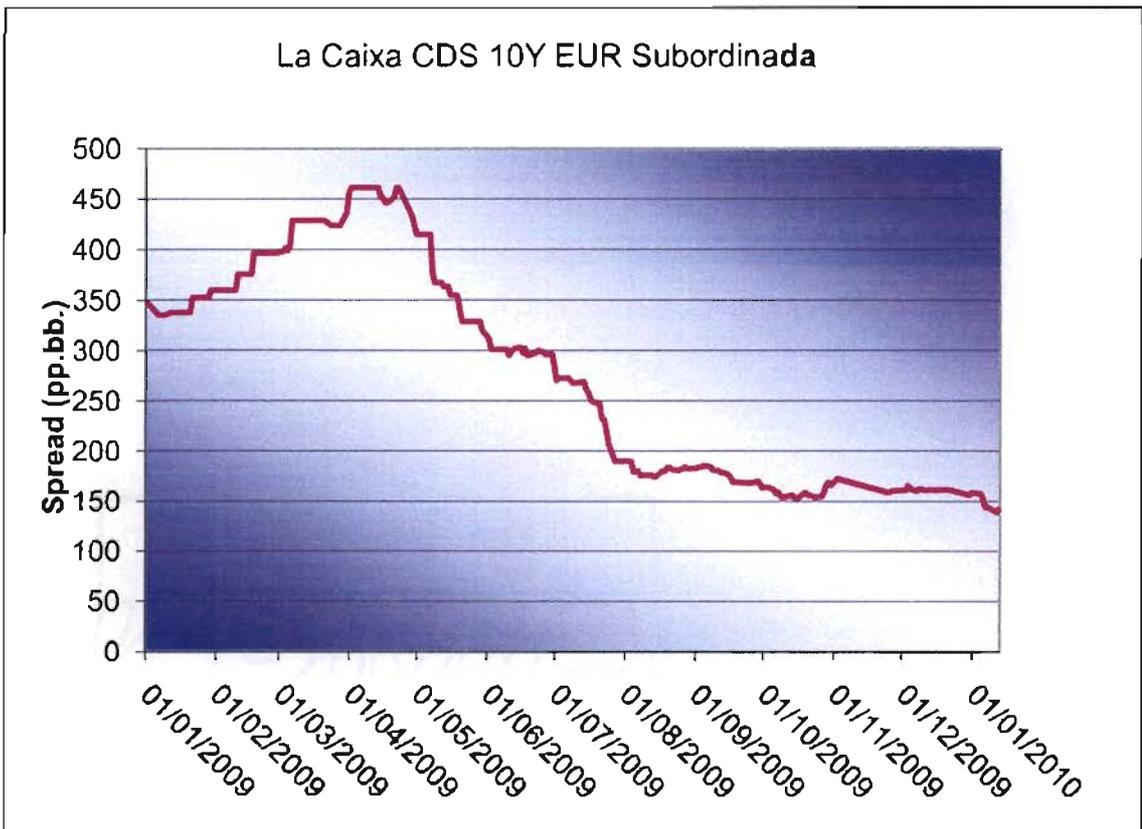
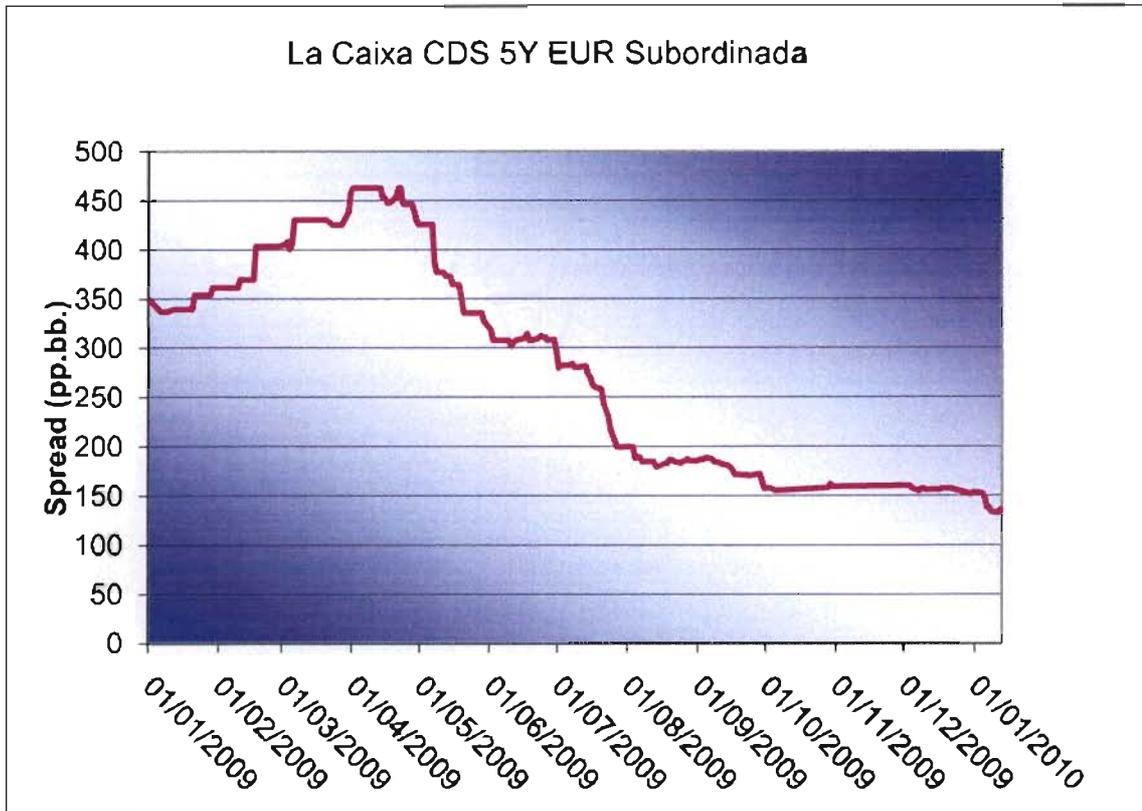
Como se puede observar en las tablas anteriores, la Caixa dispone de rating senior AA- en Fitch y S&P, y Aa2 en Moody's; mientras que el rating para emisiones subordinadas de la Caixa sería de A+ por Fitch y S&P, y Aa3 por Moody's. Es una entidad financiera de primer nivel, con rating crediticio similar a BBVA y Banco Santander.

