

**JOSE LUIS PEGO ALONSO, DIRECTOR GENERAL DE LA CAIXA DE
AFORROS DE VIGO, OURENSE E PONTEVEDRA (CAIXANOVA)**

CERTIFICO

Que el contenido del disco que ha sido enviado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el fin de que sea publicado en su página web, relativo a la “*NOTA DE VALORES DE LA SEXTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXANOVA*”, coincide plenamente con la Nota de Valores verificada e inscrita en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 5 de noviembre de 2009.

Y para que así conste y surta los efectos oportunos, expido la presente certificación que firmo y sello en Vigo, a 5 de noviembre de 2009.

NOTA DE VALORES SEXTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXANOVA

La presente Nota de Valores se ha realizado conforme al anexo V del Reglamento núm. 809/2004, inscrita en el Registro Oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con fecha 5 de noviembre de 2009 y se complementa con el Documento de Registro (Anexo XI del Reglamento número 809/2004, de la Comisión Europea de 29 de abril de 2004) inscrito en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 17 de febrero de 2009 el cual se incorpora por referencia a la presente Nota de Valores.

ÍNDICE

RESUMEN

0. FACTORES DE RIESGO

0.1 Factores de riesgo de la Emisión

NOTA DE VALORES

1. PERSONAS RESPONSABLES

2. FACTORES DE RIESGO

3. INFORMACIÓN FUNDAMENTAL

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

3.2. Motivo de la oferta y destino de los ingresos

4. INFORMACIÓN RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A OFERTARSE

4.1. Descripción del tipo y la clase de valores

4.2. Legislación de los valores

4.3. Representación de los valores

4.4. Divisa de la emisión

4.5. Orden de prelación

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

4.7 Tipo de interés nominal y disposiciones relativas a los intereses pagaderos

4.7.1. Tipo de interés nominal

4.7.2. Procedimiento para el pago de los cupones

4.7.3. Plazo válido en el que se pueden reclamar los intereses y el reembolso del principal

4.8. Precio de amortización y disposiciones relativas al vencimiento de los valores

4.8.1 Precio de amortización

4.8.2 Fecha y modalidades de amortización

4.9. Indicación del rendimiento para el inversor y método de cálculo

4.10. Representación de los tenedores de los valores

4.11. Resoluciones, autorizaciones y aprobaciones en virtud de las cuales se emiten los valores

4.12. Fecha de emisión

4.13. Restricciones a la libre transmisibilidad de los valores

4.14. Fiscalidad de los valores

5. CLÁUSULAS Y CONDICIONES DE LA OFERTA

5.1 Descripción de la Oferta Pública

5.1.1 Condiciones a las que está sujeta la Oferta

5.1.2 Importe de la Oferta

5.1.3 Plazo de la Oferta Pública y descripción del proceso de solicitud

5.1.4 Método de prorrateo

5.1.5 Detalles de la cantidad mínima y/o máxima de solicitud

- 5.1.6 Método y plazos para el pago de los valores y para la entrega de los mismos
- 5.1.7 Publicación de los resultados de la Oferta
- 5.1.8 Procedimiento para el ejercicio de cualquier derecho preferente de compra
- 5.2 Plan de colocación y adjudicación
 - 5.2.1 Categorías de inversores a los que se Ofertan los valores
 - 5.2.2 Notificación a los solicitantes de la cantidad asignada
- 5.3. Precios
 - 5.3.1 Precio al que se Ofertarán los valores o el método para determinarlo.
Gastos para el suscriptor
- 5.4. Colocación y aseguramiento
 - 5.4.1 Entidades coordinadoras y participantes en la colocación
 - 5.4.2 Agente de pagos
 - 5.4.3 Entidades Aseguradoras y procedimiento
 - 5.4.4 Fecha del acuerdo de aseguramiento
- 6. ACUERDOS DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y NEGOCIACIÓN
 - 6.1. Solicitud de admisión a cotización
 - 6.2. Mercados regulados en los que están admitidos a cotización valores de la misma clase
 - 6.3. Entidades de liquidez
- 7. INFORMACIÓN ADICIONAL
 - 7.1. Personas y entidades asesoras de la emisión
 - 7.2. Información de la Nota de Valores revisada por los auditores
 - 7.3. Otras informaciones aportadas por terceros
 - 7.4. Rating
- 8. ACTUALIZACIÓN DEL DOCUMENTO DE REGISTRO

ANEXO 1 INFORMES EXPERTOS INDEPENDIENTES

RESUMEN

SEXTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXANOVA DICIEMBRE 2009

ADVERTENCIAS:

El presente resumen, el Documento de Registro del emisor y la Nota de Valores serán referidos, conjuntamente, como el “**Folleto**”. Existe un Documento de Registro de la Caixa de Aforros de Vigo, Ourense e Pontevedra, inscrito en los registros oficiales de la C.N.M.V. 17 de febrero de 2009. Se hace constar expresamente que:

- a) El presente resumen debe leerse como introducción al Folleto.
- b) Toda decisión de invertir en los valores debe estar basada en la consideración por parte del inversor del Folleto en su conjunto.
- c) No se exige responsabilidad civil a ninguna persona exclusivamente por el resumen, incluida cualquier traducción del mismo, a no ser que dicho resumen sea engañoso, inexacto o incoherente, al ser leído conjuntamente con las restantes partes del Folleto.

Emisor o Entidad Emisora: Caixa de Aforros de Vigo, Ourense e Pontevedra (Caixanova).

Naturaleza y denominación de los valores: Los valores que se emiten son obligaciones subordinadas agrupadas en una emisión que se denomina “*SEXTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXANOVA*”.

Fecha de emisión: 16 de diciembre de 2009.

Importe de la emisión: Cincuenta millones (50.000.000) de euros. Finalizado el periodo de solicitudes de suscripción y, en caso de que al término del mismo no hubiera sido suscrito el importe total de la presente emisión, éste se reduciría al importe verdaderamente suscrito.

Nominal y efectivo de cada valor: 100 euros. Los valores estarán representados mediante anotaciones en cuenta gestionadas por la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (Iberclear), entidad domiciliada en Madrid, Plaza de la Lealtad, nº 1, y sus Entidades Participantes.

Periodo de solicitudes de suscripción: El periodo de solicitudes de suscripción se iniciará el día siguiente hábil a la inscripción de la presente Nota de Valores en el Registro Oficial de la C.N.M.V. y una vez publicada la mencionada Nota en la página web de la Caixanova y se prolongará hasta el 11 de diciembre de 2009, inclusive, salvo finalización anticipada al haberse suscrito con anterioridad a esta fecha el importe total de la emisión. El mínimo a suscribir es de treinta valores, es decir, tres mil (3.000) euros. El importe máximo de solicitud es el importe de la Oferta.

Fecha de desembolso: El desembolso de las obligaciones se realizará mediante el correspondiente apunte en las cuentas a la vista asociadas a las cuentas de valores donde se realizan las suscripciones el 16 de diciembre de 2009. No se efectuará una retención por el importe solicitado en la cuenta a la vista de los suscriptores por este concepto.

Interés nominal: Habrá tres períodos diferenciados en los que el tipo de interés es distinto: Durante el primer año, a contar desde la fecha de desembolso, el tipo de interés será un tipo fijo nominal anual del 4%, pagadero trimestralmente. A partir del 16 de diciembre de 2010 el tipo de interés se revisará y fijará trimestralmente, determinándose el mismo incrementando el tipo de interés Euribor a 3 meses del segundo día hábil anterior al de inicio del periodo de interés de que se trate, en un margen de 280 puntos básicos. El margen de 280 puntos básicos se incrementará en 10 puntos básicos si el emisor no ejercitase su derecho de amortización anticipada, una vez transcurridos cinco años desde la fecha del desembolso, es decir a partir del 16 de diciembre de 2014. Se tomará como Euribor a 3 meses el que figure en la pantalla REUTERS alrededor de las 11:00 horas, hora de Bruselas, correspondiente a la hoja EURIBOR01, el segundo día hábil anterior al del inicio del periodo de interés de que se trate, correspondiente al plazo de 3 meses. El tipo resultante aplicable a cada periodo se publicará convenientemente para conocimiento de los suscriptores o tenedores de los valores, en las oficinas de Caixanova, durante los 30 días siguientes al inicio del periodo de interés de que se trate.

Las condiciones económico-financieras de la Emisión han sido evaluadas por Analistas Financieros Internacionales y por Intermoney Valora, que han autorizado la publicación de los informes en la C.N.M.V. como Anexo a la Nota de Valores. La copia de dichos informes que se han incluido en la Nota de Valores coincide con los originales.

T.I.R. bruta anual para el suscriptor: 3,681% suponiendo que los valores se desembolsan en su totalidad el 16 de diciembre de 2009 y se mantienen hasta su vencimiento, el 16 de diciembre de 2019, tomando el tipo de interés Euribor a 3 meses de fecha 26 de octubre 2009 (0,731%) más un margen de 280 puntos básicos para la emisión, excepto el primer año, en el que el tipo es fijo del 4% nominal anual, y a partir del quinto año desde el desembolso, cuando al margen indicado se le suman 10 puntos básicos. Si se amortiza la emisión al quinto año, el 16 de diciembre de 2014, la T.I.R. bruta anual sería del 3,681%.

Fecha de pago de cupones: El pago del cupón se hará efectivo por trimestres vencidos los días 16 de los meses de: marzo, junio, septiembre y diciembre de cada uno de los años de vida de la emisión. En caso de que el día de pago de un cupón periódico no fuese día hábil a efectos 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. Cada cupón será proporcional al número de días transcurridos desde la fecha de desembolso o pago del cupón previo inclusive, hasta la fecha de pago exclusive. El pago del primer cupón será el 16 de marzo de 2010.

Amortización: Los valores serán amortizados en su totalidad, a la par, a su vencimiento que será el 16 de diciembre de 2019. No obstante, el emisor podrá amortizar total o parcialmente la emisión, a la par, libre de gastos y comisiones, previa autorización del

Banco de España, a partir de los cinco años a contar desde la fecha de desembolso. En caso de producirse dicha amortización anticipada, se hará coincidir con la fecha de un pago de cupón. No existe la posibilidad de amortización anticipada de la emisión, total o parcial, a petición de los tenedores de las obligaciones.

Cotización oficial: El Emisor solicitará la admisión de las obligaciones a cotización oficial en el A.I.A.F. Mercado de Renta Fija una vez que se cierre el periodo de solicitudes de suscripción.

Colectivo de potenciales inversores: La Emisión se destina al público general.

Tramitación de las suscripciones: Los suscriptores podrán dirigir sus solicitudes de suscripción a cualquiera de las oficinas y sucursales de la Caixanova, donde se le informará al suscriptor de que, de conformidad con la normativa vigente, está a su disposición el Folleto de la Emisión, compuesto por la Nota de Valores y el Documento de Registro del Emisor. Igualmente, se le hará entrega al suscriptor del resumen informativo donde se incluyen las características de la Emisión, el cual una vez analizado por el suscriptor deberá ser visado y firmado por éste con anterioridad a la contratación de la Emisión. La oficina ante la que se formule la orden entregará la copia de ésta al suscriptor. Se archivará en la oficina de la Caja el original de la orden de suscripción y la copia del resumen firmados por el suscriptor. En la orden de valores que firme el suscriptor se incluirá un literal que indique que el suscriptor reconoce haber recibido el mencionado resumen. Asimismo, se informará al suscriptor de que la operación está sujeta a la normativa sobre protección de inversores (modalidad de “Comercialización”) y que puede solicitar el resumen de políticas en su oficina o consultando por Internet y se evaluará si el producto ofrecido es adecuado para el cliente según su conocimiento y experiencia financiera, mediante el preceptivo Test de Conveniencia. Las peticiones de suscripción se atenderán por riguroso orden de recepción en las oficinas por medio de un sistema on-line que controla en todo momento el volumen suscrito. El suscriptor de la presente emisión deberá abrir una cuenta de valores asociada a una cuenta a la vista si no la tuviese abierta en la Entidad. 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 las tarifas vigentes en cada momento, incluidas en el folleto de tarifas de comisiones de la Entidad, comunicadas al Banco de España y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. No se repercutirán gastos de mantenimiento por la cuenta de valores en lo referido a estos valores.

Caixanova ha clasificado las obligaciones subordinadas como instrumento financiero complejo de riesgo medio.

Periodo de revocación: En el supuesto de que con anterioridad al fin del periodo de solicitudes de suscripción se produjera un descenso en la calificación crediticia del Emisor o de emisiones de similares características del Emisor, se abrirá un periodo de revocación a favor de los suscriptores de 2 días hábiles a contar desde el día hábil siguiente a la publicación por el Emisor, en su página web de un Suplemento a la presente Nota de Valores, una vez inscrito en la CNMV, comunicando el descenso de rating del Emisor. En caso de que no haya 2 días hábiles hasta la fecha de desembolso, se modificará ésta con el fin de que existan estos dos días hábiles para la revocación. En

dicho periodo de revocación los inversores que así lo deseen podrán revocar las solicitudes de suscripción realizadas. En el suplemento y en el hecho relevante que se publique a este respecto, se comunicará el inicio y el cierre del periodo de revocación y en su caso la nueva fecha de desembolso.

Sindicato de Obligacionistas: Se designa y acepta el cargo de Comisario del Sindicato de Obligacionistas de la presente emisión a D. Eladio Rodríguez Álvarez, Director de la Entidad Emisora, con domicilio a estos efectos en Vigo, en la Avda. García Barbón, 1-3.

Régimen fiscal: Las rentas de los valores estarán sujetas a tributación de acuerdo con la legislación fiscal aplicable en cada momento. Dicho régimen fiscal está explicado en la Nota de Valores.

Aspectos relevantes a tener en cuenta por el Inversor:

- 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 art. 12.1., apartado h), del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero. No goza de preferencia en el seno de la Deuda Subordinada de la Emisora, cualquiera que sean la instrumentación y fecha de dicha deuda.
- Emisión inscrita en el Registro Oficial de la C.N.M.V. Existe Documento de Registro, Nota de Valores y Resumen de la Emisión, a disposición del público en todas las oficinas de Caixanova y en la C.N.M.V. en su página web www.cnmv.es.

Factores de riesgo del Emisor:

Caixanova, como entidad financiera, asume los riesgos inherentes a su actividad, básicamente de interés y precio. Los principales factores de riesgo que podemos señalar son:

- **Riesgo de mercado:** Es el riesgo de pérdida ante movimientos adversos en los precios de los productos en los mercados financieros. El riesgo de mercado aparece cuando se mantiene una posición abierta en un determinado instrumento (dentro o fuera de balance) y puede ser eliminado a través de coberturas o deshaciendo la operación.
- **Riesgo de crédito:** Es el riesgo de incumplimiento de pago debido a cambios en la capacidad de la contraparte de cumplir sus obligaciones o de su intención de no cumplirlas, resultando en una pérdida financiera.

El riesgo de crédito existe a lo largo de la vida de la operación, pero puede variar de un día a otro debido a los procedimientos de liquidación y a cambios en las valoraciones del mercado.

A continuación se incluye la evolución de ratio de morosidad y cobertura:

Ratio de morosidad e índice de cobertura

Datos consolidados	31/12/2007	31/12/2008	30/06/2009
Ratio de morosidad (%)	0,73%	3,22%	4,67%
Índice de cobertura (%)	298,34%	79,98%	53,16%

- **Riesgo de tipo de cambio:** Es el riesgo que hace referencia a cómo afectan las variaciones en los tipos de cambio en las divisas al rendimiento de las inversiones y/o financiaciones.
- **Riesgo de interés:** Es el riesgo de incurrir en variaciones negativas del valor económico del balance o del margen de intermediación, consecuencia del efecto de los movimientos de las curvas de tipos de interés en los tipos a los que se renuevan las distintas masas del balance.
- **Riesgo operacional.** Es el riesgo de que se produzca una pérdida financiera debido a sucesos inesperados relacionados con el soporte interno/externo e infraestructura operacional.
- **Riesgo de liquidez:** Riesgo de no poder deshacer o cerrar una operación en el mercado; o riesgo de financiación, que puede surgir ante la dificultad de conseguir fondos en un momento concreto para atender una inversión o compromiso de pago.
- **Riesgo por variación crediticia del Emisor:** Es el riesgo que existe por la variación en la calificación crediticia otorgada a la Entidad Emisora y que ésta sea a la baja.

Caixanova ha sido calificada de la siguiente forma por dos entidades calificadoras independientes:

Fitch Ratings con A- (perspectiva negativa) para la deuda a largo plazo y F2 para la deuda a corto plazo, con fecha 13 de marzo de 2009.

Moody's con A3 (perspectiva negativa) para la deuda a largo plazo y P2 para la deuda a corto plazo, con fecha 15 de junio de 2009.

Factores de riesgo de la Emisión:

- **Riesgo de subordinación y prelación de los inversores ante situaciones concursales:** Las obligaciones subordinadas de esta Emisión se sitúan, en caso de insuficiencia de fondos del Emisor, insolvencia o liquidación del mismo, por detrás de todos los acreedores comunes del Emisor y al mismo nivel que sus acreedores subordinados y por delante de las participaciones preferentes y cuotas participativas.

- **Riesgo de liquidez:** Es el riesgo de que no se encuentre contrapartida en el mercado. Las obligaciones emitidas al amparo del presente Folleto serán admitidas a negociación en A.I.A.F. 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 en los mercados de negociación para esta emisión. Caixanova solicitará la admisión a cotización en A.I.A.F. una vez que se cierre el periodo de suscripción. La presente emisión estará cotizando en el mes siguiente a la fecha de desembolso.

No se designará ninguna entidad de liquidez para esta emisión. Caixanova no está obligada a ofrecer liquidez en mercado secundario.

- **Riesgo por fluctuación del tipo de interés:** La rentabilidad que se pueda obtener por la inversión en los valores de la presente Emisión estará sometida a fluctuaciones de los tipos de interés.
- **Riesgo por amortización anticipada:** Se establecen cláusulas de amortización anticipada por la Entidad Emisora: El Emisor podrá amortizar totalmente la emisión, a la par, libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España, a partir de los cinco años a contar desde la Fecha de Desembolso.
- **Riesgo de mercado:** Las obligaciones subordinadas, una vez admitidas a negociación, estarían sometidas a posibles fluctuaciones de sus precios en el mercado en función, principalmente, de la evolución de los tipos de interés y de la duración de la inversión, de las condiciones de mercado y de las condiciones económicas generales. En función de la evolución de dichas condiciones estas Obligaciones Subordinadas podrían llegar a negociarse por debajo de su precio de emisión.
- **Rating de la Emisión:** Las obligaciones que se emitan al amparo de la presente Nota de Valores no han sido calificadas por agencia de calificación alguna.
- **Riesgo de crédito:** Los valores incluidos en la presente Nota de Valores están sujetos al riesgo de pérdida en caso de deterioro de la estructura financiera del Emisor, que puede conllevar ciertos riesgos en el pago de los intereses y/o principal de los valores y, por tanto, generar una disminución del valor de la inversión.