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 01/01/2009 para el CDS senior 5 años y 10 años, y para el CDS subordinado 5 años y 10 años de la Caixa:





A continuación facilitamos la cotización de las primas de los CDS senior 5 años y 10 años, y CDS subordinados 5 años y 10 años de varias entidades financieras a nivel nacional y europeo:

CDS 5 años Senior

Entidad	CDS 5Y
La Caixa	92,56
<i>Banco Santander</i>	72,57
<i>CAM</i>	-
<i>Banco Popular</i>	136,62
<i>BBVA</i>	74,38
<i>Caja Madrid</i>	176,31
<i>Bankinter</i>	142,31
<i>Bancaja</i>	375,77
<i>Sabadell</i>	141,28
<i>UBS</i>	71,70
<i>ING</i>	58,90
<i>Credit Agricole</i>	68,06
<i>BNP</i>	55,66
<i>Deutsche Bank</i>	72,18
<i>RBS</i>	110,41
<i>HSBC</i>	57,17
<i>Barclays</i>	82,60
<i>I. SanPaolo</i>	58,19
<i>Natixis</i>	112,58

*CDS 5Y para deuda senior para las principales entidades financieras
(Datos: 13/01/2010)*

CDS 10 años Senior

Entidad	CDS 10Y
La Caixa	99,42
<i>Banco Santander</i>	84,04
<i>CAM</i>	-
<i>Banco Popular</i>	144,96
<i>BBVA</i>	85,84
<i>Caja Madrid</i>	185,54
<i>Bankinter</i>	149,22
<i>Bancaja</i>	368,91
<i>Sabadell</i>	152,55
<i>UBS</i>	87,24
<i>ING</i>	74,06
<i>Credit Agricole</i>	82,13
<i>BNP</i>	62,54
<i>Deutsche Bank</i>	82,82
<i>RBS</i>	125,34
<i>HSBC</i>	66,72
<i>Barclays</i>	96,00
<i>I. SanPaolo</i>	74,64
<i>Natixis</i>	126,90

*CDS 10Y para deuda senior para las principales entidades financieras
(Datos: 13/01/2010)*

CDS 5 años Subordinada

Entidad	CDS 5Y
La Caixa	135,98
<i>CAM</i>	-
<i>Banco Santander</i>	97,32
<i>Banco Popular</i>	-
<i>BBVA</i>	98,62
<i>Caja Madrid</i>	266,39
<i>Bankinter</i>	-
<i>Bancaja</i>	487,50
<i>Sabadell</i>	233,95
<i>UBS</i>	99,67
<i>ING</i>	96,71
<i>BBVA</i>	98,62
<i>BNP</i>	84,52
<i>Deutsche Bank</i>	95,44
<i>RBS</i>	273,32
<i>HSBC</i>	73,46
<i>Barclays</i>	114,19
<i>I. SanPaolo</i>	86,20
<i>Natixis</i>	175,59
<i>HSH Nordbank</i>	-
<i>Banco Pastor</i>	-

CDS 5Y para deuda subordinada para las principales entidades financieras
(Datos: 13/01/2010)