Principales datos económicos de la Entidad:

Se presentan a continuación el Balance de Situación y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidados a 31 de diciembre de los ejercicios 2007 y 2008, según Circular 4/2004 y 6/2008 de Banco de España y reclasificados según dichas normativas. También se adjuntan las cuentas consolidadas reclasificadas según normativa vigente anteriormente citada de los períodos junio 2009 y junio 2008.

**Balance de situación consolidado de los ejercicios 2008 y 2007 (datos auditados):
(en miles de euros)**

ACTIVO	31/12/2008	31/12/2007	Var. %	PASIVO	31/12/2008	31/12/2007	Var. %
CAJA Y DEPÓSITOS EN BANCOS CENTRALES	392.815	383.884	2,33%	CARTERA DE NEGOCIACIÓN	66.951	15.216	340,00%
CARTERA DE NEGOCIACIÓN	84.071	17.699	375,00%	PASIVOS FINANCIEROS A COSTE AMORTIZADO	28.321.894	25.210.317	12,34%
OTROS ACTIVOS FINANCIEROS A VALOR RAZONABLE CON CAMBIOS EN PÉRDIDAS Y GANANCIAS	15.657	20.305	-22,89%	DERIVADOS DE COBERTURA	42.782	116.660	-63,33%
ACTIVOS FINANCIEROS DISPONIBLES PARA LA VENTA	5.353.436	5.207.978	2,79%	PROVISIONES	42.119	44.461	-5,27%
INVERSIONES CREDITICIAS	22.173.085	20.200.497	9,77%	PASIVOS FISCALES	65.579	219.116	-70,07%
DERIVADOS DE COBERTURA	91.040	66.375	37,16%	FONDO DE LA OBRA SOCIAL	86.966	75.142	15,74%
ACTIVOS NO CORRIENTES EN VENTA	154.135	4.390	3411,05%	PERIODIFICACIONES	-	49.679	-
PARTICIPACIONES	180.985	403.107	-55,10%	RESTO DE PASIVOS	451.895	58.993	666,01%
ACTIVO MATERIAL	1.385.627	818.043	69,38%	TOTAL PASIVO	29.078.186	25.789.584	12,75%
ACTIVO INTANGIBLE	92.149	34.972	163,49%	PATRIMONIO NETO			
ACTIVOS FISCALES	291.487	169.041	72,44%	INTERESES MINORITARIOS	216.134	98.677	119,03%
PERIODIFICACIONES	-	32.388	-	AJUSTES POR VALORACIÓN	-78.896	459.737	-117,16%
RESTO DE ACTIVOS	278.243	149.758	85,80%	FONDOS PROPIOS	1.277.306	1.160.439	10,07%
				TOTAL PATRIMONIO NETO	1.414.544	1.718.853	-17,70%
TOTAL ACTIVO	30.492.730	27.508.437	10,85%	TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	30.492.730	27.508.437	10,85%

Cuenta de pérdidas y ganancias consolidadas de los ejercicios 2008 y 2007 (datos auditados): (en miles de euros)

En miles de euros	31/12/2008	31/12/2007	Var. %
a) MARGEN DE INTERESES	348.870	335.579	3,96%
b) MARGEN BRUTO	1.232.920	755.461	63,20%
c) RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN	186.406	226.166	-17,58%
d) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	190.576	230.022	-17,15%
e) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS	186.478	192.874	-3,32%
f) RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	186.478	192.874	-3,32%
f.i) RESULTADO ATRIBUIBLE A LA ENTIDAD DOMINANTE	170.990	182.069	-6,09%

Balance de situación consolidado del ejercicio 2008, datos auditados y del segundo trimestre del 2009, datos no auditados: (en miles de euros)

ACTIVO	30/06/2009	31/12/2008	Var. %	PASIVO	30/06/2009	31/12/2008	Var. %
CAJA Y DEPÓSITOS EN BANCOS CENTRALES	510.185	392.815	29,88%	CARTERA DE NEGOCIACIÓN	77.938	66.951	16,41%
CARTERA DE NEGOCIACIÓN	71.028	84.071	-15,51%	PASIVOS FINANCIEROS A COSTE AMORTIZADO	27.606.583	28.321.894	-2,53%
OTROS ACTIVOS FINANCIEROS A VALOR RAZONABLE CON CAMBIOS EN PÉRDIDAS Y GANANCIAS	9.672	15.657	-38,23%	DERIVADOS DE COBERTURA	63.041	42.782	47,35%
ACTIVOS FINANCIEROS DISPONIBLES PARA LA VENTA	4.591.498	5.353.436	-14,23%	PROVISIONES	146.882	42.119	248,73%
INVERSIONES CREDITICIAS	21.324.524	22.173.085	-3,83%	PASIVOS FISCALES	56.002	65.579	-14,60%
CARTERA DE INVERSIÓN A VENCIMIENTO	499.914	-	-	FONDO DE LA OBRA SOCIAL	102.113	86.966	17,42%
DERIVADOS DE COBERTURA	63.470	91.040	-30,28%	RESTO DE PASIVOS	449.233	451.895	-0,59%
ACTIVOS NO CORRIENTES EN VENTA	365.801	154.135	137,33%	TOTAL PASIVO	28.501.792	29.078.186	-1,98%
PARTICIPACIONES	200.245	180.985	10,64%	PATRIMONIO NETO			
ACTIVO MATERIAL	1.401.347	1.385.627	1,13%	INTERESES MINORITARIOS	190.142	216.134	-12,03%
ACTIVO INTANGIBLE	89.913	92.149	-2,43%	AJUSTES POR VALORACIÓN	-178.770	-78.896	126,59%
ACTIVOS FISCALES	382.836	291.487	31,34%	FONDOS PROPIOS	1.316.970	1.277.306	3,11%
RESTO DE ACTIVOS	319.701	278.243	14,90%	TOTAL PATRIMONIO NETO	1.328.342	1.414.544	-6,09%
TOTAL ACTIVO	29.830.134	30.492.730	-2,17%	TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	29.830.134	30.492.730	-2,17%

Cuenta de pérdidas y ganancias consolidadas del segundo trimestre de los ejercicios 2008 y 2009, datos no auditados: (en miles de euros)

En miles de euros	30/06/2009	30/06/2008	Var %
a) MARGEN DE INTERESES	253.595	237.741	6,67%
b) MARGEN BRUTO	626.253	397.777	57,44%
c) RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN	76.860	189.100	-59,35%
d) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	75.839	103.728	-26,89%
e) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS	77.046	95.747	-19,53%
f) RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	77.046	95.747	-19,53%
f.1) RESULTADO ATRIBUIBLE A LA ENTIDAD DOMINANTE	74.313	89.397	-16,87%

A continuación se añaden los datos de solvencia, referidos a los dos últimos ejercicios cerrados y auditados y 30.06.2009, no auditado.

Ratio de solvencia:

Ratio Bis **	31/12/2007	31/12/2008	30/06/2009
Miles de euros			
Total recursos propios	2.624.744	2.796.724	2.783.719
Capital Tier I	1.414.063	1.607.255	1.751.076
Capital Tier II	1.210.681	1.189.469	1.032.643
Coefficiente de recursos propios (%)	11,40%	11,08%	11,84%
Tier I (%)	6,14%	6,37%	7,45%
Tier II (%)	5,26%	4,71%	4,39%
Superávit de recursos propios	782.041*	777.281*	903.091*

* Es el Superávit de Recursos Propios sin considerar los Requerimientos de Recursos Propios Transitorios y otros.

** Datos Consolidados.

0 FACTORES DE RIESGO

0.1 FACTORES DE RIESGO DE LA EMISIÓN

- **Riesgo de subordinación y prelación de los inversores ante situaciones concursales:** En caso de producirse una situación concursal de Caixanova, las obligaciones subordinadas estarán situados por detrás de los acreedores comunes y al mismo nivel que sus acreedores subordinados y por delante de las participaciones preferentes y cuotas participativas.
- **Riesgo de liquidez:** Es el riesgo de que no se encuentre contrapartida en el mercado. Las obligaciones emitidas al amparo del presente Folleto serán admitidas a negociación en A.I.A.F. 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 en los mercados de negociación para esta emisión. Caixanova solicitará la admisión a cotización en A.I.A.F. una vez que se cierre el periodo de suscripción. La presente emisión estará cotizando en el mes siguiente a la fecha de desembolso.

No se designará ninguna entidad de liquidez para esta emisión. Caixanova no está obligada a ofrecer liquidez en mercado secundario.

- **Riesgo por fluctuación del tipo de interés:** La rentabilidad que se pueda obtener por la inversión en los valores de la presente Emisión, estará sometida a fluctuaciones de los tipos de interés.
- **Riesgo por amortización anticipada:** Es el riesgo que se genera al no encontrar un valor comparable al que teníamos, en el caso de producirse la amortización anticipada del mismo. El Emisor podrá amortizar totalmente la Emisión, a la par, libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España, a partir de los cinco años a contar desde la fecha de desembolso.
- **Riesgo de mercado:** es el riesgo generado por cambios en las condiciones generales del mercado frente a las de la inversión. Las emisiones de obligaciones subordinadas están sometidas a posibles fluctuaciones de sus precios en el mercado en función, principalmente, de la evolución de los tipos de interés y de la duración de la inversión. En función de la evolución de dichas condiciones, estas Obligaciones Subordinadas podrían llegar a negociarse por debajo de su precio de emisión.
- **Rating de la Emisión:** Las obligaciones que se emitan al amparo de la presente Nota de Valores no han sido calificadas por agencia de calificación alguna.
- **Riesgo de crédito:** Los valores incluidos en la presente Nota de Valores están sujetos al riesgo de pérdida en caso de deterioro de la estructura financiera del Emisor, que puede conllevar ciertos riesgos en el pago de los intereses y/o el principal de los valores y por tanto generar una disminución del valor de la inversión.

NOTA DE VALORES

1. PERSONAS RESPONSABLES

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

Asume la responsabilidad del contenido de la presente Nota de Valores en nombre y representación de Caixa de Aforros de Vigo Ourense e Pontevedra (CAIXANOVA), con domicilio social en la calle García Barbón, número 1, Vigo 36201, con C.I.F. G-36600369, en virtud de las facultades otorgadas por el Consejo de Administración de fecha 24 de septiembre de 2009,

D. José Luis Pego Alonso, con N.I.F. nº 32.620.405-B, Director General.

1.2. Declaración de los responsables del contenido de la Nota de Valores

D. José Luis Pego Alonso declara, tras comportarse con una diligencia razonable para garantizar que así es, que la información contenida en la presente Nota de Valores es, según su conocimiento, conforme a los hechos y no incurre en ninguna omisión que pudiera afectar a su contenido.

2. FACTORES DE RIESGO

Los factores de riesgo que puedan afectar a los valores que se emiten están detallados en el apartado 0 de esta Nota de Valores.

3. INFORMACIÓN FUNDAMENTAL

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

No existe ningún interés particular de las personas físicas y jurídicas que participan en la oferta que sea importante para la misma.

3.2. Motivo de la oferta y destino de los ingresos

La presente Oferta de valores tiene por objeto la captación de recursos de terceros, con la finalidad de aplicarlos a la actividad ordinaria crediticia que desarrolla el Emisor y al fortalecimiento de sus recursos propios, de acuerdo con la legislación vigente.

Se ha solicitado al Banco de España la computabilidad de la presente Emisión como recursos propios.

Los gastos de emisión estimados, se ha previsto teniendo en cuenta que se suscribe la totalidad de la Emisión, son los siguientes:

CONCEPTO	EUROS
Registro del folleto informativo de admisión en la C.N.M.V.	7.000
Supervisión del proceso de admisión a cotización por la C.N.M.V.	1.500
Tarifa de admisión a cotización en A.I.A.F. Mercado Renta Fija	1.250
Inclusión de la Emisión en el registro de anotaciones en cuenta de Iberclear	500
Total	10.250

4. INFORMACIÓN RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A OFERTARSE

4.1. Descripción del tipo y la clase de los valores

La presente Nota de Valores se formaliza con el objeto de proceder a la Emisión de obligaciones subordinadas denominada “*SEXTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXANOVA*”.

Las Obligaciones Subordinadas son valores que representan una deuda para su Emisor, devengan intereses y son reembolsables por amortización anticipada o a vencimiento. En base a su condición de emisión subordinada se sitúan a efectos de prelación de créditos tras todos los acreedores con privilegio y ordinarios.

4.2. Legislación de los valores

Los valores se emiten de conformidad con la legislación española que resulte aplicable al Emisor o a los mismos.

En particular, se emiten de conformidad con la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores; de conformidad con la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, por la que se regula la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas o por asociaciones u otras personas jurídicas, y la constitución del sindicato de obligacionistas; de acuerdo con aquellas otras normativas que las han desarrollado; de conformidad con el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre y con la Orden EHA/3537/2005 de 10 de noviembre.

Las emisiones de instrumentos de Deuda Subordinada están sujetas, además, a lo establecido en la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y la Ley 13/1992, de 1 de junio, el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos financieros de las entidades financieras y a la normativa reglamentaria que la desarrolla.

La presente Nota de Valores 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.

4.3. Representación de los valores

Las obligaciones subordinadas de la Sexta Emisión estarán representadas por medio de anotaciones en cuenta y se inscribirán en los correspondientes registros contables a cargo de Iberclear y de sus Entidades Participantes.

4.4. Divisa de la emisión

Las obligaciones subordinadas de la Sexta Emisión estarán denominadas en euros (€).

4.5. Orden de prelación

La presente emisión tiene la consideración de financiación subordinada. Se entiende por financiación subordinada aquella que por quedar sujeta, legal o voluntariamente, a una cláusula de subordinación sufre una postergación en el rango de prelación de créditos.

Esta emisión no goza de preferencia en el seno de la deuda subordinada de la Entidad Emisora, cualquiera que sea la instrumentación o fecha de dicha deuda, es decir todas las emisiones tendrán el mismo rango de prelación de créditos.

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, y antes de las cuotas participativas y de las participaciones preferentes, en su caso, de conformidad con lo dispuesto en el art. 12.1., apartado h), del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero. No goza de preferencia en el seno de la Deuda Subordinada de la Emisora, cualquiera que sea la instrumentación y fecha de dicha deuda.

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

Conforme a la legislación vigente, los valores detallados en la presente Nota de Valores carecerán para el inversor que los adquiera de cualquier derecho político presente y/o futuro sobre Caixanova.

Los derechos económicos y financieros para el inversor asociados a la adquisición y tenencia de los valores, serán los derivados de las condiciones de tipo de interés, rendimientos, precios de amortización con que se emitan y que se encuentran recogidas en los epígrafes 4.7 y 4.8 siguientes.

En cada fecha de pago, el inversor tendrá automáticamente a su disposición sus derechos económicos, mediante el correspondiente apunte en la cuenta abierta en cualquier Entidad Participante en Iberclear, actuando como agente de pagos, la Confederación Española de Cajas de Ahorro (C.E.C.A.), con domicilio en la calle Alcalá 27 en Madrid.

Los titulares de obligaciones incluidas en la presente Nota de Valores, tendrán derecho a voto en la Asamblea de Obligacionistas, de acuerdo con lo previsto en el epígrafe 4.10 siguiente.

4.7. Tipo de interés nominal y disposiciones relativas a los intereses pagaderos

4.7.1 Tipo de interés nominal

Los valores representativos de la emisión percibirán un interés según el siguiente detalle:

Durante el primer año de vida de la emisión, es decir, desde la fecha de desembolso hasta el 16 de diciembre de 2010, el tipo de interés será de un tipo fijo del 4% nominal anual pagadero trimestralmente.

A partir del primer año, es decir para el periodo que comienza el día 16 de diciembre de 2010 y hasta el 16 de diciembre de 2014, el tipo de interés se revisará y fijará trimestralmente, determinándose el mismo incrementando al Euribor a 3 meses del segundo día hábil anterior al del inicio del periodo de interés de que se trate, en un margen de 280 puntos básicos. Dicho tipo resultante se comunicará a los tenedores mediante anuncios en los tablones de anuncios de las oficinas de Caixanova durante los 30 días siguientes al inicio del periodo de interés de que se trate.

El margen de 280 puntos básicos se incrementará en 10 puntos básicos si el emisor no ejercitase su derecho de amortización, una vez transcurridos cinco años desde la fecha del desembolso, es decir, a partir del 16 de diciembre de 2014.

En concreto, se tomará como Euribor a 3 meses el que figure en la pantalla REUTERS alrededor de las 11:00 horas de Bruselas, correspondiente a la hoja EURIBOR01 (o en la pantalla y hojas que las sustituyan y que sean equivalentes, siempre que las citadas pantallas y hojas no estén disponibles), el segundo día hábil anterior al del inicio del periodo de interés de que se trate, correspondiente al plazo de tres meses.

La evolución del Euribor a 3 meses desde la sesión de negociación del 28 de agosto hasta la del 26 de octubre de 2009 es la siguiente:

Sesión negociación Euribor 3 meses			
28/08/2009	0,8249	28/09/2009	0,7390
31/08/2009	0,8209	29/09/2009	0,7500
01/09/2009	0,8190	30/09/2009	0,7530
02/09/2009	0,8130	01/10/2009	0,7540
03/09/2009	0,8090	02/10/2009	0,7510
04/09/2009	0,8029	05/10/2009	0,7460
07/09/2009	0,7969	06/10/2009	0,7440
08/09/2009	0,7879	07/10/2009	0,7400
09/09/2009	0,7810	08/10/2009	0,741
10/09/2009	0,7779	09/10/2009	0,743
11/09/2009	0,7730	12/10/2009	0,743
14/09/2009	0,7710	13/10/2009	0,742
15/09/2009	0,7699	14/10/2009	0,742
16/09/2009	0,7680	15/10/2009	0,740
17/09/2009	0,7659	16/10/2009	0,739
18/09/2009	0,7620	19/10/2009	0,739
21/09/2009	0,7580	20/10/2009	0,737
22/09/2009	0,7549	21/10/2009	0,735
23/09/2009	0,7490	22/10/2009	0,733

24/09/2009	0,7429	23/10/2009	0,730
25/09/2009	0,7409	26/10/2009	0,731

En ausencia de la publicación del tipo Euribor a tres meses se tomará el Euribor a tres meses señalado en la pantalla TELERATE, página 248 (o cualquier otra que la pudiera sustituir en el futuro) a las 11:00 horas de la mañana de Bruselas del segundo día hábil inmediatamente anterior a la fecha de inicio del siguiente periodo trimestral de remuneración para aplicarlo a este periodo de pago.