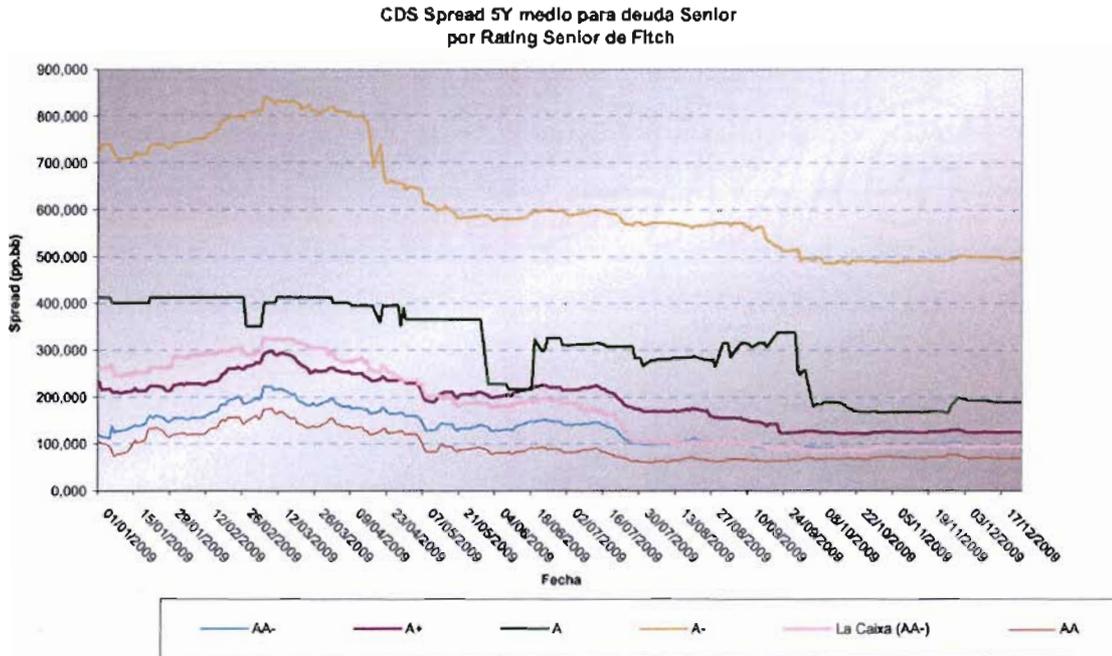
CDS 10 años Subordinada

Entidad	CDS 10Y
La Caixa	142,78
<i>CAM</i>	-
<i>Banco Santander</i>	110,52
<i>Banco Popular</i>	-
<i>BBVA</i>	108,61
<i>Caja Madrid</i>	260,93
<i>Bankinter</i>	-
<i>Bancaja</i>	487,25
<i>Sabadell</i>	216,97
<i>UBS</i>	110,87
<i>ING</i>	105,76
<i>BBVA</i>	108,61
<i>BNP</i>	93,46
<i>Deutsche Bank</i>	104,28
<i>RBS</i>	280,12
<i>HSBC</i>	82,19
<i>Barclays</i>	125,78
<i>I. SanPaolo</i>	96,80
<i>Natixis</i>	176,35
<i>HSH Nordbank</i>	-
<i>Banco Pastor</i>	-

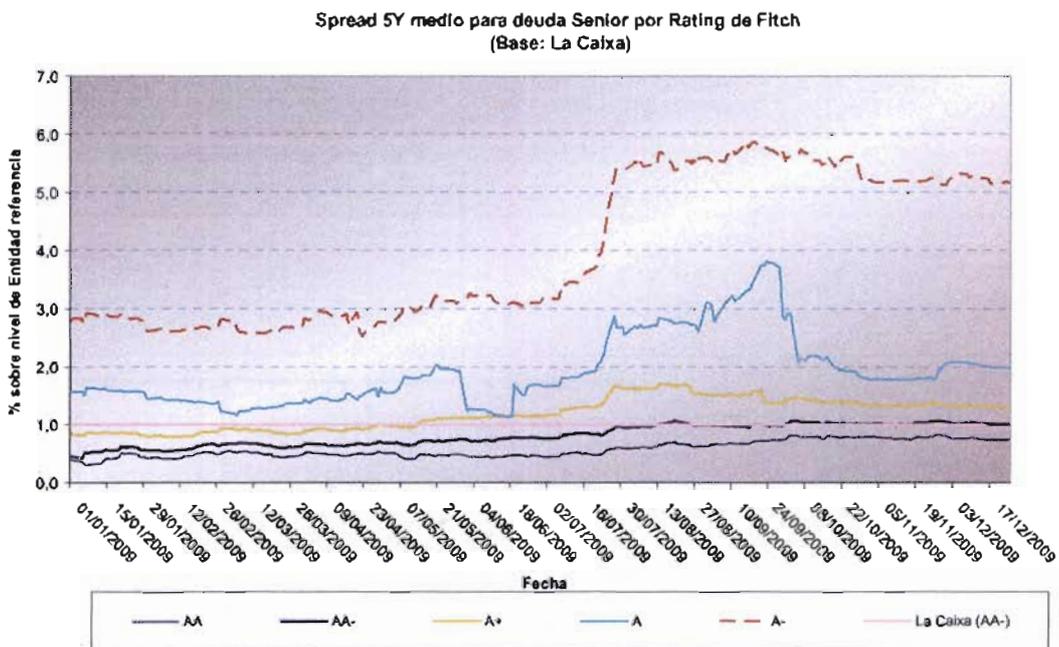
CDS 10Y para deuda subordinada para principales entidades financieras
(Datos: 13/01/2010)

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

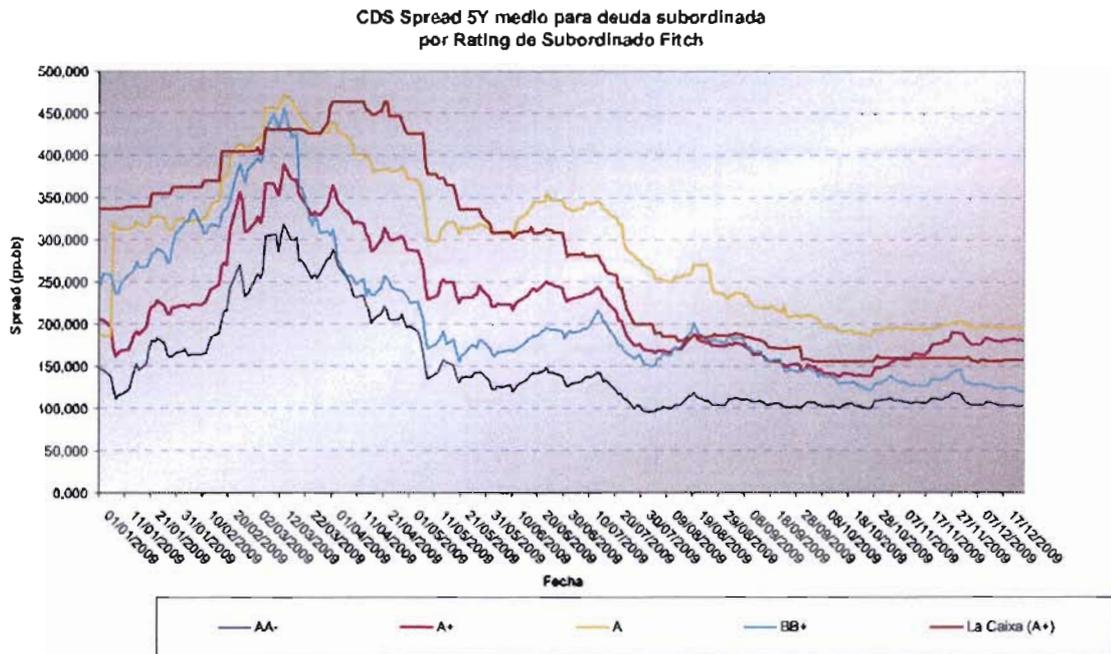
OBSERVACIÓN: En estas gráficas presentamos los spreads en puntos básicos, siendo la referencia la Caixa



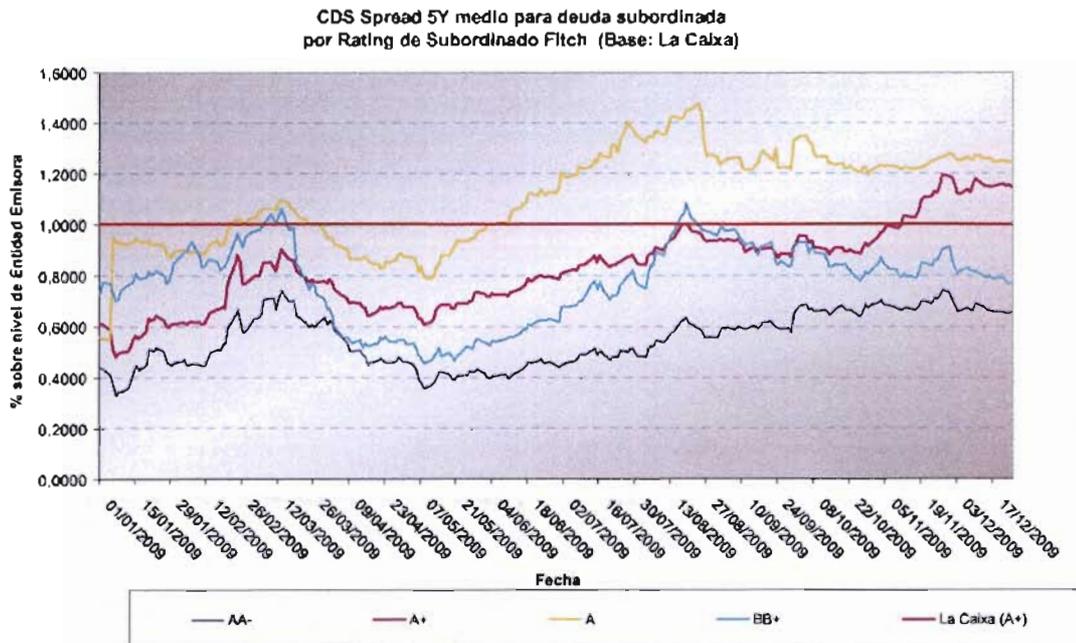
OBSERVACIÓN: En estas gráficas se observan los CDS 5Y medios para deuda senior comparados con la Caixa, que es la referencia, es decir, está en base 100 y por eso es constante en esta gráfica, lo cual no significa que se haya mantenido constante durante todo el periodo



OBSERVACIÓN: En estas gráficas presentamos los spreads en puntos básicos, siendo la referencia la Caixa



OBSERVACIÓN: En estas gráficas se observan los CDS 5Y medios para deuda subordinada comparados con la Caixa, que es la referencia, es decir, está en base 100 y por eso es constante en esta gráfica, lo cual no significa que se haya mantenido constante durante todo el período



En todas estas tablas y gráficos se aprecia la notable reducción en los niveles de CDS que se ha producido desde el mes de marzo de 2009 hasta la fecha actual de emisión de este informe. En el caso de la Caixa, esta reducción ha supuesto situarse en unos niveles muy cercanos a BBVA y Banco Santander.