Por imposibilidad de obtención del Euribor a tres meses en la forma determinada anteriormente, el tipo de interés de referencia sustitutivo será el tipo de interés que resulte de aplicar la media aritmética simple de los tipos de interés interbancarios de oferta para operaciones de depósitos en euros a tres meses de vencimiento, el segundo día hábil inmediatamente anterior al día en que comience el periodo trimestral de pago de que se trate, que declaren las entidades reseñadas a continuación:

- CAJAMADRID
- BANCO SANTANDER
- BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA

Cuando no sea posible la obtención del tipo de interés de referencia sustitutivo, por no suministrar alguna de las citadas entidades la declaración de cotizaciones, será de aplicación el tipo de interés que resulte al calcular la media aritmética simple de los tipos de interés interbancarios de oferta para operaciones de depósitos en euros a tres meses de vencimiento declarados por las dos entidades restantes.

Agotadas todas las posibilidades para la fijación del tipo aplicable, siguiendo lo expuesto en los apartados anteriores, se utilizará el tipo que se haya aplicado en el periodo de devengo inmediatamente anterior.

4.7.2 Procedimiento para el pago de cupones

El pago de los cupones será por trimestres vencidos los días 16 de los meses de: marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año, o día hábil siguiente posterior en el caso de que el día fijado fuera inhábil, según calendario TARGET 2, sin que por este motivo se devengue ningún derecho adicional para los titulares de los valores.

La fórmula para el cálculo del cupón a pagar es la siguiente:

$$R = \frac{NS \times TI \times DT}{36.500}$$

Siendo:

R = Remuneración.

NS = Nominal suscrito.

TI = Tipo de interés anual aplicable al periodo en cuestión.

DT = Días transcurridos de devengo de intereses.

4.7.3 Plazo válido en el que se pueden reclamar los intereses y el reembolso del principal

El plazo para emprender acciones de reclamación del pago de los intereses prescribe a los cinco años desde la fecha de pago en la que se produzca el impago.

El plazo para emprender acciones para reclamar el reembolso del principal prescribe pasados quince años desde la fecha de amortización de los valores.

4.8. Precio de amortización y disposiciones relativas al vencimiento de los valores

4.8.1 Precio de amortización

Los valores se amortizan a la par y libre de gastos y comisiones.

4.8.2 Fecha y modalidades de amortización

Los valores serán amortizados en su totalidad a su vencimiento, el 16 de diciembre de 2019.

No obstante, el Emisor podrá amortizar total o parcialmente la emisión, a la par, libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España, a partir de los cinco años contados desde la fecha de desembolso. En caso de producirse esta amortización se hará coincidir con la fecha de pago de un cupón. No cabe la posibilidad de amortización anticipada de la emisión, total o parcial, a solicitud de los inversores.

En el caso de amortización de un importe inferior al total de obligaciones subordinadas de la Emisión, ésta se realizará mediante una reducción proporcional del valor nominal de todas las obligaciones subordinadas.

La decisión de amortización anticipada deberá ser notificada, con carácter irrevocable, por el Emisor a los titulares de las obligaciones subordinadas entre 30 y 60 días naturales antes de la fecha señalada para la amortización. Dicha comunicación se realizará mediante hecho relevante remitido a la C.N.M.V. y mediante la publicación del correspondiente anuncio en el Boletín de Cotización de A.I.A.F. Mercado de Renta Fija.

4.9. Indicación del rendimiento para el inversor y método de cálculo

La tasa interna de rentabilidad (T.I.R.) o tipo de interés efectivo del inversor que adquiriese los valores amparados por la presente Nota de Valores en el momento del desembolso y los mantuviese hasta su vencimiento, si se cumplen las hipótesis previstas posteriormente, sería de 3,681%.

Para el cálculo de dicho rendimiento se han establecido como hipótesis:

- Durante el primer año de la emisión, es decir, hasta el 16 de diciembre de 2010, el tipo es fijo de un 4% nominal anual, pero a partir de entonces se desconoce cuál va a ser la evolución de los tipos de interés Euribor a 3 meses, por lo que se toma como referencia para este cálculo el Euribor a 3 meses de fecha del 26 de octubre de 2009 (0,731%) y se supone que éste permanece constante durante toda la vida de la emisión.
- El diferencial que se añade al tipo de referencia anterior es del 2,80%, de manera que el tipo de interés de la emisión es de 3,531% trimestral.
- El emisor no ejerce la amortización anticipada a lo largo de la vida de la emisión, por lo tanto tomando como base los datos anteriores se incrementaría el margen en 10 puntos básicos a partir del 16 de diciembre de 2014, por lo tanto el tipo de interés de la emisión a partir de dicha fecha será de 3,631% (suponiendo para el cálculo que el Euribor a 3 meses permanece constante durante la vida de la emisión).

La tasa interna de rentabilidad para el inversor se calculará mediante la siguiente fórmula:

$$P_o = \sum \frac{F_t}{(1 + r / 100)^{(d / \text{Base})}}$$

Donde:

P_o = Precio de Emisión del valor.

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

r = Rentabilidad anual efectiva o T.I.R.

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

n = Número de flujos de la Emisión.

Base = ACT/365

En caso de amortización anticipada de la emisión por Caixanova a los cinco años, a partir de la fecha de emisión o desembolso, la T.I.R. para el tomador de los valores será de 3,681%. Para su cálculo se han seguido el resto de las hipótesis establecidas anteriormente.

Los inversores no deben basar su decisión de inversión en las Obligaciones Subordinadas en virtud de los anteriores cálculos del tipo de interés, ya que éstos pueden sufrir variación, dependiendo de las fluctuaciones del tipo de interés que se produzcan a lo largo de la vida de la emisión.

Los inversores deberán tener en cuenta la facultad del Emisor de proceder a la amortización anticipada total o parcial de las Obligaciones Subordinadas objeto de esta Emisión en cualquier momento, una vez transcurridos cinco años desde la Fecha de Desembolso, previa autorización del BANCO DE ESPAÑA.

4.10. Representación de los tenedores de los valores

Se procederá a la constitución del Sindicato de Obligacionistas de la Sexta Emisión de Obligaciones Subordinadas de Caixanova, asociación de la que formarán parte todos los tenedores de obligaciones de esta emisión, cuyo objeto será el de unificar y salvaguardar cuantos derechos y acciones les correspondan para la mejor defensa de sus intereses frente a la Entidad Emisora.

Se ha designado como Comisario del Sindicato de Obligacionistas de la emisión, a D. Eladio Rodríguez Álvarez, con N.I.F. 36.040.513-L, el cual acepta el cargo mediante la firma de la presente Nota de Valores.

El Reglamento del Sindicato de Obligacionistas de la Caja de Ahorros de Vigo, Ourense y Pontevedra – Caixanova que se presenta a continuación, ha sido redactado conforme a lo que establece la legislación vigente. El sindicato estará integrado por todos los tenedores de las obligaciones.

Artículo 1.- Con la denominación “Sindicato de Obligacionistas de la Sexta Emisión de Obligaciones Subordinadas Caixanova” queda constituido un sindicato que tiene por objeto la defensa de los intereses y derechos de los titulares de la Sexta Emisión de Obligaciones Subordinadas Caixanova, de acuerdo con la legislación vigente.

Artículo 2.- El Sindicato subsistirá mientras dure el empréstito y, terminado éste, hasta que queden cumplidas por Caixanova sus obligaciones ante los titulares de los valores.

Artículo 3.- El domicilio del Sindicato de fija en Vigo, en la sede de los Servicios Centrales de la Entidad, Avda. García Barbón, 1-3, 36201 VIGO.

Artículo 4.- Son Órganos del Sindicato la Asamblea General de Obligacionistas y el Comisario.

La Asamblea de Obligacionistas acordará el nombramiento de un Secretario a efectos de certificar los acuerdos de la misma.

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

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

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

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

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

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

4.11. Resoluciones, autorizaciones y aprobaciones en virtud de las cuales se emiten los valores

Los acuerdos sociales en virtud de los cuales se procede a la realización de la presente emisión, cuya vigencia consta en las certificaciones remitidas a la C.N.M.V., son los que se enuncian a continuación:

Acuerdo de Asamblea General del Emisor de fecha 25 de junio de 2009.

Acuerdo del Consejo de Administración del Emisor de fecha 24 de septiembre de 2009.

Otras solicitudes: Se solicitará al Banco de España la computabilidad como recursos propios de la presente Emisión. Se remitirán al Banco de España las condiciones particulares de las mismas incluidas en la presente Nota de Valores. En todo caso, ni la autorización del Banco de España ni el citado pronunciamiento positivo sobre su consideración como recursos propios, implican recomendación alguna respecto a la suscripción o adquisición de los valores, ni sobre la rentabilidad de los mismos ni sobre la solvencia de la Entidad Emisora.

4.12. Fecha de emisión

La Fecha de Emisión de los valores es el 16 de diciembre de 2009.

4.13. Restricciones a la libre transmisibilidad de los valores

Según la legislación vigente, no existen restricciones, ni particulares ni de carácter general, a la libre transmisibilidad de las obligaciones subordinadas de la Sexta Emisión.

4.14. Fiscalidad de los valores

A continuación se expone el tratamiento fiscal en España para los tenedores de los valores, derivados de la propiedad y posterior transmisión, en su caso, de las obligaciones de la presente emisión. El análisis que sigue es una mención general al régimen aplicable de acuerdo con la legislación vigente. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que dicho análisis no explicita todas las posibles consecuencias fiscales y por tanto es recomendable consultar con asesores fiscales, quienes podrán dar un asesoramiento personalizado, a la vista de las circunstancias particulares de cada sujeto. Del mismo modo, los potenciales inversores habrán de estar atentos a los cambios que la legislación vigente en este momento o sus criterios de interpretación pudieran sufrir en el futuro. En particular, el pasado 26 de septiembre de 2009 el Consejo de Ministros aprobó el Proyecto de Ley de Presupuestos General del Estado para el año 2010, en el que se plantea la reforma de diversas disposiciones legislativas en el ámbito fiscal. La reforma planteada afecta, entre otros aspectos, a la tributación en sede del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas de las denominadas “rentas del ahorro” (entre las que se encontrarían los dividendos y las ganancias patrimoniales derivadas, en su caso, de la transmisión de las acciones), que pasarían de tributar a un tipo fijo del 18% a tributar a un tipo del 19% (para los primeros 6.000 euros de renta del ahorro obtenidos por la persona física) y del 21% (para las rentas que excedan los 6.000 euros indicados). No obstante, debe tenerse en cuenta que la reforma se encuentra en un estadio muy inicial y que podría experimentar cambios durante la correspondiente tramitación parlamentaria, por lo que se recomienda a los potenciales inversores permanecer informados acerca de la evolución de la reforma.

- **Imposición Directa en el cobro de intereses y cuando se produce la transmisión de las obligaciones subordinadas de la Sexta Emisión en el caso de inversores residentes en España.**

Se considerarán inversores residentes en España, sin perjuicio de lo dispuesto en los Convenios para evitar la Doble Imposición (“**CDI**”) firmados por nuestro país, las entidades residentes en territorio español conforme al artículo 8 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo (“**TRLIS**”), y los contribuyentes personas físicas que tengan su residencia habitual en España, tal y como se define en los artículos 8 a 10 de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las Leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio (“**LIRPF**”). También se considerarán inversores

residentes en España a efectos fiscales las personas físicas de nacionalidad española que, cesando su residencia fiscal en España, acrediten su nueva residencia fiscal en un país o territorio calificado reglamentariamente como paraíso fiscal, tanto durante el período impositivo en el que se produzca el cambio de residencia como en los cuatro siguientes.

En el caso de personas físicas que adquieran su residencia fiscal en España como consecuencia de su desplazamiento a territorio español, podrán optar por tributar por el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (“**IRPF**”) o por el Impuesto sobre la Renta de no Residentes (“**IRnR**”) durante el período en que se efectúe el cambio de residencia y los cinco siguientes siempre que se cumplan los requisitos recogidos en el artículo 93 de la LIRPF.

a) Personas físicas. Rendimientos del capital mobiliario

Según establece la Ley 13/1985 en su disposición adicional segunda, la remuneración que perciban los titulares de obligaciones subordinadas que sean contribuyentes por el IRPF, así como cualquier otra renta derivada de las obligaciones subordinadas, incluidas las procedentes de la transmisión, amortización o reembolso de dichos valores, tendrán la consideración de rendimientos obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios de acuerdo con lo previsto en el apartado 2 del artículo 25 de la LIRPF. Dichos rendimientos se integrarán en la base imponible del ahorro por el rendimiento neto resultante de deducir, en su caso, los gastos de administración y depósito pero no los de gestión discrecional e individualizada de la cartera de su importe bruto, tributando al tipo fijo del 18 %.

El importe de las rentas derivadas de la transmisión, amortización o reembolso de las obligaciones subordinadas vendrá determinado por la diferencia entre el valor de transmisión, amortización o reembolso de los citados valores y su valor de adquisición o suscripción. Asimismo, se tendrán en cuenta para el cálculo del rendimiento los gastos accesorios de adquisición y enajenación, en tanto se justifiquen adecuadamente.

Los rendimientos negativos derivados de la transmisión de las obligaciones subordinadas, cuando el contribuyente hubiera adquirido otras obligaciones subordinadas dentro de los dos meses anteriores o posteriores a dichas transmisiones, se integrarán en la base imponible del IRPF del contribuyente a medida que se transmitan las obligaciones subordinadas que permanezcan en su patrimonio.

Finalmente, los rendimientos derivados de las obligaciones subordinadas estarán sujetos, con carácter general, a una retención del 18 % a cuenta del IRPF de sus perceptores. La base de la retención será la cuantía total de estos rendimientos. La retención a cuenta será deducible de la cuota líquida del referido impuesto y, en caso de insuficiencia de ésta, dará lugar a las devoluciones previstas en el artículo 103 de la LIRPF.

No obstante, no existirá obligación de retener sobre los rendimientos derivados de la transmisión o reembolso de las obligaciones subordinadas en la medida que dichos valores, como está previsto en la presente emisión, cumplan los siguientes requisitos:

1. Que estén representados mediante anotaciones en cuenta.
2. Que se negocien en un mercado secundario oficial de valores español.

No obstante lo anterior, se someterá a retención (a un tipo del 18 %) la parte del precio que equivalga al interés corrido cuando la transmisión de las obligaciones subordinadas tenga lugar durante los 30 días inmediatamente anteriores al cobro de dicho interés y siempre que:

1. El adquirente sea una persona o entidad no residente en territorio español o sea sujeto pasivo del Impuesto sobre Sociedades.
2. Que los rendimientos explícitos (i.e., el pago de un interés generado en un trimestre) derivados de las obligaciones subordinadas transmitidas no estén sometidos a retención dada la condición del adquirente.

b) Sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades.

Los inversores sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades (“IS”) integrarán en su base imponible el importe íntegro de los rendimientos que obtengan como consecuencia de la titularidad de las obligaciones subordinadas, tanto en concepto de pago de intereses como con motivo de la transmisión, amortización o reembolso de dichos valores, así como los gastos inherentes a la participación, en la forma prevista en el artículo 10 y siguientes del TRLIS.

No se practicará retención a cuenta del IS sobre los rendimientos derivados de las obligaciones subordinadas en la medida en que las mismas (i) estén representadas mediante anotaciones en cuenta y (ii) se negocien en un mercado secundario oficial de valores español.

- **Imposición Directa en el cobro de intereses y cuando se produce la transmisión, amortización o reembolso de las obligaciones subordinadas de la Sexta Emisión en el caso de inversores no residentes en España.**

El presente apartado analiza el tratamiento fiscal aplicable a los inversores no residentes en territorio español y será igualmente aplicable, con carácter general, a aquellos inversores personas físicas que adquieran la condición de residentes fiscales en territorio español como consecuencia de su desplazamiento a dicho territorio, y que, cumplidos los requisitos establecidos en el artículo 93 de la LIRPF, opten por tributar por el IRNR durante el período impositivo en que tenga lugar el cambio de residencia y los cinco siguientes.

Sin perjuicio de lo que puedan establecer los CDI suscritos por España, se considerarán inversores no residentes (sujeto a la oportuna acreditación), las personas físicas que no sean contribuyentes por el IRPF y las entidades no residentes en territorio español de conformidad con lo dispuesto en el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, aprobado por Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo (“**TRLIRNR**”).

(a) Rentas obtenidas por inversores que actúen sin mediación de establecimiento permanente en España Tal y como establece la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, las rentas derivadas de las obligaciones subordinadas obtenidas por personas o entidades no residentes en territorio español que actúen a estos efectos sin establecimiento permanente en España, estarán exentas de tributación en el IRNR (y, por tanto, de retención a cuenta de este impuesto) siempre que se cumplan determinados procedimientos de identificación de los titulares de los valores. De no cumplirse dicha condición, el rendimiento obtenido estará sujeto a una retención del 18 % a cuenta del IRNR.

A efectos de la aplicación de la exención descrita anteriormente, los inversores que tengan la condición de no residentes en territorio español y que sean titulares de las obligaciones subordinadas habrán de acreditar su identidad y residencia fiscal de acuerdo con los procedimientos recogidos en el artículo 44 del Real Decreto 1065/2007, de 27 de julio, por el que se aprueba el Reglamento General de las actuaciones y los procedimientos de gestión e inspección tributaria y de desarrollo de las normas comunes de los procedimientos de aplicación de los tributos (el “**RD 1065/2007**”).

Los inversores no residentes que, teniendo derecho a aplicar la exención descrita en este apartado, no hubieran podido acreditar su residencia fiscal en los términos indicados anteriormente (y que, por tanto, hayan sufrido una retención del 18 % sobre los rendimientos derivados de las obligaciones subordinadas), podrán solicitar de las autoridades fiscales españolas, de acuerdo con el procedimiento y dentro de los plazos legalmente establecidos, la devolución del importe retenido en exceso.

(b) Rentas obtenidas por inversores que actúen mediante establecimiento permanente en España. Las rentas obtenidas en España por inversores no residentes en territorio español que actúen, respecto de las obligaciones subordinadas, mediante establecimiento permanente en España se someterán a tributación de conformidad con lo previsto en los artículos 16 a 23 del TRLIRNR, tributando al tipo impositivo del 30 %.

En general, y con las salvedades y especialidades que dichos artículos establecen, el régimen tributario aplicable a los establecimientos permanentes en España de no residentes coincide con el de los sujetos pasivos del IS, que se ha descrito con anterioridad. De esta forma, los rendimientos derivados de las obligaciones subordinadas obtenidos por los citados inversores estarán exentos de retención a cuenta del IRNR en los términos señalados anteriormente para los sujetos pasivos del IS.

- **Imposición sobre el Patrimonio y sobre Sucesiones y Donaciones**

Inversores residentes en España

a) Impuesto sobre el Patrimonio

El artículo tercero de la Ley 4/2008 ha suprimido el gravamen del Impuesto sobre el Patrimonio, tanto para la obligación personal como para la obligación real de contribuir, con efectos a partir del 1 de enero de 2008. Para ello, la citada Ley ha introducido una bonificación del 100 % sobre la cuota del impuesto al tiempo que ha eliminado la

obligación de presentar la correspondiente declaración ante la Administración Tributaria.