Detrás de este descenso se encuentra una mejora de las perspectivas sobre la salud de las economías mundiales y la percepción de que la recuperación económica está en camino.

Adicionalmente, se debe tener en cuenta que analizando los datos de las tablas arriba adjuntas, comparando los ratings de entidades similares, no observamos un fundamento técnico 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 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 senior y subordinado de la Caixa:

<HELP> for explanation, <MENU> for similar functions.

Corp **FWCS**

90) View Swap Curve Forward CDS Matrix

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

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

Term	Forward Rates									
	01/14/2010	6 Mth	1 Yr	2 Yr	3 Yr	4 Yr	5 Yr	7 Yr	10 Yr	
6 Mth	53.970	53.6	69.3	94.9	118.0	139.4	111.7	95.4	95.9	
1 Yr	53.720	63.0	72.4	98.4	120.8	142.2	104.9	95.6	95.9	
2 Yr	64.360	75.0	86.0	109.9	131.9	121.7	100.4	95.7	95.9	
3 Yr	76.260	86.5	97.4	120.5	121.1	113.9	99.1	95.8	95.9	
4 Yr	87.140	97.2	108.0	114.9	115.4	110.0	98.4	95.8	95.9	
5 Yr	97.450	101.2	105.7	111.5	112.1	107.7	98.0	95.8	95.9	
7 Yr	96.720	99.7	103.2	107.8	108.3	104.9	97.5	95.8	95.9	
10 Yr	96.520	98.8	101.5	105.1	105.5	102.9	97.1	95.8	95.9	

Grey = extrapolates constant 10 year hazard rate for maturities exceeding 10 years.

Spread Curve Information		Calculation Information	
Frequency	<input type="text" value="Quarterly"/>	Knock Out	<input type="text" value="Yes"/>
Day Count	<input type="text" value="ACT"/> / <input type="text" value="360"/>	Model	<input type="text" value="N"/> ISDA Fair Value
Recovery Rate	<input type="text" value="0.40"/>		

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 2010 Bloomberg Finance L.P.
SN 321258 R216-578-0 14-Jan-2010 06:31:34

<HELP> for explanation, <MENU> for similar functions.

Corp **FWCS**

90) View Swap Curve Forward CDS Matrix

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

Market 1) Forward Rates 2) Forward Rates Vs. Current Rates

Par Curve Forward Rates

Term	01/14/2010	6 Mth	1 Yr	2 Yr	3 Yr	4 Yr	5 Yr	7 Yr	10 Yr
6 Mth	72.260	70.2	95.3	130.3	168.5	201.3	158.0	133.0	133.7
1 Yr	70.970	85.4	100.5	134.6	173.8	205.0	147.8	133.3	133.7
2 Yr	87.870	102.5	118.1	155.0	189.6	173.8	140.9	133.4	133.7
3 Yr	103.900	119.7	136.6	170.9	173.1	161.8	138.9	133.5	133.7
4 Yr	121.140	136.1	152.4	162.7	164.4	155.9	137.8	133.5	133.7
5 Yr	136.440	142.0	149.0	157.6	159.4	152.2	137.1	133.6	133.7
7 Yr	135.340	139.7	145.2	152.1	153.5	148.0	136.3	133.6	133.7
10 Yr	134.950	138.4	142.6	147.9	149.0	144.8	135.7	133.6	133.7

Grey = extrapolates constant 10 year hazard rate for maturities exceeding 10 years.

Spread Curve Information

Frequency

Day Count /

Recovery Rate

Calculation Information

Knock Out

Model ISDA Fair Value

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 2010 Bloomberg Finance L.P.
SN 321258 H216-578-0 14-Jan-2010 06:32:02

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 dispone.

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 cuatro tipos de análisis con la información disponible:

3.2.1 Contraste con otras emisiones de mercado minorista

Hemos encontrado cinco referencias comparables emitidas en el mercado minorista durante el año 2009. Sus características principales son:

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Vencimiento	Cupón	Callable
- - - -	La Caixa	A+/Aa2/A+	2.500	28/02/2019	6,0%(*)	28/02/2014

(*) 6'0% el primer año; a partir del año 2 paga Euribor 3 meses + 200 pbs con un floor sobre el total de intereses de 4,0% y un cap sobre el total de intereses de 6,5%, y opciones de cancelación a partir del quinto año

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Vencimiento	Cupón	Callable
- - - -	Banco Santander	A+/Aa3/A+	2.000	Perpetuo	5,75% (*)	2014

(*) 5,75% el primer año; 4,75% el segundo año; a partir del año 2 paga Euribor 3 mcses + 220 pbs. Con advertencia de la CNMV

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Vencimiento	Cupón	Callable
- - - -	Banesto	A+/A1/A-	250-500	Perpetuo	6,0% (*)	2014