Por tanto, los titulares de las obligaciones subordinadas, ya sean residentes o no en territorio español a efectos fiscales, no quedarán gravados por este impuesto.

Por su parte, las personas jurídicas no están sujetas al Impuesto sobre el Patrimonio.

b) Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones

Las transmisiones de obligaciones subordinadas a título lucrativo (por causa de muerte o donación) a favor de personas físicas residentes en España están sujetas al Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones (“**ISD**”) en los términos previstos en la Ley 29/1987, de 18 de diciembre, siendo sujeto pasivo el adquirente de las obligaciones subordinadas, con independencia de dónde se encuentren situadas estas últimas, todo ello sin perjuicio de la normativa específica aprobada, en su caso, por cada Comunidad Autónoma. El tipo impositivo aplicable sobre la base liquidable oscila, para el año 2009, entre el 7,65 % y el 34 %; una vez obtenida la cuota íntegra, sobre la misma se aplican determinados coeficientes multiplicadores en función del patrimonio preexistente del adquirente y de su grado de parentesco con el causante o donante, pudiendo resultar finalmente una cuota tributaria entre un 0 % y un 81,6 % de la base imponible.

En caso de transmisión gratuita a favor de un sujeto pasivo del IS, el rendimiento que se produzca tributará de acuerdo con las normas de ese impuesto, no siendo aplicable el ISD.

Inversores no residentes en España

a) Impuesto sobre el Patrimonio

Véase el apartado a), “Impuesto sobre el Patrimonio”, anterior, ya que es igual que para residentes.

b) Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones

Sin perjuicio de lo que resulte de los CDI suscritos por España, las adquisiciones a título lucrativo por personas físicas no residentes en España, cualquiera que sea el estado de residencia del transmitente, estarán sujetas al ISD cuando la adquisición lo sea de bienes situados en territorio español o de derechos que puedan ejercitarse o hubieran de cumplirse en ese territorio. En general, el gravamen por el ISD de las adquisiciones de no residentes sujetas al impuesto se realiza en la misma forma que para los residentes.

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

5. CLÁUSULAS Y CONDICIONES DE LA OFERTA

5.1 Descripción de la Oferta Pública

5.1.1. Condiciones a las que está sujeta la Oferta

No aplica

5.1.2 Importe de la Oferta

El importe nominal máximo de la Oferta, amparada por la presente Nota de Valores, será de CINCUENTA millones (50.000.000) de euros, representado por 500.000 valores de 100 euros de nominal unitario cada uno de ellos.

Finalizado el periodo de solicitudes de suscripción y, en caso de que al término del mismo no hubieran sido suscritos en su totalidad los valores objeto de la Emisión, el importe nominal de ésta quedará reducido al de los valores efectivamente suscritos.

5.1.3 Plazo de la Oferta Pública y descripción del proceso de solicitud

El periodo de solicitudes de suscripción se iniciará el día siguiente hábil a la inscripción de la presente Nota de Valores en el Registro Oficial de la C.N.M.V. y una vez publicada la mencionada Nota en la página web de la Caixanova y se prolonga hasta el 11 de diciembre de 2009, inclusive, salvo que se hubiese suscrito totalmente con anterioridad a esta fecha el importe de Emisión.

Las solicitudes de suscripción se atenderán por riguroso orden de recepción en las oficinas del Emisor. El suscriptor de la presente emisión deberá abrir en la Entidad Emisora una cuenta de valores asociada a una cuenta a la vista si no la tuviese ya abierta. 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 las tarifas vigentes en cada momento, incluidas en el folleto de tarifas de comisiones de la Entidad, comunicadas al Banco de España y a la C.N.M.V. No se repercutirán gastos de mantenimiento por la cuenta de valores en lo referido a estos valores. No se efectuarán retenciones ni provisiones de fondos en las cuentas a la vista de los suscriptores por este concepto.

Las solicitudes de suscripción de las obligaciones se efectuarán mediante el sistema de ventanilla abierta hasta la suscripción total del importe de Emisión o, en todo caso, hasta el 11 de diciembre de 2009, día de finalización de este periodo. En base al principio establecido de atender al orden cronológico de las órdenes, las cursadas con posterioridad a la suscripción total del importe de Emisión no serán atendidas. El día de desembolso será el 16 de diciembre de 2009. Desde la fecha en que el suscriptor de la solicitud de suscripción y hasta la fecha de desembolso, el importe solicitado no estará bloqueado en la cuenta a la vista asociada a la cuenta de valores desde donde se solicita.

En el supuesto de que con anterioridad al fin del periodo de solicitudes de suscripción se produjera un descenso en la calificación crediticia del Emisor o de emisiones de

similares características del Emisor, se abrirá un periodo de revocación a favor de los suscriptores de 2 días hábiles a contar desde el día hábil siguiente a la publicación por el Emisor, en su página web de un Suplemento a la presente Nota de Valores, una vez inscrito en la CNMV, comunicando el descenso de rating del Emisor. En caso de que no haya 2 días hábiles hasta la fecha de desembolso, se modificará ésta con el fin de que existan estos dos días hábiles para la revocación. En dicho periodo de revocación los inversores que así lo deseen podrán revocar las solicitudes de suscripción realizadas. En el suplemento y en el hecho relevante que se publique a este respecto, se comunicará el inicio y el cierre del periodo de revocación y en su caso la nueva fecha de desembolso.

La oficina ante la que se formule la orden de solicitud de suscripción deberá informar a los peticionarios que, de conformidad con la normativa vigente, están a su disposición la Nota de Valores de la Emisión y el Documento de Registro del Emisor, a la vez que entregará el resumen explicativo de la operación el cual, una vez analizado por el suscriptor, deberá ser visado y firmado por éste con anterioridad a la contratación de la Emisión.

Una copia de la solicitud de suscripción se entregará al suscriptor, quedándose la oficina para su archivo, tanto con el original de dicha orden firmada como con la copia del resumen explicativo firmado, también.

Caixanova aplicará de forma rigurosa la normativa MIFID, regulada inicialmente por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley del Mercado de Valores, y siguiendo por el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios e inversión, a través de las diferentes políticas y procedimientos internos definidos al efecto, en los cuales se contienen reglas detalladas para la calificación y clasificación de productos y la posterior comercialización de los mismos.

La aplicación de dichas políticas y procedimiento ha supuesto lo siguiente:

- a) De acuerdo con la normativa interna definitiva, Caixanova ha clasificado las obligaciones subordinadas de la Sexta Emisión como instrumento financiero complejo de riesgo medio. De acuerdo con esto, se evaluará si el producto ofrecido al cliente es adecuado para el cliente según su conocimiento y experiencia financiera, mediante el preceptivo Test de Conveniencia.
- b) Se aplicará a la comercialización de la Emisión la normativa interna recogida en el “Manual de Procedimientos Comerciales” de Caixanova que recoge las exigencias específicas de comercialización.
- c) Además, se han elaborado unas instrucciones específicas de comercialización recogidas en la correspondiente circular interna dirigida a los canales comerciales en las que, entre otras cosas, se señala que.
 - Se utilizará un modelo específico de orden de suscripción para este producto.
 - Se entregará a los clientes un resumen que, de forma muy breve y en un lenguaje no técnico, refleje las características y los riesgos esenciales asociados al

Emisor. En la orden de valores que firme el cliente se incluirá un literal que indique que el cliente reconoce haber recibido el mencionado resumen informativo. Adicionalmente, se archivarán en la sucursal una copia de la orden de valores y del resumen informativo firmados por el cliente.

5.1.4 Método de prorrateo

No aplicable.

5.1.5 Detalles de la cantidad mínima y/o máxima de solicitud

El mínimo a suscribir es de treinta valores, es decir, tres mil (3.000) euros. El límite máximo de solicitud es el importe de la Oferta.

5.1.6 Método y plazo para el pago de los valores y para la entrega de los mismos

Una vez realizada la solicitud de suscripción, el Emisor entregará a los suscriptores de forma inmediata copia de la misma, sellada por la oficina ante la cual se tramitó la orden. Dicha copia servirá únicamente como documento acreditativo de la suscripción efectuada, teniendo en cuenta lo establecido en el epígrafe 5.1.3, y no será negociable, extendiéndose su validez hasta el momento en el que el suscriptor reciba el extracto de la cuenta de valores definitivo.

Una vez inscritas las obligaciones en el registro contable de Iberclear y de sus entidades participantes, los titulares de las obligaciones tendrán derecho a obtener de las entidades participantes los certificados de legitimación correspondientes a dichas obligaciones, de conformidad con lo dispuesto en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero. CECA expedirá dichos certificados de legitimación antes de que concluya el día hábil siguiente a aquél en el que se hayan solicitado por los suscriptores.

El desembolso de las obligaciones se realizará mediante los correspondientes apuntes contables en las cuentas a la vista en la fecha de desembolso (16 de diciembre de 2009). En caso de suscribirse el nominal emitido con anterioridad a la fecha de cierre del periodo de suscripción no implicará la modificación de la fecha de desembolso.

5.1.7 Publicación de los resultados de la oferta

Una vez cerrado el periodo de suscripción y efectuado el desembolso de los valores suscritos, se comunicará este hecho a la C.N.M.V. mediante certificado acreditativo.

5.1.8 Procedimiento para el ejercicio de cualquier derecho preferente de compra

No aplicable.

5.2 Plan de colocación y adjudicación

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

La presente oferta de valores se destina al público en general, tanto nacional como extranjero, por lo que el colectivo de potenciales suscriptores no está limitado en manera alguna.

5.2.2 Notificación a los solicitantes de la cantidad asignada.

El proceso de notificación tendrá lugar según lo especificado en el epígrafe 5.1.6 anterior.

5.3 Precios

5.3.1 Precio al que se ofertarán los valores o el método para determinarlo. Gastos para el suscriptor.

El precio de los valores será del 100%, sin prima de emisión.

En cuanto al importe efectivo de cada uno de los valores, calculado en función de ese precio, será de 100 euros.

La presente emisión está libre de comisiones y gastos para los suscriptores por parte del emisor. Asimismo, Caixanova no cargará gasto alguno en la amortización de los mismos.

El mantenimiento de los valores a favor de los suscriptores y de los tenedores posteriores en los registros de Iberclear y de las entidades participantes, estarán sujetos a las comisiones y gastos repercutibles que, en cada momento, dichas entidades tengan establecidos de acuerdo con la legislación vigente y que hayan sido comunicadas al Banco de España y/o a la C.N.M.V.

5.4 Colocación y Aseguramiento

5.4.1 Entidades coordinadoras y participantes en la colocación

Caixanova será la entidad que se encargará de la colocación de la presente Emisión.

5.4.2 Agente de Pagos

CECA es la Entidad que se encargará del servicio financiero de la Emisión.

5.4.3 Entidades Aseguradoras y procedimiento

No aplicable

5.4.4 Fecha del acuerdo de aseguramiento

No aplicable

6 ACUERDOS DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y NEGOCIACIÓN

6.1. Solicitud de admisión a cotización

El Emisor solicitará la admisión a negociación de la Sexta Emisión de Obligaciones Subordinadas Caixanova en A.I.A.F. Mercado de Renta Fija. Para tal efecto, llevará a cabo las correspondientes solicitudes, elaborará y presentará todos los documentos oportunos en los términos que considere convenientes y realizará cuantos actos sean necesarios para la admisión a negociación de los valores en el plazo máximo de un mes desde su fecha de emisión y desembolso.

En caso de que no se cumplan estos plazos, Caixanova dará a conocer las causas del incumplimiento a la C.N.M.V. y al público mediante la publicación de un hecho relevante, y mediante un anuncio en el boletín oficial del mercado en que vayan a cotizar los valores, sin perjuicio de las responsabilidades incurridas por este hecho.

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

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

A la fecha de verificación del Folleto, los empréstitos en circulación emitidos por Caixanova similares a la presente emisión, admitidos a negociación en A.I.A.F. Mercado de Renta Fija, son los siguientes:

VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN A.I.A.F. MERCADO RENTA FIJA

	<u>ISIN</u>	<u>Fecha vto.</u>	<u>Emitido y en circulación (€)</u>	<u>Tipo de interés actual</u>
1ª Emisión Ob. Sub. Caixanova	ES0215958011	08/01/2018	120 millones	1,268%
2ª Emisión Ob. Sub. Caixanova	ES0214958029	04/08/2018	120 millones	1,355%
3ª Emisión Ob. Sub. Caixanova	ES0215958037	26/01/2019	120 millones	2,426%
4ª Emisión Ob. Sub. Caixanova	ES0214958045	09/12/2020	100 millones	1,187%
5ª Emisión Ob. Sub. Caixanova	ES0214958128	30/06/2019	50 millones	5,000%

La 4ª y la 5ª Emisión son emisiones dirigidas a inversores cualificados.

6.3. Entidades de liquidez

No hay ninguna entidad de liquidez.

7. INFORMACIÓN ADICIONAL

7.1. Personas y entidades asesoras de la emisión

No aplicable.

7.2. Información de la Nota de Valores revisada por los auditores

No aplicable.

7.3. Otras informaciones aportadas por terceros

Las condiciones económico-financieras de la Emisión han sido evaluadas por Analistas Financieros Internacionales y por Intermoney Valora, que han autorizado la publicación de los informes en la C.N.M.V. como Anexo a la Nota de Valores. La copia de dichos informes que se han incluido en la Nota de Valores coincide con los originales.

7.4. Ratings

Esta Emisión no ha sido calificada por Entidad calificadora alguna.

Asimismo, a la fecha de registro de la presente Nota de Valores, Caixanova tiene asignadas las siguientes calificaciones:

	Corto	Largo	Perspectiva	Fecha última revisión
Moody's	P2	A3	Negativa	15 de junio de 2009
Fitch	F2	A-	Negativa	13 de marzo de 2009

Dichas calificaciones crediticias no constituyen ninguna recomendación para comprar, vender o ser titular de los valores. Pueden ser revisadas, suspendidas o retiradas en cualquier momento por las agencias de calificación responsables de las mismas.

Como referencia para el suscriptor se describen las categorías utilizadas por Fitch Ratings y por Moody's, tanto en el largo como en el corto plazo.

En el largo plazo, Fitch Ratings tiene las siguientes categorías, teniendo en cuenta que el signo “+” representa la mejor posición dentro de la categoría, mientras que el signo “-“, indica la posición más débil:

LARGO PLAZO	Fitch Ratings	SIGNIFICADO
	AAA	Máxima calidad crédito
	AA	Muy alta calidad crediticia
	A	Alta calidad crediticia
	BBB	Buena calidad del crédito
	BB	Especulativo
	B	Altamente especulativo
	CCC, CC, C	Alto riesgo de insolvencia
	DDD, DD, D	Insolvencia

Las escalas de calificación de deuda a largo plazo empleadas por la agencia Moody's son:

DEUDA A LARGO PLAZO		
		SIGNIFICADO
Grado Inversor	Aaa	Calidad óptima. Capacidad de pago de intereses y devolución de principal enormemente alta.
	Aa	Alta calidad. Capacidad muy fuerte para pagar intereses y devolver principal.
	A	Buena calidad. Fuerte capacidad de pagar intereses y devolver principal. Los factores de protección se consideran adecuados pero pueden ser susceptibles empeorar en el futuro.
	Baa	Calidad satisfactoria. La protección de los pagos de intereses y del principal puede ser moderada, la capacidad de pago se considera adecuada. Las condiciones de negocio adversas podrían conducir a una capacidad inadecuada para hacer los pagos de intereses y del principal.
Grado Especulativo	Ba	Moderada seguridad. No se puede considerar que el futuro esté asegurado. La protección del pago de intereses y del principal es muy moderada.
	B	Seguridad. Reducida vulnerabilidad. La garantía de los pagos de intereses o del principal puede ser pequeña. Altamente vulnerables a las condiciones adversas del negocio.
	Caa	Vulnerabilidad identificada. Continuidad de los pagos dependiente de que las condiciones financieras, económicas y de los negocios sean favorables.
	Ca	Altamente especulativos. Retrasos en los pagos.
	C	Pocas posibilidades de pago. Incumplimiento actual o inminente.

Moody's aplica modificadores numéricos (1, 2 y 3) a cada categoría genérica de calificación desde Aa hasta B. El modificador 1 indica que la obligación está situada en la banda superior de cada categoría; el modificador 2 indica una banda media y el modificador 3 indica la banda inferior de cada categoría genérica.

En relación con la calificación a corto plazo, estas serían las categorías utilizadas por Fitch Ratings:

	Fitch Ratings	SIGNIFICADO
CORTO PLAZO	F1	Es la más alta calificación indicando que el grado de seguridad de cobro en los momentos acordados es muy alto. Si la seguridad es máxima, iría acompañado del símbolo "+"
	F2	La capacidad de atender correctamente al servicio de la deuda es satisfactoria, aunque el grado de seguridad no es tan alto como en el caso anterior.
	F3	Capacidad de pago satisfactoria pero con mayor vulnerabilidad que en los casos anteriores a los cambios adversos en las circunstancias.
	B	Normalmente implica una suficiente capacidad de pago, pero unas circunstancias adversas condicionarían seriamente el servicio de la deuda.
	C	Este rating se asigna cuando hay una dudosa capacidad de pago en el corto plazo.
	D	Cuando la situación es de mora. Esta categoría se utiliza cuando el pago de intereses o de principal no se ha hecho en la fecha debida, incluso si existe un periodo de gracia sin expirar.

Las escalas de calificación de deuda a corto plazo empleadas por la agencia Moody's son:

CORTO PLAZO	Moody's	SIGNIFICADO
	Prime-1 (P1)	Alto grado de solvencia - máxima calidad
	Prime – 2 (P2)	Fuerte capacidad de pago
	Prime – 3 (P3)	Capacidad satisfactoria
	Not prime	Capacidad de pago inferior a categorías inferiores (asimilable a categoría especulativa)

En el supuesto de que con anterioridad al fin del periodo de solicitudes de suscripción se produjera un descenso en la calificación crediticia del Emisor o de emisiones de similares características del Emisor, se abrirá un periodo de revocación a favor de los suscriptores de 2 días hábiles a contar desde el día hábil siguiente a la publicación por el Emisor, en su página web de un Suplemento a la presente Nota de Valores, una vez inscrito en la CNMV, comunicando el descenso de rating del Emisor. En caso de que no haya 2 días hábiles hasta la fecha de desembolso, se modificará ésta con el fin de que existan estos dos días hábiles para la revocación. En dicho periodo de revocación los inversores que así lo deseen podrán revocar las solicitudes de suscripción realizadas. En el suplemento y en el hecho relevante que se publique a este respecto, se comunicará el inicio y el cierre del periodo de revocación y en su caso la nueva fecha de desembolso.