(*) 6,0% el primer año; 5,0% el segundo año; y a partir del año 2 paga Euribor 3 meses + 230 pbs con un floor de 4,0%, con opciones de cancelación anticipada a partir del quinto año. Con advertencia de la CNMV

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Vencimiento	Cupón	Callable
- - - -	La Caixa	A/Aa3/BBB+	1.500-2.000	Perpetuo	5,87% (*)	2014

(*) 5,87% los dos primeros años; y a partir del año 2 paga Euribor 3 meses + 350 pbs, con opciones de cancelación a partir del quinto año

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Vencimiento	Cupón	Callable
- - - -	BBVA	A+/Aa3/A	1.000	Perpetuo	6,5% (*)	2013

(*) 6,5% los dos primeros años; a partir del año 3, paga Euribor 3 meses con un floor de 3,5% y opciones de cancelación anticipada a partir del quinto año

De manera similar a la emisión propuesta por la Caixa, hemos calculado el rendimiento equivalente, expresado como spread sobre un Floating Rate Note a vencimiento o a perpetuidad, a la estructura de las transacciones mencionadas, a fecha actual.

Tomando en cuenta las emisiones mencionadas, y considerando las diferencias en producto emitido y rating, así como la evolución de los mercados (básicamente tomando en consideración la notable reducción en los niveles de CDS que se ha producido desde principios de abril, y la fecha actual de emisión de este informe), basados en nuestra experiencia y conocimiento, consideramos que el spread de la emisión planteada por la Caixa es razonable comparado con las emisiones antes mencionadas (asumiendo los niveles exigidos en la advertencia a la CNMV).

3.2.2 Contraste con emisiones de mercado mayorista

Hemos encontrado cuatro referencias de deuda subordinada emitidas en el mercado internacional mayorista comparables con la emisión planteada por la Caixa. Sus características principales son:

Emisor	Rating	Importe (mm)	Emisión	Vencimiento	Spread emisión (pbs)	Spread secundario (pbs)
Societe Generale	Aa3/A	1.000	20/08/2008	10 años	150pb	88pb

Emisor	Rating	Importe (mm)	Emisión	Vencimiento	Spread emisión (pbs)	Spread secundario (pbs)
HSBC	A1/A	1.750	10/06/2009	10 años	245pb	89pb

Emisor	Rating	Importe (mm)	Emisión	Vencimiento	Spread emisión (pbs)	Spread secundario (pbs)
Credit Agricole	Aa2/A+	1.000	11/06/2009	10 años	220pb	81pb

Emisor	Rating	Importe (mm)	Emisión	Vencimiento	Spread emisión (pbs)	Spread secundario (pbs)
Intesa San Paolo	Aa2/AA-	1.500	09/2009	10 años	155pb	90pb

La mejora de las condiciones de mercado ha llevado a la reapertura de este mercado. Como se puede apreciar, todas las operaciones se han llevado a cabo a un plazo de 10 años, y el rendimiento de todas las emisiones en el mercado secundario es inferior al spread de emisión (lo que viene a confirmar la mejora en los niveles crediticios en los últimos meses).

Destacar la reciente emisión de deuda subordinada de Intesa San Paolo (entidad directamente comparable a la Caixa por sus niveles de ratings), con una demanda aproximadamente cuatro veces superior a la oferta (cerca de 6.000 millones de euros), con un "all-in" inicial de 155 pbs sobre Euribor, y una cotización en los días posteriores equivalente a Euribor + 90 pbs.

Además, recientemente varias entidades españolas han realizado emisiones al mercado mayorista, destacando:

1. El 5 de enero de 2.010, BBVA colocó 2.000 millones de euros en cédulas hipotecarias a siete años con un diferencial sobre el tipo de referencia (midswap, equivalente al euribor a ese plazo) de 55 puntos básicos;
2. El mismo día, Banco Santander emitió la misma cantidad en deuda senior (sin garantías adicionales) a tres años con un diferencial de 45 puntos básicos.
3. El día 7 de enero de 2.010, Bankinter emitía 900 millones en bonos senior a tres años, y en este caso el diferencial fue de 95 puntos básicos.
4. Un día después (8 de enero de 2.010), Banesto colocaba 1.000 millones en bonos senior a tres años, con un diferencial de 50 pbs.
5. Finalmente, el día 11 de enero de 2.010, Banco Sabadell emitió 1.000 millones en cédulas a cuatro años por las que pagó un diferencial de 68 puntos básicos.

Las condiciones de mercado han mejorado significativamente durante los últimos meses.

En relación al Gobierno de España, pese al ligero empeoramiento de su nivel de CDS, el día 13 de enero de 2.010 realizó una colocación de 5.000 millones de euros en Obligaciones del Estado a 10 años, con una rentabilidad de 4,096%, que significa 56 puntos básicos por encima del tipo midswap. La emisión, al ser garantizada por el Estado, recibió por parte de las agencias de medición de riesgos Moody's, Fitch y Standard & Poor's la calificación crediticia "Aaa", "AAA" y "AA+" a largo plazo, respectivamente.