8. ACTUALIZACIÓN DEL DOCUMENTO DE REGISTRO

Desde la fecha de inscripción del Documento de Registro hasta la fecha de registro de la presente Nota de Valores, no se han producido hechos que afecten significativamente a la solvencia de Caixanova, salvo lo expuesto en las Cuentas Anuales consolidadas e individuales, lo comunicado como hechos relevantes a la C.N.M.V. y la información trimestral a 30 de junio de 2009, que se incorporan por referencia y que están publicados en la página web de CNMV y de la Entidad Emisora.

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

Balance de situación consolidado del ejercicio 2008 (datos auditados) y del segundo trimestre del ejercicio 2009 (datos no auditados): (en miles de euros)

ACTIVO	30/06/2009	31/12/2008	Var. %	PASIVO	30/06/2009	31/12/2008	Var. %
CAJA Y DEPÓSITOS EN BANCOS CENTRALES	510.185	392.815	29,88%	CARTERA DE NEGOCIACIÓN	77.938	66.951	16,41%
CARTERA DE NEGOCIACIÓN	71.028	84.071	-15,51%	PASIVOS FINANCIEROS A COSTE AMORTIZADO	27.606.583	28.321.894	-2,53%
OTROS ACTIVOS FINANCIEROS A VALOR RAZONABLE CON CAMBIOS EN PÉRDIDAS Y GANANCIAS	9.672	15.657	-38,23%	DERIVADOS DE COBERTURA	63.041	42.782	47,35%
ACTIVOS FINANCIEROS DISPONIBLES PARA LA VENTA	4.591.498	5.353.436	-14,23%	PROVISIONES	146.882	42.119	248,73%
INVERSIONES CREDITICIAS	21.324.524	22.173.085	-3,83%	PASIVOS FISCALES	56.002	65.579	-14,60%
CARTERA DE INVERSIÓN A VENCIMIENTO	499.914	-	-	FONDO DE LA OBRA SOCIAL	102.113	86.966	17,42%
DERIVADOS DE COBERTURA	63.470	91.040	-30,28%	RESTO DE PASIVOS	449.233	451.895	-0,59%
ACTIVOS NO CORRIENTES EN VENTA	365.801	154.135	137,33%	TOTAL PASIVO	28.501.792	29.078.186	-1,98%
PARTICIPACIONES	200.245	180.985	10,64%	PATRIMONIO NETO			
ACTIVO MATERIAL	1.401.347	1.385.627	1,13%	INTERESES MINORITARIOS	190.142	216.134	-12,03%
ACTIVO INTANGIBLE	89.913	92.149	-2,43%	AJUSTES POR VALORACIÓN	-178.770	-78.896	126,59%
ACTIVOS FISCALES	382.836	291.487	31,34%	FONDOS PROPIOS	1.316.970	1.277.306	3,11%
RESTO DE ACTIVOS	319.701	278.243	14,90%	TOTAL PATRIMONIO NETO	1.328.342	1.414.544	-6,09%
TOTAL ACTIVO	29.830.134	30.492.730	-2,17%	TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	29.830.134	30.492.730	-2,17%

Analizando el balance, en la parte del Activo se observa que las “Inversiones Crediticias” cayeron casi un 4%, debido a la bajada en 849,4 millones de euros de los depósitos en entidades de crédito, aunque los créditos a particulares se mantuvieron en los mismos niveles. Siguiendo en el Activo, nos fijamos en la “Cartera de Inversión a Vencimiento”, que en 2009 aparece con casi 500 millones de euros cuando en 2008 no figuraba saldo alguno. El motivo es que Caixanova ha optado este año por invertir en títulos a medio y largo plazo, para tenerlos en su cartera hasta su vencimiento y con expectativas de obtener un margen en el futuro.

En relación con el Pasivo destacamos el aumento experimentado en el epígrafe de “Provisiones”, lo cual ha sido debido a la constitución de un fondo remanente vinculado a la solvencia de Caixanova.

Cuenta de pérdidas y ganancias consolidadas del segundo trimestre de los ejercicios 2009 y 2008, (datos no auditados): (en miles de euros).

Teniendo en cuenta que la Circular 4/2004 de Banco de España, que recoge la normativa que determina los formatos que debe adoptar la información contable consolidada, sufrió una modificación importante en noviembre de 2008, tras la aprobación de la Circular 6/2008 de Banco de España, con el fin de poder ofrecer una

información comparada homogénea entre los dos períodos se han tenido que reformular los datos del segundo trimestre de 2008.

En miles de euros	30/06/2009	30/06/2008	Var %
a) MARGEN DE INTERESES	253.595	237.741	6,67%
b) MARGEN BRUTO	626.253	397.777	57,44%
c) RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACION	76.860	189.100	-59,35%
d) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	75.839	103.728	-26,89%
e) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS	77.046	95.747	-19,53%
f) RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	77.046	95.747	-19,53%
f.1) RESULTADO ATRIBUIBLE A LA ENTIDAD DOMINANTE	74.313	89.397	-16,87%

A la vista de los resultados comparativos, se aprecia un empeoramiento en la línea del resultado de explotación debido, en gran medida, a la dotación por insolvencias y provisiones de 144,4 millones.

A continuación se añaden los datos de solvencia, morosidad e índice de cobertura referidos a los dos últimos ejercicios cerrados y auditados y al último trimestre cerrado no auditado.

Ratio de solvencia:

Ratio Bis **	31/12/2007	31/12/2008	30/06/2009
Miles de euros			
Total recursos propios	2.624.744	2.796.724	2.783.719
Capital Tier I	1.414.063	1.607.255	1.751.076
Capital Tier II	1.210.681	1.189.469	1.032.643
Coefficiente de recursos propios (%)	11,40%	11,08%	11,84%
Tier I (%)	6,14%	6,37%	7,45%
Tier II (%)	5,26%	4,71%	4,39%
Superávit de recursos propios	782.041*	777.281*	903.091*

* Es el Superávit de Recursos Propios sin considerar los Requerimientos de Recursos Propios Transitorios y otros.

** Datos Consolidados.

Ratio de morosidad e índice de cobertura

Datos consolidados	31/12/2007	31/12/2008	30/06/2009
Ratio de morosidad (%)	0,73%	3,22%	4,67%
Índice de cobertura (%)	298,34%	79,98%	53,16%

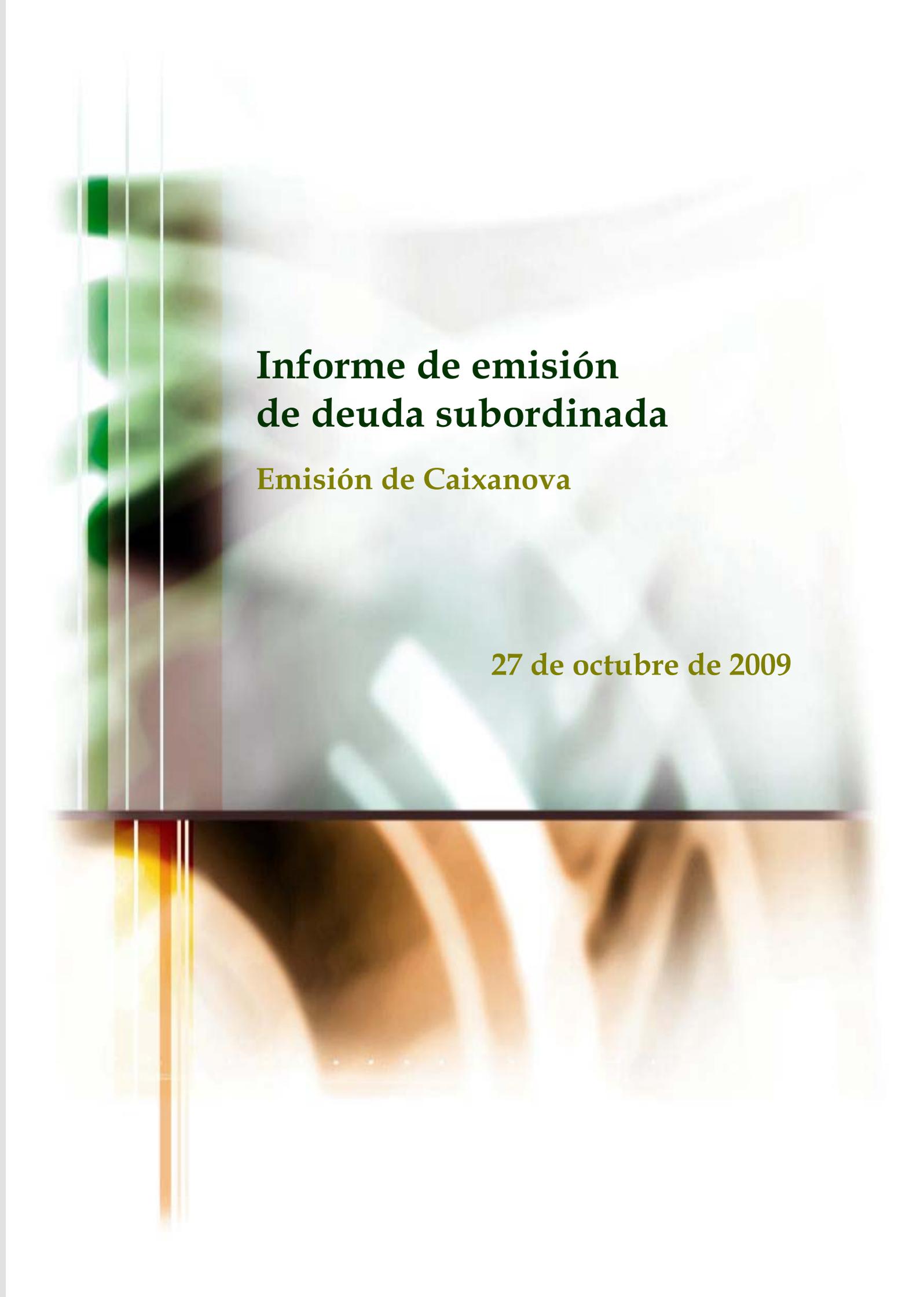
En Vigo a de noviembre de 2009, Caixa de Aforros de Vigo, Ourense e Pontevedra –
Caixanova.

D. José Luis Pego Alonso

Director General

D. Eladio Rodríguez Álvarez

Comisario



**Informe de emisión
de deuda subordinada**

Emisión de Caixanova

27 de octubre de 2009

Informe de emisión de deuda subordinada de Caixanova de 27 de octubre de 2009

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

Introducción	2
1. Características de la emisión.....	2
2. Análisis del riesgo crediticio del emisor	3
3. Definición del marco de análisis: mercado y emisiones comparables.....	4
3.1. Situación actual del mercado secundario.....	4
3.2. Indicadores del diferencial de rentabilidad en el mercado secundario.	6
3.3. Situación actual del mercado de CDS.....	7
3.4. Situación del mercado primario. Emisiones de referencia	8
4. Análisis de la emisión de Caixanova	12
4.1. Valoración de la emisión y de sus comparables.....	12
4.2. Análisis de la rentabilidad de la emisión y sus comparables.....	15
5. Conclusiones	19
Anexo 1. Metodologías de valoración	20
Anexo 2. Inputs de valoración	24
Anexo 3. Emisiones recientes en el mercado español y europeo.....	26

Introducción

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

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

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

1. Características de la emisión

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

- Importe nominal de la emisión: 50.000.000 euros.
- Vencimiento: Transcurridos 10 años desde la fecha de emisión si no se ejerce la opción de cancelación.
- Estructura de pagos:
 - Durante el primer año: 4% fijo anual.
 - A partir del segundo año hasta el quinto: Euribor 3 meses + 280 pb.
 - A partir del quinto año y hasta vencimiento: Euribor 3 meses + 290 pb.
- Frecuencia de pago: trimestral.
- Opcionalidad:
 - Cap/Floor: No dispone de cap ni de floor.

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

2. Análisis del riesgo crediticio del emisor

Las emisiones subordinadas dentro del orden de prelación de los pagos se sitúan por delante de las acciones ordinarias del emisor y de las participaciones preferentes y por detrás de las emisiones de deuda senior del mismo.

Respecto a la calidad crediticia, Caixanova dispone de unas calificaciones A3/A-, otorgadas por las agencias de rating Moody's y Fitch, respectivamente, situándola dentro del grado de inversión. La perspectiva de ambas calificaciones es negativa.

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

Tabla 1
Calificaciones crediticias de principales cajas y bancos españoles

Emisor	Moody's	Watch	Outlook	Fitch	Watch	Outlook
Banco Santander	Aa2		NEGATIVO	AA		ESTABLE
BBVA	Aa2		NEGATIVO	AA-		POSITIVO
Banesto	Aa3		NEGATIVO	AA		ESTABLE
La Caixa	Aa2		NEGATIVO	AA-		NEGATIVO
Banco Popular	Aa3		NEGATIVO	AA-		NEGATIVO
Caja Madrid	A1		NEGATIVO	A+		NEGATIVO
Bankinter	A1		NEGATIVO	A+		ESTABLE
BBK	A1		NEGATIVO	A+		ESTABLE
Banco Sabadell	A2		NEGATIVO	A+		NEGATIVO
CAM	A3		NEGATIVO	A-		NEGATIVO
Caixanova	A3		NEGATIVO	A-		NEGATIVO
Bancaja	A3		NEGATIVO	BBB+		ESTABLE
Caixa Catalunya	A3		NEGATIVO	BBB+		ESTABLE
Caixa Galicia	A3		NEGATIVO	BBB+		ESTABLE
Banco Guipuzcoano	Baa1		NEGATIVO	A-		NEGATIVO
Caixa Manresa	Baa1		NEGATIVO	ND		ND
Caja España	Baa1		NEGATIVO	BBB+		NEGATIVO
Caixa Terrassa	Baa2		NEGATIVO	BBB+		NEGATIVO
Caixa Girona	-		-	BBB+		NEGATIVO
Caixa Laietana	-		-	BBB		NEGATIVO
Caixa Tarragona	-		-	BBB		NEGATIVO
CajaSur	-		-	BB+		ESTABLE
Caja Guadalajara	-		-	-		-

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

3.1. Situación actual del mercado secundario

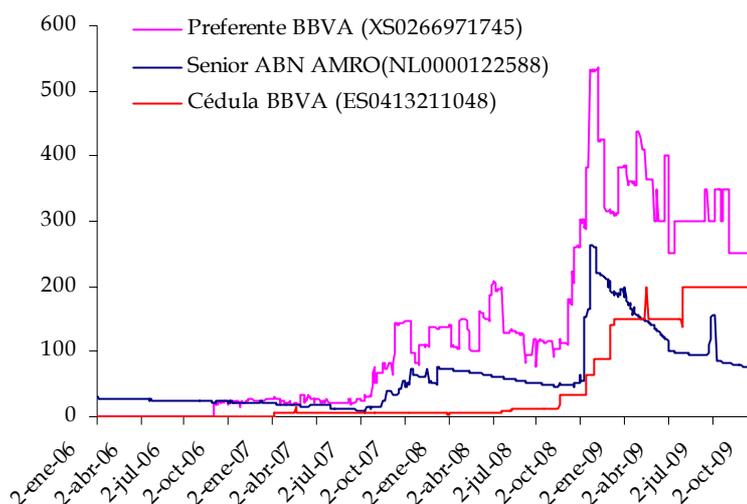
El número de nuevas emisiones corporativas privadas en el mercado se ha visto reducido como consecuencia de la crisis de liquidez derivada de la crisis sub-prime americana acontecida en el verano de 2007. Un mercado secundario líquido permite obtener información basada en un amplio consenso que constituye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

hace que sus cotizaciones no pueden constituir un marco único de referencia a efectos de valoración.

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

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

Gráfico 1
Evolución del diferencial bid-ask



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

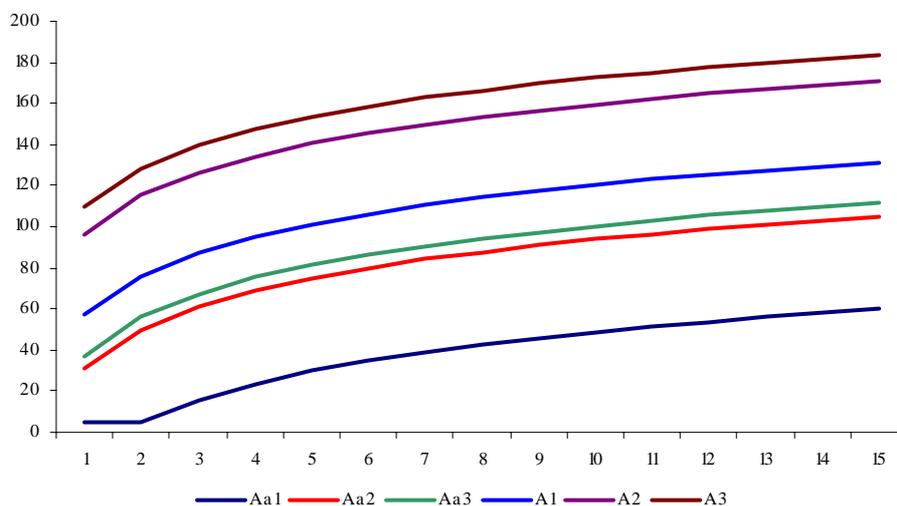
La observación de la serie histórica de este indicador revela que el mercado se encuentra actualmente en una situación de iliquidez. Como consecuencia de esta circunstancia, en la fecha de realización del presente análisis consideramos que deben **descartarse los precios del mercado secundario** de emisiones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

3.2. Indicadores del diferencial de rentabilidad en el mercado secundario

IM Valora Consulting, en el seno de su equipo de riesgo de crédito, realiza diariamente un seguimiento del mercado y estima curvas por spread-plazo para cada nivel de rating. Utiliza para ello un modelo econométrico propio de estimación de primas implícitas a partir de una amplia base de datos de bonos corporativos (900 bonos). De esta forma, se construye diariamente para el caso del sector financiero en moneda euro las curvas de spread implícitos sobre la curva swap de mercado. No se incluyen sin embargo emisiones de participaciones preferentes debido a su iliquidez.

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

Gráfico 2
Spread emisiones perfil riesgo-plazo



Como se puede observar, para un mismo rating, el spread implícito sobre la curva de mercado es creciente con el vencimiento. Asimismo, las curvas presentan perfiles parecidos con desplazamientos paralelos en función de los ratings de las emisiones.

En el mercado secundario, se obtendría para una emisión con las características de la de Caixanova unos niveles de spread orientativos extrapolando a partir de las curvas que representan el spread para emisiones con peor calidad crediticia.

Actualmente, en la base de datos que recoge IM Valora Consulting los niveles de spread más altos vienen dados por la curva A3.

3.3. Situación actual del mercado de CDS

El análisis del riesgo crediticio inherente a la emisión de una entidad requiere de la observación de la cotización de los *credit default swap*. Para este propósito los más fiables en las circunstancias actuales son los CDS Senior y Subordinado a cinco años. Al no disponer de cotizaciones de Caixanova, para complementar el análisis del punto anterior se recogen niveles de CDS genéricos a partir de una cartera constituida por emisiones financieras senior y subordinadas tanto domésticas como internacionales con distintos niveles de calidad crediticia que van desde la máxima calificación (AAA) hasta niveles bajos dentro del grado de inversión (BBB).

A continuación, en los gráficos 3 y 4, se muestra la evolución de los niveles de los CDS senior y subordinados de las carteras seleccionadas desde julio de 2007.

Gráfico 3
Spread emisiones senior

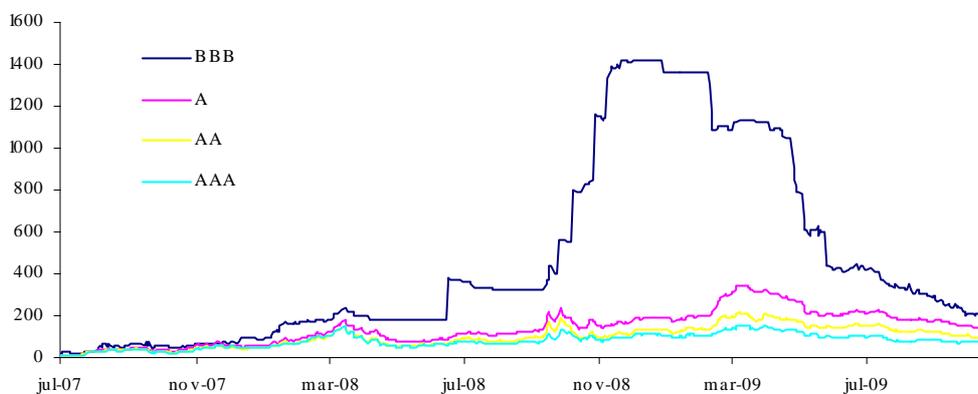
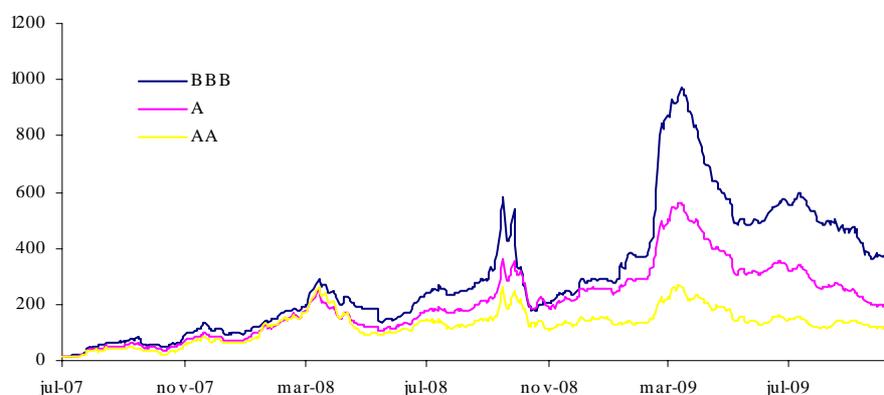


Gráfico 4
Spread emisiones subordinadas



De la observación de los gráficos anteriores se desprende que las emisiones que llevan asociado un mayor riesgo crediticio incorporan un mayor spread, de ahí que las emisiones con calificaciones BBB registren los niveles más altos. Como puede observarse en ambos gráficos, los niveles de CDS han disminuido desde los máximos alcanzados en marzo de 2009. En los dos últimos meses se observa una reducción del CDS para emisiones BBB subordinadas de más de 100 pb. A fecha de valoración (26/10/2009), los niveles de spread genéricos construidos para las emisiones de rating BBB para emisiones senior y subordinadas se encontraban en 201 y 352 pb.

3.4. Situación del mercado primario. Emisiones de referencia

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

Dentro del universo de emisiones preferentes, de deuda *senior* y deuda subordinada del mercado primario tanto doméstico como europeo encontramos emisiones recientes que constituyen el marco de referencia para nuestro análisis. En las tablas 2, 3 y 4 se describen las características de emisiones *senior*, subordinadas y preferentes, respectivamente, realizadas en el sector financiero para el mercado doméstico. Por otro lado, en la tabla 5 se presentan las emisiones *senior*, subordinadas y de participaciones preferentes en el mercado

europeo. Y por último en la tabla 6 se exponen emisiones *senior* relativas a sectores no financieros tanto en el mercado español como en el resto de Europa.

Tabla 2
Emisiones de deuda *senior* en el mercado doméstico

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Descripción
Gob España	Aaa/AA+/AAA	Aaa/AA+/AAA	Senior	07/07/2009	31/10/2014	Cupón anual 3.3%
Santander	Aa1/AA/AA	Aa1/AA/AA	Senior	21/04/2009	21/04/2011	Cupón anual 3.375%
BBVA	Aa1/AA/AA-	Aa1/AA/AA-	Senior	23/01/2009	23/01/2014	Cupón anual 4.875%
BBVA	Aa1/AA/AA-	Aa1/AA/AA-	Senior	03/06/2009	03/06/2022	EUR 3M+120pb
Banesto	Aa2/AA/AA	Aa2/AA/AA	Senior	08/05/2009	08/05/2012	Cupón anual 4%
Caja Madrid	Aa3/A+/AA-	Aa3e/A+/AA-e	Senior	28/01/2009	28/07/2010	Cupón anual 3.65%
Caja Madrid	A1/A/A+	A1/A/A+	Senior	29/06/2009	29/06/2011	Cupón anual 3.625%
Banco Sabadell	A2/A/A+	A2/A/A+	Senior	22/05/2009	22/05/2012	Cupón anual 4.375%
La Caja de Canarias	Baa1/_/_	Baa1/_/_	Senior	11/08/2009	11/02/2012	Cupón EUR3M+20pb con step up en fechas de pago
CAM	A3/_/_A-	A3/_/_	Senior	16/09/2009	16/09/2012	Cupón EUR3M+20pb con step up en fechas de pago
BBVA	Aa2/AA/AA-	_/_/_	Senior	24/09/2009	24/09/2012	Cupón EUR3M+45pb a vencimiento

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

Tabla 3
Emisiones de deuda subordinada en el mercado doméstico

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Admisión	Fecha Vto	Descripción
La Caixa	Aa1/AA-/AA-	Aa2/A+/A+	Subordinada	22/01/2009	19/01/2009	28/02/2019	1 año 6%, EUR 3M+200pb floor 4%, cap 6.5% y cancelable 5º año
Caja Madrid	A1/A/A+	A2/A-/A	Subordinada	15/07/2009	13/07/2009	15/07/2015	Cupón 5.116% anual hasta vencimiento
Bankinter	A1/A/A+	A2/_/_A-	Subordinada	11/09/2009	04/09/2009	11/09/2019	Cupón anual 6.375% hasta vencimiento
Caja Duero	A2/_/_	A3/_/_	Subordinada	30/06/2009	12/06/2009	28/09/2019	5 años EUR 3M+410pb, +460pb hasta vto y cancelable 5º año
Caja Navarra	_/_/_A	_/_/_A-	Subordinada	30/06/2009	21/05/2009	30/06/2019	2 años 6.25%, EUR 3M+300pb 5 años,+350pb hasta vto floor 4% y cancelable 5º año
Cajastur	_/_/_A	_/_/_A-	Subordinada	16/06/2009	21/05/2009	16/06/2019	1 año 5%, EUR 3M+480pb 7 años,+555pb hasta vto, con floor 4% y cancelabilidad al 5º año
Caja de Burgos	A3/_/_	Baa1/_/_	Subordinada	05/05/2009	29/04/2009	05/05/2019	11 meses 6.21%, EUR9M+450pb 9 meses, EUR6M+450pb hasta vto y cancelable 5º año
Caixa Penedes	_/_/_A-	_/_/_BBB+	Subordinada	29/06/2009	19/05/2009	29/06/2019	1 año 6.5%, EUR 3M+425pb 4 años, EUR3M+500pb hasta vto, floor 5% y cancelable 5º año
Caixa Sabadell	_/_/_BBB+	_/_/_BBB	Subordinada	10/06/2009	19/05/2009	10/06/2024	2 años 7.5%, EUR 3M+525pb 3 años, EUR3M+600pb hasta vto y cancelable 5º año
Bancaja	A2/_/_A-	A3/_/_BBB+	Subordinada	06/04/2009	03/04/2009	06/07/2019	2 años 7.25%,EUR 3M+390pb 5 años,+465pb hasta vto y cancelable 5º año
Sa Nostra	_/_/_BBB+	_/_/_BBB	Subordinada	30/06/2009	04/06/2009	30/06/2019	1 año 6%,EUR 3M+500pb 3 años,+575pb hasta vto y cancelable 5º año
La Caja de Canarias	Baa1/_/_	Baa2/_/_	Subordinada	02/09/2009	28/08/2009	02/09/2019	EUR3M+400pb hasta quinto año, step up de 50pb a vcto. Cancelable 5º año.
Caixa Terrasa	Baa2/_/_BBB+	Baa3/_/_BBB	Subordinada	29/09/2009	15/07/2009	29/09/2015	2 años 7.25, EUR 3M+475pb hasta 4to año, EUR 3M+500 a vto, floor 6% y cancelable 5º año
Banco Gallego	_/_/_	_/_/_	Subordinada	29/12/2009	09/10/2009	29/12/2019	3 años 6%. EUR3M+490pb a vto, floor 5.4% y cancelable 5º año.

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

Tabla 4
Emisiones de participaciones preferentes en el mercado doméstico

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Admisión	Fecha Vto	Descripción
BBVA	Aa1/AA/AA-	Aa3/A+/A	Preferente	30/12/2008	13/12/2008	Perpetua	2 años 6.5%, EUR 3M floor 3.5% y cancelable 5º año
Santander	Aa1/AA/AA	Aa3/A-/A+	Preferente	30/06/2009	10/06/2009	Perpetua	1 año 5.75%, 2º año 4.75%, EUR 3M+220pb y cancelable 5º año
Banesto	Aa2/AA/AA	A1/A+/A+	Preferente	29/06/2009	29/05/2009	Perpetua	1 año 6%, 2º año 5%, EUR 3M+230pb, floor 4% y cancelable 5º año
La Caixa	Aa1/AA-/AA-	Aa3/BBB+/A	Preferente	29/06/2009	21/05/2009	Perpetua	2 años 5.87%, EUR 3M+350pb y cancelable 5º año
Banco Popular	Aa2/AA-/AA	_/_/A+/A	Preferente	25/03/2009	16/02/2009	Perpetua	5 años 6.75%, EUR 3M+150pb floor 4% y cancelable 5º año
Banco Sabadell	Aa3/A+/A+	A2/A-/A-	Preferente	24/02/2009	06/07/2009	Perpetua	2 años 6.5%, EUR 3M+250pb floor 4.5% y cancelable 5º año
Caja Madrid	Aa3/A/A+	A2/BBB-/A-	Preferente	01/07/2009	21/05/2009	Perpetua	5 años 7%, EUR 3M+475pb y cancelable 5º año
Caja Murcia	_/_/A+	_/_/A-	Preferente	15/04/2009	14/04/2009	Perpetua	EUR 3M+445pb floor 5.5% y cancelable 5º año
Caja Duero	A2/_/_	Baa1/_/_	Preferente	25/05/2009	24/03/2009	Perpetua	EUR 3M+725pb y cancelable 5º año
Banco Pastor	A2/_/_	Baa1/_/_	Preferente	02/04/2009	23/03/2009	Perpetua	3 años 7.25%, EUR 3M+460pb floor 6.8% y cancelable 5º año
Caixanova	A1/_/A-	A3/_/BBB	Preferente	17/06/2009	20/05/2009	Perpetua	EUR 3M+635pb, floor 7.4% y cancelable 5º año
CajaCanarias	_/_/A	_/_/BBB+	Preferente	05/08/2009	14/05/2009	Perpetua	2 años 7%, EUR 3M+585pb floor 6%
La Caja de Canarias	Baa1/_/_	Baa3/_/_	Preferente	10/07/2009	29/06/2009	Perpetua	1 año 8%, EUR 3M+715pb y cancelable 5º año
Caja Granada	_/_/BBB+	_/_/BB	Preferente	14/08/2009	22/06/2009	Perpetua	2 años 8.5%, EUR 3M+600pb y cancelable 5º año
CAM	A2/_/A-	_/_/BBB-	Preferente	29/09/2009	12/06/2009	Perpetua	2 años 7.35%, EUR 3M+590pb floor 6.8%
Caixa Galicia	A2/_/A	Baa1/_/BB	Preferente	18/05/2009	17/05/2009	Perpetua	3 años 7.5%, EUR 3M+515pb floor 6.15% y cancelable 5º año
Caja España	A3/_/A-	Baa2/_/BBB	Preferente	19/05/2009	16/04/2009	Perpetua	4 años 8.25%, EUR 3M+725pb
Caja Cantabria	A3/_/_	Baa2/_/_	Preferente	10/06/2009	17/04/2009	Perpetua	EUR 3M+675pb y cancelable 5º año
Caixa Penedes	_/_/A-	_/_/BBB	Preferente	30/09/2009	28/07/2009	Perpetua	1 año 7.25%, EUR3M+595pb floor 7% y cancelable 5º año
CajaSol	_/_/A-	_/_/BBB	Preferente	30/09/2009	31/07/2009	Perpetua	2 años 7.25%, EUR3M+610pb floor 7% y cancelable 5º año
Caixa Galicia	A3/_/BBB+	Ba3/_/BB	Preferente	15/10/2009	16/09/2009	Perpetua	2 años 7.5%, EUR3M+650pb floor 7.5% y cancelable 5º año
Caixa Laietana	_/_/BBB	_/_/BB-	Preferente	19/10/2009	07/08/2009	Perpetua	2 años 7.25%, EUR3M+855pb floor 8.9% y cancelable 5º año
Caja Navarra	_/_/A	_/_/BBB+	Preferente	29/10/2009	28/08/2009	Perpetua	5 años 8%, EUR3M+500pb floor 6.5% y cancelable 5º año
Banco Guipuzcoano	Baa1/_/A-	Baa3/_/BBB	Preferente	24/09/2009	19/11/2009	Perpetua	3 años 7.75%, EUR3M+635pb y cancelable 5º año

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

Tabla 5
Emisiones de deuda *senior*, subordinada y participaciones preferentes en el mercado europeo

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	País	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Descripción
Intesa SanPaolo	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	IT	Senior	12/12/2008	12/12/2011	Cupón anual 4.60%
Veneto Banca	_/_/BBB+/A-	_/_/BBB+/A-	IT	Senior	03/12/2008	03/12/2010	Cupón semestral EUR 6M+133pb
Banco Spirito Santo	Aa1/AA+/AA	Aa2/A+/AA	PO	Senior	19/01/2009	19/01/2012	Cupón anual 3.75%
BNP Paribas	Aa1/AA+/AA	Aa1/AA+/AA	FR	Senior	16/12/2008	16/12/2013	Cupón anual 5%
Deutsche Bank AG	Aa1/A+/AA-	Aa1/A+/AA-	GE	Senior	16/02/2009	16/02/2017	Cupón anual 5.12%
Societe Generale	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	FR	Senior	15/04/2009	15/04/2012	Cupón anual 5.20%
HSBC	Aa3/AA/AA	Aa3/AA/AA	FR	Senior	15/01/2009	15/01/2014	Cupón anual 4.88%
Barclays	Aa3/AA-/A-	Aa3/AA-/A-	GB	Senior	27/05/2009	27/05/2014	Cupón anual 5.25%
Danske Bank	Aa3/A+/A+	Aa3/A+/A+	DE	Senior	04/06/2009	04/06/2014	Cupón anual 4.47%
Natixis	Aa3/A+/A+	Aa3/A+/A+	FR	Senior	15/12/2008	15/12/2009	Cupón trimestral EUR 3M + 60pb
Commerzbank	Aa3/A/A	Aa3/A/A	GE	Senior	06/02/2009	06/02/2014	Cupón anual 5%
Monte dei Paschi di Siena	Aa3/A/A	Aa3/A/A	IT	Senior	30/04/2009	30/04/2014	Cupón anual 4.75%
Unicredit	Aa3/_/A+	Aa3/A+/A+e	IT	Senior	14/01/2009	14/01/2014	Cupón anual 5.25%
WestLB AG	A2/BBB+/A-	A2/BBB+/A-	DE	Senior	03/09/2009	03/09/2012	Cupón anual 3.5%
Lloyds TSB Bank PLC	Aa3/A+/AA-	Aa3/A+/AA-	GB	Senior	03/09/2009	03/09/2012	Cupón anual 5.375%
Societe Generale	Aa2/A+/A+	A1/BBB+/_	FR	Preferente	04/09/2009	Perpetuo	10 años 9.375%, EUR+890pb, cancelable 10º año
Deutsche Bank AG	Aa1/A+/AA-	Aa3/BBB+/A+	US	Preferente	04/09/2009	Perpetuo	Cupón anual 9.5%
Banque Populaire	Aa3/A+/A+	A2/BBB+/_	FR	Preferente	22/10/2009	Perpetuo	Cupón anual 9.25%
Credit Agricole	Aa1/AA-/AA-	Aa3/A-/A+	FR	Preferente	26/10/2009	Perpetuo	7.875% anual 26/10/2019. EUR3M+642.4pb a vto.
Deutsche Bank AG	Aa1/A+/AA-	Aa1e/A+e/AA-e	GE	Subordinada	13/03/2009	13/03/2019	Cupón anual 6% y cancelable 5º año
Credit Agricole	Aa1/AA-/AA-	Aa2e/A+/A+e	FR	Subordinada	08/04/2009	08/04/2019	Cupón anual 6.40%
Rabobank	Aaa/AAA/AA+	Aa1/AA+/_	NE	Subordinada	20/05/2009	20/05/2019	Cupón anual 5.875%
HSBC	Aa1/AA/_	A1/A+/_	FR	Subordinada	10/06/2009	10/06/2019	Cupón anual 6%
Credit Agricole	Aa1/AA-/AA-	Aa2/A+/A+	FR	Subordinada	11/06/2009	11/06/2019	Cupón anual 5.375%
Aust & NZ Banking Group	Aa1/AA/AA-	Aa2/AA-/AA-	AU	Subordinada	10/09/2009	10/09/2019	Cupón anual 5.125%
Intesa Sanpaolo SpA	Aa2/AA-/AA-	Aa3/A+/A+	IT	Subordinada	23/09/2009	23/09/2019	Cupón anual 5%

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

Tabla 6
Emisiones sectores no financieros

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	País	Sector	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Descripción
Toyota Motor	_/AA Ae/_	_/AA Ae/_	NE	Automóvil	Senior	02/02/2009	02/02/2010	Cupón flotante trimestral EUR 3M + 80pb
Reseau Ferre de Frace	Aaa/AAA/AAA	Aaa/AAA/AAA	FR	Transporte	Senior	30/01/2009	30/01/2024	Cupón fijo anual 4.5% pagadero anual
E.ON	_/A/_	_/A/_	NE	Eléctrico	Senior	03/04/2009	03/04/2012	Cupón flotante trimestral EUR 3M + 112pb
Groupe Auchan	_/A/_	_/A/_	FR	Alimentación	Senior	15/04/2009	15/04/2019	Cupón fijo anual 6% pagadero anual
EDP	A2/A-/A	A2/A-/A	NE	Eléctrico	Senior	18/02/2009	18/02/2014	Cupón fijo anual 5.5% pagadero anual
Suez Environnement	A3/_/_	A3/_/_	FR	Bebidas	Senior	08/04/2009	08/04/2019	Cupón fijo anual 6.25% pagadero anual
Telefonica	Baa1/A-/A-e	Baa1/A-/A-e	SP	Telecomunicaciones	Senior	01/04/2009	01/04/2016	Cupón fijo anual 5.5% pagadero anual
Accor	BBB/BBB/_	BBB/BBB/_	FR	Hotelería	Senior	04/02/2009	04/02/2014	Cupón fijo anual 7.5% pagadero anual
Iberdrola	A3/A-/A-	A3/A-/A-	SP	Eléctrico	Senior	04/06/2009	04/06/2019	Cupón fijo anual 5.5% pagadero anual

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

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

Como puede observarse en la tabla 3, la emisión que incorpora un menor riesgo es la emitida por el gobierno español. Dicha emisión debe tomarse como punto de referencia para evaluar cualquier nueva emisión. Puesto que la emisión soberana posee la máxima calificación crediticia, huelga decir que la rentabilidad asociada a la emisión de cualquier entidad financiera española debe estar por encima de ésta.