Por lo tanto, tomando en cuenta las emisiones mencionadas, y considerando las diferencias en producto emitido y rating, así como la evolución de los mercados, (drástica reducción de los diferenciales por riesgo de crédito y notable recuperación de los mismos, con una demanda muy superior a la oferta en las últimas emisiones) consideramos que el spread para la emisión planteada por la Caixa compara razonablemente con las emisiones antes mencionadas.

3.2.3 Contraste con otras emisiones de la Caixa

Hemos buscado otros títulos emitidos por la Entidad (adicionales a la emisión de deuda subordinada y a las participaciones preferentes ya comentadas), para analizar la coherencia entre su rendimiento y el rendimiento de la emisión de deuda subordinada planteada por la Caixa. Hemos encontrado los siguientes títulos, de los cuales adjuntamos a continuación sus principales características (información obtenida a partir de Bloomberg):

	CPN TYP	ISSUE DT	MATURITY	RTG MOODY	CALLABLE	MTY TYP	YAS BOND PX	YLD YTM MID
ECS11233 Corp	FLOATING	30/10/2001	10/10/2011	Aa3	Y	CALLABLE	-	-
ED561769 Corp	VARIABLE	18/08/2004	18/08/2019	Aa2	Y	CALLABLE	-	-
EC537015 Corp	FLOATING	12/04/2002	12/04/2012	Aa3	Y	CALLABLE	-	-
EI077729 Corp	VARIABLE	22/01/2009	28/02/2019	-	Y	CALLABLE	-	-
EC638341 Corp	FLOATING	22/07/2002	22/07/2012	Aa3	Y	CALLABLE	-	-
ED199454 Corp	FIXED	31/10/2003	31/10/2013	Aaa	N	MATURITY AT	104,9595542	2,8531983
ED199598 Corp	FIXED	31/10/2003	31/10/2018	Aaa	N	MATURITY AT	105,19524	4,0587929
EC758854 Corp	FIXED	21/11/2002	21/11/2012	Aaa	N	MATURITY AT	105,6154695	2,4683446
ED814406 Corp	FIXED	17/02/2005	17/02/2025	Aaa	N	MATURITY AT	90,53747316	4,7765955
EF112879 Corp	FIXED	05/10/2005	05/10/2015	Aaa	N	MATURITY AT	98,65938377	3,5208377
EF115588 Corp	FLOATING	30/09/2005	30/09/2015	Aaa	N	MATURITY AT	-	2,740941394
EF228576 Corp	FLOATING	09/01/2006	09/01/2018	Aaa	N	MATURITY AT	-	1,53800289
EF239248 Corp	FIXED	18/01/2006	18/01/2021	Aaa	N	MATURITY AT	93,3411932	4,4261558
EF239260 Corp	FIXED	18/01/2006	30/06/2014	Aaa	N	MATURITY AT	100,8688175	3,1689323
EF482775 Corp	FLOATING	16/06/2006	16/06/2016	Aaa	N	MATURITY AT	-	1,538564915
EF495937 Corp	FLOATING	30/06/2006	20/06/2013	Aa2	N	MATURITY AT	-	1,342295434
EF496009 Corp	FLOATING	22/06/2006	20/06/2013	Aaa	N	MATURITY AT	-	1,428057244
EF504107 Corp	FIXED	28/06/2006	26/01/2017	Aaa	N	MATURITY AT	102,9277618	3,7754006
EF504119 Corp	FIXED	28/06/2006	26/01/2022	Aaa	N	MATURITY AT	99,82015194	4,5250051
EF683625 Corp	FIXED	13/09/2006	13/09/2011	Aaa	N	MATURITY AT	103,2587361	1,7733025
EF754786 Corp	FLOATING	18/10/2006	18/10/2013	Aaa	N	MATURITY AT	-	1,444961488
EF799588 Corp	FLOATING	02/11/2006	02/02/2037	Aaa	N	MATURITY AT	-	1,059992241
EF850853 Corp	FLOATING	28/11/2006	28/11/2016	Aaa	N	MATURITY AT	-	1,541131925
EG226596 Corp	FLOATING	30/06/2006	20/08/2013	Aaa	N	MATURITY AT	-	1,44070472
EC370183 Corp	FIXED	05/04/2001	05/04/2011	Aaa	N	MATURITY AT	104,443921	1,5597333
EG226884 Corp	FLOATING	20/04/2006	30/06/2016	Aaa	N	MATURITY AT	-	1,539129482
EI077861 Corp	FIXED	29/12/2008	29/12/2011	Aaa	N	MATURITY AT	103,573	2,1023126
EG227208 Corp	FLOATING	17/10/2006	30/09/2016	-	N	MATURITY AT	-	-
EG485981 Corp	FIXED	04/06/2007	04/06/2019	Aaa	N	MATURITY AT	103,6402733	4,1839561
EG580872 Corp	FLOATING	30/03/2007	20/06/2014	-	N	MATURITY AT	-	1,493638872
EG580924 Corp	FLOATING	30/03/2007	20/03/2017	-	N	MATURITY AT	-	1,53619604