Asimismo, entre las últimas emisiones del mercado doméstico se encuentran un conjunto de emisiones que por su nivel de riesgo son también de obligatoria referencia para valorar la emisión de Caixanova. Nos referimos a las emisiones de deuda subordinada de Caja Duero, Bancaja, Cajastur, Sa Nostra, Caja Burgos, Caixa Penedés, Caixa Terrassa, Caja Navarra, Caja Madrid, Caixa Sabadell, Bankinter, La Caja de Canarias y Banco Gallego. Aunque con un rango de importancia inferior a las anteriores constituyen también emisiones de referencia las siguientes participaciones preferentes: Caja Murcia, Caja Duero, Caja España, Banco Pastor, Caixa Galicia, Caixanova, Caja Canarias, Caja Madrid, La Caixa, Santander, Banesto, BBVA, Caja Cantabria, Banco Sabadell, Banco Popular, CAM, Caja Granada, La Caja de Canarias, Caixa Penedes, CajaSol, Caja Navarra, Caixa Laietana, Caixa Galicia y Banco Guipuzcoano.

Respecto al análisis del mercado europeo, se observa una heterogeneidad sustancial en cuanto a los niveles de primas implícitas de las distintas emisiones. No obstante, creemos que las siguientes emisiones senior constituyen una referencia al objeto del presente análisis: Banco Popolare, Societe Generale, WestLB AG y Lloyds TSB Bank. A su vez, las emisiones de deuda subordinada de HSBC, Credit Agricole y Rabobank y las recientes emisiones de participaciones preferentes destinadas al mercado mayorista de

Deutsche Bank, Societe Generale y Credit Agricole también son una referencia para el análisis de la emisión objeto de estudio.

Finalmente, en cuanto a las emisiones realizadas por sectores no financieros existe mucha diversidad en cuanto a calidad crediticia. Al efecto que nos ocupa, consideramos seleccionamos como referencia las emisiones de Toyota, Reseau Ferre de France, E.ON, Groupe Auchan, EDP Finance e Iberdrola.

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

4. Análisis de la emisión de Caixanova

4.1. Valoración de la emisión y de sus comparables

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

La valoración de la emisión a fecha a 26 de octubre de 2009 arroja un resultado de 285 pb (spread asset swap sobre Euribor 3 meses).

Tabla 7
Emisión de deuda subordinada de Caixanova

Emisor	Rating emisor (*)	Tipo Emisión	Fecha Valoración	Fecha Vto	Spread Implícito	Spread Floor	Spread Call
Caixanova	A3/A-	Subordinada	26/10/2009	10 años	285	0 pb	0 pb

(*) Moody's/Fitch

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

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

Habiendo valorado todas las emisiones comparables, los resultados se presentan en las siguientes tablas:

Tabla 8
Emisiones de deuda *senior* en el mercado doméstico

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Spread implícito
Gob Español	Aaa/AA+/AAA	Aaa/AA+/AAA	Senior	07/07/2009	31/10/2014	25 pb
Santander	Aa1/AA/AA	Aa1/AA/AA	Senior	21/04/2009	21/04/2011	150 pb
BBVA	Aa1/AA/AA-	Aa1/AA/AA-	Senior	23/01/2009	23/01/2014	177 pb
BBVA	Aa1/AA/AA-	Aa1/AA/AA-	Senior	03/06/2009	03/06/2022	120 pb
Banesto	Aa2/AA/AA	Aa2/AA/AA	Senior	08/05/2009	08/05/2012	180 pb
Caja Madrid	Aa3/A+/AA-	Aa3e/A+e/AA-e	Senior	28/01/2009	28/07/2010	125 pb
Caja Madrid	A1/A/A+	A1/A/A+	Senior	29/06/2009	29/06/2011	180 pb
Banco Sabadell	A2/A/A+	A2/A/A+	Senior	22/05/2009	22/05/2012	240 pb
La Caja de Canarias	Baa1/_/_	Baa1/_/_	Senior	11/08/2009	11/02/2012	169 pb
CAM	A3/_/A-	A3/_/A-	Senior	16/09/2009	16/09/2011	103 pb
BBVA	Aa2/AA/AA-	_/_/_	Senior	24/09/2009	24/09/2012	45 pb

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

Tabla 9
Emisiones de deuda subordinada en el mercado doméstico

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	Tipo Emisión	Fecha Admisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Spread implícito
La Caixa	Aa1/AA-/AA-	Aa2/A+/A+	Subordinada	19/01/2009	22/01/2009	28/02/2019	182 pb
Caja Madrid	A1/A/A+	A2/A-/A	Subordinada	13/07/2009	15/07/2009	15/07/2015	205 pb
Bankinter	A1/A/A+	A2/_/A-	Subordinada	04/09/2009	11/09/2009	11/09/2019	300 pb
Caja Duero	A2/_/_	A3/_/_	Subordinada	12/06/2009	30/06/2009	28/09/2019	430 pb
Caja Navarra	_/_/A	_/_/A-	Subordinada	21/05/2009	30/06/2009	30/06/2019	345 pb
Cajastur	_/_/A	_/_/A-	Subordinada	21/05/2009	16/06/2009	16/06/2019	336 pb
Caja de Burgos	A3/_/_	Baa1/_/_	Subordinada	29/04/2009	05/05/2009	05/05/2019	450 pb
Caixa Penedes	_/_/A-	_/_/BBB+	Subordinada	19/05/2009	29/06/2009	29/06/2019	482 pb
Caixa Sabadell	_/_/BBB+	_/_/BBB	Subordinada	19/05/2009	10/06/2009	10/06/2024	533 pb
Bancaja	A2/_/A-	A3/_/BBB+	Subordinada	03/04/2009	06/04/2009	06/07/2019	458 pb
Sa Nostra	_/_/BBB+	_/_/BBB	Subordinada	04/06/2009	30/06/2009	30/06/2019	520 pb
La Caja de Canarias	Baa1/_/_	Baa2/_/_	Subordinada	28/08/2009	02/09/2009	02/09/2019	425 pb
Caixa Terrasa	Baa2/_/BBB+	Baa3/_/BBB	Subordinada	15/07/2009	29/09/2009	29/09/2015	506 pb
Banco Gallego	_/_/_	_/_/_	Subordinada	09/10/2009	23/12/2009	23/12/2019	455 pb

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

Tabla 10
Emisiones de participaciones preferentes en el mercado doméstico

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	Tipo Emisión	Fecha Admisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Spread implícito
BBVA	Aa1/AA/AA-	Aa3/A+/A	Preferente	13/12/2008	30/12/2008	Perpetua	102 pb
Santander	Aa1/AA/AA	Aa3/A-/A+	Preferente	10/06/2009	30/06/2009	Perpetua	235 pb
Banesto	Aa2/AA/AA	A1/A-/A+	Preferente	29/05/2009	29/06/2009	Perpetua	284 pb
La Caixa	Aa1/AA-/AA-	Aa3/BBB+/A	Preferente	21/05/2009	29/06/2009	Perpetua	350 pb
Banco Popular	Aa2/AA-/AA	_/_/A/A+	Preferente	16/02/2009	30/03/2009	Perpetua	253 pb
Banco Sabadell	Aa3/A+/A+	A2/A-/A-	Preferente	06/07/2009	24/02/2009	Perpetua	290 pb
Caja Madrid	Aa3/A/A+	A2/BBB-/A-	Preferente	21/05/2009	01/07/2009	Perpetua	465 pb
Caja Murcia	_/_/A+	_/_/A-	Preferente	14/04/2009	02/04/2009	Perpetua	475 pb
Caja Duero	A2/_/_	Baa1/_/_	Preferente	24/03/2009	25/05/2009	Perpetua	725 pb
Banco Pastor	A2/_/_	Baa1/_/_	Preferente	23/03/2009	15/04/2009	Perpetua	537 pb
Caixanova	A1/_/_/A-	A3/_/_/BBB	Preferente	20/05/2009	17/06/2009	Perpetua	663 pb
CajaCanarias	_/_/_/A	_/_/_/BBB+	Preferente	14/05/2009	05/08/2009	Perpetua	585 pb
La Caja de Canarias	Baa1/_/_	Baa3/_/_	Preferente	29/06/2009	10/07/2009	Perpetua	705 pb
Caja Granada	_/_/_/BBB+	_/_/_/BB	Preferente	22/06/2009	14/08/2009	Perpetua	724 pb
CAM	A2/_/_/A-	_/_/_/BBB-	Preferente	12/06/2009	29/09/2009	Perpetua	606 pb
Caixa Galicia	A2/_/_/A	Baa1/_/_/BB	Preferente	17/05/2009	18/05/2009	Perpetua	544 pb
Caja España	A3/_/_/A-	Baa2/_/_/BBB	Preferente	16/04/2009	19/05/2009	Perpetua	698 pb
Caja Cantabria	A3/_/_	Baa2/_/_	Preferente	17/04/2009	10/06/2009	Perpetua	675 pb
Caixa Penedés	_/_/_/A-	_/_/_/BBB	Preferente	28/07/2009	30/09/2009	Perpetua	617 pb
CajaSol	_/_/_/A-	_/_/_/BBB	Preferente	31/07/2009	30/09/2009	Perpetua	615 pb
Caixa Galicia	A3/_/_/BBB+	Ba3/_/_/BB	Preferente	16/09/2009	15/10/2009	Perpetua	663 pb
Caixa Laietana	_/_/_/BBB	_/_/_/BB-	Preferente	07/08/2009	19/10/2009	Perpetua	833 pb
Caja Navarra	_/_/_/A	_/_/_/BBB+	Preferente	28/08/2009	29/10/2009	Perpetua	525 pb
Banco Guipuzcoano	Baa1/_/_/A-	Baa3/_/_/BBB	Preferente	24/09/2009	19/11/2009	Perpetua	625 pb

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

Tabla 11
Emisiones de deuda senior, subordinada y participaciones preferentes en el mercado europeo

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	País	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Spread implícito
Banco Espirito Santo	Aa1/AA+/AA	Aa2/A+/AA	PO	Senior	19/01/2009	19/01/2012	115 pb
BNP Paribas	Aa1/AA+/AA	Aa1/AA+/AA	FR	Senior	16/12/2008	16/12/2013	160 pb
Deutsche Bank	Aa1/A+/AA-	Aa1/A+/AA-	GE	Senior	16/02/2009	16/02/2017	175 pb
Societe Generale	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	FR	Senior	15/04/2009	15/04/2012	200 pb
Intesa SanPaolo	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	IT	Senior	12/12/2008	12/12/2011	123 pb
HSBC	Aa3/AA/AA	Aa3/AA/AA	FR	Senior	15/01/2009	15/01/2014	178 pb
Barclays	Aa3/AA-/_	Aa3/AA-/_	GB	Senior	27/05/2009	27/05/2014	270 pb
Danske Bank	Aa3/A+/A+	Aa3/A+/A+	DE	Senior	04/06/2009	04/06/2014	195 pb
Natixis	Aa3/A+/A+	Aa3/A+/A+	FR	Senior	15/12/2008	15/12/2009	60 pb
Commerzbank	Aa3/A/A	Aa3/A/A	GE	Senior	06/02/2009	06/02/2014	243 pb
Monte dei Paschi di Siena	Aa3/A/A	Aa3/A/A	IT	Senior	30/04/2009	30/04/2014	205 pb
Unicredit	Aa3/_/_/A+	Aa3/_/_/A+e	IT	Senior	14/01/2009	14/01/2014	212 pb
Veneto Banca	_/_/BBB+/A-	_/_/BBB+/A-	IT	Senior	03/12/2008	03/12/2010	128 pb
WestLB AG	A2/BBB+/A-	A2/BBB+/A-	DE	Senior	03/09/2009	03/09/2012	130 pb
Lloyds TSB Bank PLC	Aa3/A+/AA-	Aa3/A+/AA-	GB	Senior	03/09/2009	03/09/2012	195 pb
Societe Generale	Aa2/A+/A+	A1/BBB+/_	FR	Preferente	04/09/2009	Perpetuo	750 pb
Deutsche Bank AG	Aa1/A+/AA-	Aa3/BBB+/A+	US	Preferente	04/09/2009	Perpetuo	550 pb
Banque Paribas	Aa3/A+/A+	A2/BBB-/_	FR	Preferente	22/10/2009	Perpetuo	528 pb
Credit Agricole	Aa1/AA-/AA-	Aa3/A-/A+	FR	Preferente	26/10/2009	Perpetuo	568 pb
Deutsche Bank	Aa1/A+/AA-	Aa1e/A+/AA-e	GE	Subordinada	13/03/2009	13/03/2019	230 pb
Credit Agricole	Aa1/AA-/AA-	Aa2e/A+/A+e	FR	Subordinada	08/04/2009	08/04/2019	292 pb
Rabobank	Aaa/AAA/AA+	Aa1/AA+/_	NE	Subordinada	20/05/2009	20/05/2019	240 pb
HSBC	Aa1/AA/_	A1/A+/_	FR	Subordinada	10/06/2009	10/06/2019	245 pb
Credit Agricole	Aa1/AA-/AA-	Aa2/A+/A+	FR	Subordinada	11/06/2009	11/06/2019	220 pb
Aust & NZ Banking Grc	Aa1/AA/AA-	Aa2/AA-/AA-	AU	Subordinada	10/09/2009	10/09/2019	175 pb
Intesa Sanpaolo SpA	Aa2/AA-/AA-	Aa3/A+/A+	IT	Subordinada	23/09/2009	23/09/2019	155 pb

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

Tabla 12
Emisiones de deuda *senior* de sectores no financieros

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	País	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Spread implícito
Toyota Motor	_/AA Ae/_	_/AA Ae/_	NE	Senior	02/02/2009	02/02/2010	80 pb
Reseau Ferre de Frace	Aaa/AAA/AAA	Aaa/AAA/AAA	FR	Senior	30/01/2009	30/01/2024	69 pb
E.ON	_/A/_	_/A/_	NE	Senior	03/04/2009	03/04/2012	161 pb
Groupe Auchan	_/A/_	_/A/_	FR	Senior	15/04/2009	15/04/2019	250 pb
EDP	A2/A-/A	A2/A-/A	NE	Senior	18/02/2009	18/02/2014	273 pb
Suez Environnement	A3/_/_	A3/_/_	FR	Senior	08/04/2009	08/04/2019	270 pb
Telefonica	Baa1/A-/A-e	Baa1/A-/A-e	SP	Senior	01/04/2009	01/04/2016	250 pb
Accor	_/BBB/BBB	_/BBB/BBB	FR	Senior	04/02/2009	04/02/2014	430 pb
Iberdrola	A3/A-/A-	A3/A-/A-	SP	Senior	04/06/2009	04/06/2019	175 pb

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

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

A la hora de valorar la rentabilidad y el riesgo de las distintas emisiones se ha tomado como punto de referencia el fijado en el momento de emisión de cada una de ellas sin tener en cuenta los posteriores cambios en calidad crediticia o en rentabilidad que hayan podido producirse.

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

- La rentabilidad de la emisión de deuda española constituye un primer *floor*, 25 pb, superado por la emisión de Caixanova que paga 285 pb.
- Entre las emisiones de deuda senior se encuentran las de Caja Madrid y La Caja de Canarias, y las más recientes de la CAM y BBVA con spreads de 180, 169, 103 y 45 pb, respectivamente. El *floor* que suponen dichas emisiones es superado por la emisión de deuda subordinada objeto de estudio.
- Entre las emisiones de deuda subordinada realizadas a lo largo del año se encuentran las de Bancaja, Caja Burgos, Caixa Sabadell, Caixa Penedes, Caja Navarra, Cajastur, Sa Nostra, Caixa Terrassa, Caja Duero, Caja Madrid, Bankinter, La Caja de Canarias y Banco Gallego. A título informativo sus primas implícitas se han establecido en 458, 450, 533, 482, 345, 336, 520, 506, 430, 205, 300, 425 y 455 pb, respectivamente. Para el propósito del análisis que nos ocupa, las emisiones de referencia fundamentales son las siguientes: La Caja de Canarias, Banco Gallego y Bankinter. La rentabilidad que paga la emisión de Caixanova es inferior a las recientes emisiones de La Caja de Canarias y Banco Gallego. Este hecho es consistente con los mayores niveles de riesgo de estas últimas. La rentabilidad de la emisión de Caixanova es similar o algo inferior a la de Bankinter, factor que queda justificado por la mejora de los

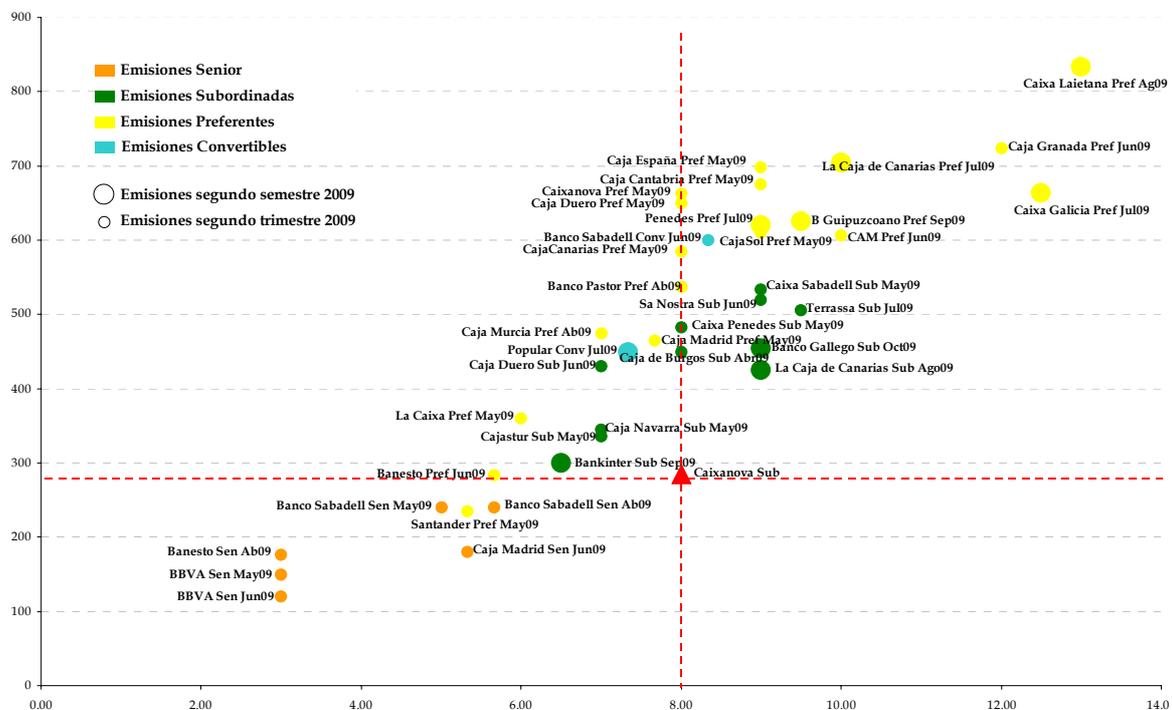
principales indicadores de riesgo de crédito de las entidades financieras en los dos últimos meses.