	CPN TYP	ISSUE DT	MATURITY	RTG MOODY	CALLABLE	MTY TYP	YAS BOND PX	YLD YTM MID
EG580952 Corp	FLOATING	23/03/2007	23/03/2017	-	N	AT MATURITY	-	1,536936531
EG580996 Corp	FLOATING	07/02/2007	30/03/2017	-	N	AT MATURITY	-	1,532361695
EG644497 Corp	FLOATING	13/07/2007	20/03/2017	Aaa	N	AT MATURITY	-	1,536796019
EH210334 Corp	FLOATING	28/02/2008	28/02/2013	Aaa	N	AT MATURITY	-	1,711435172
EH222225 Corp	FLOATING	29/06/2007	30/09/2017	-	N	AT MATURITY	-	1,540536133
E1077853 Corp	FIXED	17/02/2009	17/02/2012	Aaa	N	AT MATURITY	102,674	2,1695919
E1077797 Corp	FLOATING	14/05/2009	14/05/2021	Aaa	N	AT MATURITY	-	1,681861818
EH391757 Corp	FIXED	13/06/2008	13/06/2038	Aaa	N	AT MATURITY	108,899	4,8460455
EH432272 Corp	FLOATING	30/03/2008	30/03/2012	Aaa	N	AT MATURITY	-	1,348785455
EH705231 Corp	FIXED	03/02/2009	03/02/2012	Aaa	N	AT MATURITY	102,8447851	1,9764131
EC872834 Corp	FIXED	04/03/2003	04/03/2010	Aaa	N	AT MATURITY	100,3349648	0,817947629
EH830638 Corp	FIXED	26/05/2009	26/05/2014	Aaa	N	AT MATURITY	102,7068263	3,1251592
E1077717 Corp	VARIABLE	18/06/2009	18/06/2010	-	N	AT MATURITY	-	-
EH782101 Corp	FLOATING	21/04/2009	21/04/2011	Aa2	N	PUTABLE	-	-
EH333958 Corp	FLOATING	09/05/2008	09/05/2011	Aaa	N	PUTABLE	-	-
EH375842 Corp	FIXED	19/06/2008	19/06/2011	Aa2	N	CONVERTIBLE	102,71	1,7316147
E1077757 Corp	VARIABLE	30/06/2009	-	-	Y	PERP/CALL	-	-
E1081746 Corp	FLOATING	23/06/2000	-	-	Y	PERP/CALL	-	-
E1093356 Corp	VARIABLE	01/03/1991	-	-	Y	PERP/CALL	-	-
E1081762 Corp	FLOATING	01/07/1999	-	-	Y	PERP/CALL	-	-

Dada la baja liquidez de dichos títulos, no consideramos oportuno tenerlos en consideración para nuestro análisis.

3.2.4 Contraste con CDS

La cotización del CDS subordinado 10 años de la Caixa en la actualidad es 142,78 pbs. Por lo tanto se puede apreciar que dicha cotización es ligeramente inferior al rendimiento ofrecido por la emisión de deuda subordinada planteada por la Caixa. Adicionalmente habría que añadir un cierto diferencial en concepto de riesgo de liquidez.

No obstante, en las emisiones de deuda senior anteriormente comentadas (Banco Santander, Banesto y Bankinter), observamos que el CDS senior a 5 años para estas compañías se sitúa en un nivel muy superior a la rentabilidad ofrecida (en el caso de Banesto, perteneciente al Grupo Santander, correspondería un nivel de CDS algo superior al del Banco Santander). Cabe resaltar que dichas emisiones eran a tres años, y que el CDS hace referencia a un período de tiempo de 5 años, pero aún así el diferencial parece demasiado grande:

	Bono senior a 3 años	CDS senior a 5 años
Banco Santander	45	72,57
Bankinter	95	142,31

Dada la actual situación de los mercados, las conclusiones obtenidas a partir del análisis de los CDS, deben interpretarse apropiadamente. A modo de ejemplo, Banco Sabadell tiene una menor prima para el CDS que Caja Madrid, con peores niveles de rating. Por otra parte, Intesa San Paolo presenta mejor nivel de CDS con una peor o similar calificación crediticia que Banco Santander y BBVA.

Adicionalmente, cabe resaltar que en los últimos meses algunas entidades con peor rating presentaban mejor cotización de CDS, y viceversa.

Analizando los datos de la Caixa junto con los de entidades de rating similar, no observamos un fundamento técnico 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.

Asimismo es de destacar que Banco de España, que inicialmente planteaba vincular el coste de sus avales al CDS, finalmente ha modificado sustancialmente la fórmula para el cálculo del coste de dichos avales, que finalmente se basa en una media de cotizaciones de CDS desde el 1 de enero de 2007 hasta agosto 2008, lo que en la práctica supone la aplicación de spreads muy inferiores a las actuales cotizaciones de CDS.

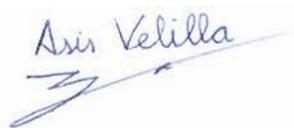
Por todo ello, consideramos que las conclusiones de este apartado no son las más relevantes a efectos de la emisión planteada.

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 el rendimiento planteado para la emisión de deuda subordinada está en un rango de mercado razonable, entre 135 pbs y 165 pbs, en la situación actual de mercado.

El trabajo se ha realizado durante los días del 10 al 19 de enero de 2010. 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.



Asís Velilla
Socio