- Entre las emisiones de participaciones preferentes del primer semestre de este año se encuentran las emisiones de Banco Popular y la de Banco Sabadell con primas implícitas de 253 y 290 pb, respectivamente.
- Las emisiones de participaciones preferentes, aprobadas en los primeros meses del 2009, de Caja Murcia, Banco Pastor y Caixa Galicia, tienen primas implícitas de 475, 537 y 544 pb, respectivamente. La nueva emisión de Caixanova paga una rentabilidad inferior a todas ellas como era de esperar dado su menor riesgo asociado.
- Entre las emisiones preferentes más recientes se encuentran las emisiones de Caja España, Caja Cantabria, Caixanova, Caja Duero, CAM, CajaCanarias, CajaSol, Caixa Penedes, Caja Navarra, Caja Granada, La Caja de Canarias, Caixa Laietana, Banco Guipuzcoano y Caixa Galicia. A título informativo sus primas implícitas en el momento de la emisión se situaron en 698, 675, 663, 725, 606, 585, 615, 617, 525, 724, 705, 833, 625 y 663 pb, respectivamente. Todas ellas presentan un nivel de riesgo superior a la de Caixanova y pagan, por tanto, primas superiores en consonancia con su riesgo asociado.
- Entre el resto de emisiones preferentes más recientes, se encuentran las de Caja Madrid y La Caixa con primas implícitas de 465 y 350 pb, respectivamente. Dado el nivel de riesgo de la emisión de Caixanova respecto a dichas emisiones, su rentabilidad, 285 pb, es inferior a ambas.
- En el marco de las emisiones europeas senior, las emisiones de Banco Popolare, Societe Generale, WestLB AG y Lloyds TSB Bank pagan rentabilidades implícitas de 165, 83, 130 y 195 pb, respectivamente. El spread pagado por la emisión de Caixanova es superior a todas ellas en línea con lo esperado dado el mayor riesgo de su emisión.
- En el caso de las emisiones subordinadas de HSBC, Credit Agricole, Rabobank, Deutsche Bank, Aust & NZ e Intesa SanPaolo se observa que dichas emisiones tienen mejor calidad crediticia que la emisión de deuda subordinada de Caixanova y por tanto se le exige a esta última una rentabilidad superior.
- Las recientes emisiones de participaciones preferentes europeas de Deutsche Bank, Societe Generale y Banque Populaire pagan rentabilidades mayores que la emisión de Caixanova.

- Entre las emisiones senior correspondientes a sectores no financieros que se han tomado como marco de referencia se encuentran las emisiones de Toyota, Reseau Ferre, E.ON, Groupe Auchan y EDP que se encuentran en niveles de rentabilidad inferiores (80, 69, 161, 250 y 273 pb, respectivamente) con calidades crediticias superiores a la de Caixanova. El floor que representan estas emisiones es superado por la emisión objeto de estudio.
- En cuanto al resto de emisiones del sector no financiero se observa que las emisiones de Iberdrola, Telefónica, Suez y Accor pagan rentabilidades de 175, 250, 270, y 430 pb, respectivamente. Todas ellas presentan perfiles de riesgo sensiblemente mejores a la de la emisión analizada. Los spreads pagados por todas ellas son inferiores al pagado por la de Caixanova, a excepción de Accor.

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

Gráfico 5
Mapa Rentabilidad-Riesgo



El análisis del gráfico, además de ratificar lo expuesto en los puntos anteriores, permite analizar si la emisión de Caixanova se encuentra dentro de la región de elección razonable, entendiendo por ésta aquella en la que no existe una emisión alternativa que, *i)* para el mismo nivel de riesgo proporcione una rentabilidad superior y, *ii)* para el mismo nivel de rentabilidad el riesgo asociado a la misma sea menor.

Se observa que las emisiones de deuda subordinada emitidas antes del verano de Sa Nostra y Caixa Terrassa pagan rentabilidades superiores para niveles de riesgo también superiores. Por otro lado, en los dos últimos meses de septiembre y octubre La Caja de Canarias, Bankinter y Banco Gallego han emitido deuda subordinada. La emisión de Bankinter de principios de septiembre paga una rentabilidad ligeramente superior a la de Caixanova para un riesgo asociado menor. Las emisiones recientes de las dos cajas pagan rentabilidades superiores para niveles de riesgo asociados también superiores. De este modo, considerando la mejora de los mercados financieros y la consiguiente corrección que se ha producido en los niveles de crédito de la deuda subordinada en los dos últimos meses, como se observa en el análisis de los CDS, y teniendo en cuenta como punto de comparación más reciente las emisiones de deuda de La Caja de Canarias, Bankinter y Banco Gallego, se concluye que **la emisión de Caixanova se encuentra dentro de la región de elección razonable**. Este hecho nos lleva a concluir que la emisión de Caixanova paga una rentabilidad que compensa el riesgo asociado a la misma y, por tanto, se encuentra dentro del rango razonable de mercado.

5. Conclusiones

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

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

El presente trabajo se ha desarrollado en el periodo comprendido entre el 14 de octubre y el 27 de octubre de 2009. La validez de sus resultados y conclusiones está circunscrita estrictamente a la información de mercado y a las emisiones existentes hasta el 26 de octubre de 2009.

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

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

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

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

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

Anexo 1. Metodologías de valoración

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

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

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

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

Valoración de instrumentos de renta fija sin opcionalidad

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

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

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

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

Valoración de títulos con opcionalidad simple

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

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

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

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

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

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

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

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

estocástico para el tipo de interés a corto plazo. Dicho árbol permite calcular los pagos contingentes en cada nodo y valorar, en su caso, la opción calculando el valor esperado de los mismos.

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

Estimación de la Curva Cupón Cero

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

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

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

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

El método que se sigue en IM Valora Consulting se encuadra dentro aquellos que estiman la función de descuento y se puede describir del siguiente modo.

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

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

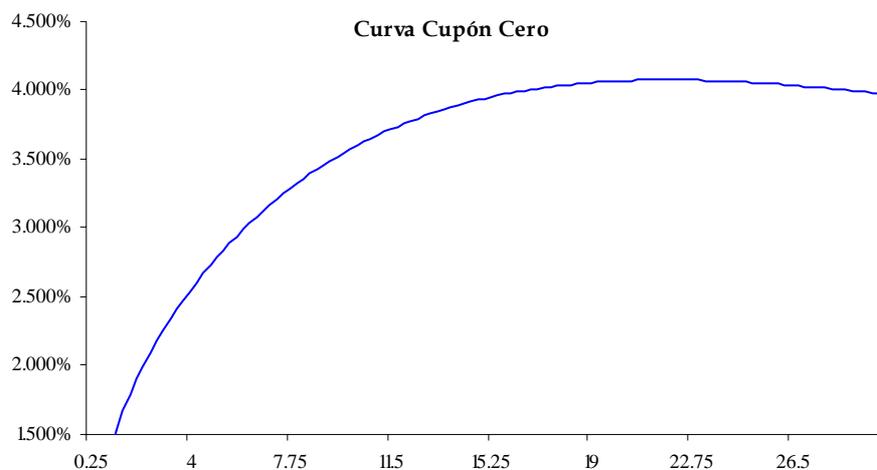
Anexo 2. Inputs de valoración

Fecha Valor: 26 de octubre de 2009.

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

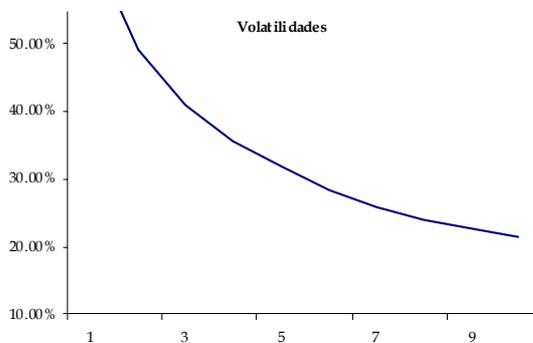
Money Market		Tipos Swap	
O/N	0.279%	2Y	1.856%
1W	0.324%	3Y	2.269%
1M	0.393%	4Y	2.563%
2M	0.534%	5Y	2.798%
3M	0.695%	6Y	3.001%
4M	0.796%	7Y	3.172%
5M	0.889%	8Y	3.308%
6M	1.011%	9Y	3.422%
9M	1.150%	10Y	3.533%
12M	1.241%	12Y	3.690%
		15Y	3.894%
		20Y	4.021%
		25Y	4.018%
		30Y	3.949%
		40Y	3.808%
		50Y	3.748%

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



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

Plazo	Tipo ATM	Volatilidad
1	1.1180	64.70%
2	1.8560	49.10%
3	2.2690	41.10%
4	2.5630	35.70%
5	2.7980	31.80%
6	3.0010	28.40%
7	3.1720	25.90%
8	3.3080	24.10%
9	3.4220	22.60%
10	3.5230	21.40%



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

a	Sigma
0.38393	0.01785

Anexo 3. Emisiones recientes en el mercado español y europeo

Emisor	Gob Español	La Caixa	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	Banesto	Santander	Banesto	La Caixa
Rating emisor (*)	Aaa/AA+/AAA	Aa1/AA-/AA-	Aa1/AA-/AA-	Aa1/AA-/AA-	Aa1/AA-/AA-	Aa1/AA-/AA-	Aa2/AA/AA	Aa1/AA/AA	Aa2/AA/AA	Aa1/AA-/AA-
Tipo Emisión	Senior	Senior Garantizado	Senior	Senior	Subordinada	Preferente	Senior	Preferente	Preferente	Preferente
Fecha Emisión	10/02/2009	03/02/2009	23/01/2009	03/06/2009	04/07/2008	30/12/2008	08/05/2009	30/06/2009	29/06/2009	29/06/2009
Fecha Vencimiento	30/07/2029	03/02/2012	23/01/2014	03/06/2022	04/07/2023	Perpetua	08/05/2012	Perpetua	Perpetua	Perpetua
Frec pago	anual	anual	anual	trimestral	anual	trimestral	anual	anual	trimestral	anual
Cupón fijo anual	4.60%	3.38%	4.88%	-	6.20%	6.50%	4.00%	5.75%/4.75%	6%/5%	5.87%
Duración cupón fijo	vencimiento	vencimiento	vencimiento	-	vencimiento	2 años	vencimiento	1 año/2 años	-	30/06/2011
Cupón vble	-	-	-	EUR 3M	-	EUR 3M	-	EUR 3M	EUR 3M	EUR 3M
Margen	-	-	-	120 pb	-	0 pb	-	220 pb	230 pb	350 pb
Fecha	-	-	-	vencimiento	-	vencimiento	-	vencimiento	vencimiento	vencimiento
Cancelación	-	-	-	-	-	5º año	-	5º año	5º año	5º año
Floor	-	-	-	-	-	3.50%	-	-	4.00%	-
Duración floor	-	-	-	-	-	vencimiento	-	-	vencimiento	-
Cap	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Duración cap	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Spread implícito	90 pb	80 pb	177 pb	120 pb	110 pb	102 pb	180 pb	235 pb	284 pb	350 pb

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

Emisor	Banco Popular	Caja Madrid	Banco Sabadell	Caja Madrid	La Caixa	Caja Madrid	Caja Murcia	Caja Murcia	Caja Duero	Caja Duero
Rating emisor (*)	Aa2/AA-/AA	Aa3/A+/AA-	Aa3/A+/A+	Aa3/A+/A+	Aa1/AA-/AA-	A1/A/A+	-/-/A+	-/-/A+	A2/-/-	A2/-/-
Tipo Emisión	Preferente	Senior	Preferente	Preferente	Subordinada	Senior	Subordinada	Preferente	Subordinada	Subordinada
Fecha Emisión	30/03/2009	28/01/2009	24/02/2009	01/07/2009	22/01/2009	29/06/2009	22/12/2008	15/04/2009	19/12/2008	30/06/2009
Fecha Vencimiento	Perpetua	28/07/2010	Perpetua	Perpetua	28/02/2019	29/06/2011	30/12/2018	Perpetua	19/12/2018	28/09/2019
Frec pago	trimestral	anual	trimestral	trimestral	trimestral	anual	trimestral	trimestral	trimestral	trimestral
Cupón fijo anual	6.75%	3.65%	6.50%	7.00%	6.00%	3.63%	3.10%	-	-	-
Duración cupón fijo	5 años	vencimiento	2 años	07/07/2014	1 año	vencimiento	30/12/2013	-	-	-
Cupón vble	EUR 3M	-	EUR 3M	EUR 3M	EUR 3M	-	EUR 6M	EUR 3M	EUR 3M	EUR 3M
Margen	150 pb	-	250 pb	475 pb	200 pb	-	275 pb/350 pb	445 pb	400 pb	410 pb
Fecha	vencimiento	-	vencimiento	vencimiento	vencimiento	-	30/12/2013-vto	vencimiento	vencimiento	28/09/2014-vto
Cancelación	5º año	-	5º año	07/07/2014	5º año	-	30/12/2013	5º año	19/12/2013	28/09/2014
Floor	4.00%	-	4.50%	-	4.00%	-	-	5.50%	-	-
Duración floor	vencimiento	-	vencimiento	-	vencimiento	-	-	vencimiento	-	-
Cap	-	-	-	-	6.50%	-	-	-	-	-
Duración cap	-	-	-	-	vencimiento	-	-	-	-	-
Spread implícito	253 pb	125 pb	290 pb	465 pb	182 pb	180 pb	298 pb	475 pb	400 pb	430 pb

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

Emisor	Caja Duero	Banco Pastor	Caixa Catalunya	Caixanova	Caja Navarra	Cajastur	Caja Canarias	Caja de Burgos	Caixa Penedes	Caixa Sabadell
Rating emisor (*)	A2/-/-	A2/-/-	A2/-/A	A1/-/A-	-/-/A	-/-/A	-/-/A	A3/-/-	-/-/A-	-/-/BBB+
Tipo Emisión	Preferente	Preferente	Subordinada	Preferente	Subordinada	Subordinada	Preferente	Subordinada	Subordinada	Subordinada
Fecha Emisión	25/05/2009	02/04/2009	28/10/2008	17/06/2009	30/06/2009	16/06/2009	05/08/2009	05/05/2009	29/06/2009	10/06/2009
Fecha Vencimiento	Perpetua	Perpetua	18/12/2018	Perpetua	30/06/2019	16/06/2019	Perpetua	05/05/2019	29/06/2019	10/06/2024
Frec pago	trimestral	trimestral	trimestral	trimestral	anual	anual	anual	anual	anual	anual
Cupón fijo anual	-	7.25%	7.00%	-	6.25%	5.00%	7.00%	6.21%	6.50%	7.50%
Duración cupón fijo	-	3 años	18/12/2009	-	2 años	1 año	2 años	31/03/2010	1 año	2 años
Cupón vble	EUR 3M	EUR 3M	EUR 3M	EUR 3M	EUR 3M	EUR 3M	EUR 3M	EUR 9M/EUR 6M	EUR 3M	EUR 3M
Margen	725 pb	460 pb	200 pb/275 pb	635 pb	300 pb/350 pb	280 pb/355 pb	585 pb	450 pb	425 pb/500 pb	525 pb/600 pb
Fecha	vencimiento	vencimiento	18/12/2013-vto	vencimiento	3 años-vto	4 años-vto	vencimiento	31/12/2010-vto	4 años-vto	3 años-vto
Cancelación	5º año	5º año	dic-13	5º año	5º año	5º año	-	5º año	5º año	10º año
Floor	-	6.80%	4.00%	7.40%	4.00%	4.80%	6.00%	-	5.00%	-
Duración floor	-	vencimiento	vencimiento	vencimiento	vencimiento	5 años	vencimiento	-	vencimiento	-
Cap	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Duración cap	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Spread implícito	725 pb	537 pb	280 pb	663 pb	345 pb	336 pb	585 pb	450 pb	482 pb	533 pb

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

Emisor	CAM	Caixa Galicia	Caja España	Caja Cantabria	Bancaja	Sa Nostra	Caja Granada	La Caja de Canarias
Rating emisor (*)	A2/-/A-	A2/-/BBB+	A3/-/A-	A3/-/-	A2/-/A-	-/-/BBB+	-/-/BBB+	Baa1/-/-
Tipo Emisión	Preferente	Preferente	Preferente	Preferente	Subordinada	Subordinada	Preferente	Preferente
Fecha Emisión	29/09/2009	18/05/2009	19/05/2009	28/05/2009	06/04/2009	30/06/2009	14/08/2009	10/07/2009
Fecha Vencimiento	Perpetua	Perpetua	Perpetua	Perpetua	06/07/2019	30/06/2019	Perpetua	Perpetua
Frec pago	trimestral	trimestral	trimestral	trimestral	mensual	anual	anual	anual
Cupón fijo anual	7.35%	7.50%	8.25%	-	7.25%	6.00%	8.50%	8.00%
Duración cupón fijo	2 años	3 años	4 años	-	2 años	1 año	14/08/2011	1 año
Cupón vble	EUR 3M	EUR 3M	EUR 3M	EUR 3M	EUR 3M	EUR 3M	EUR 3M	EUR 3M
Margen	590 pb	515 pb	725 pb	675 pb	390 pb/465 pb	500 pb/575 pb	600 pb	715 pb
Fecha	vencimiento	vencimiento	vencimiento	vencimiento	5 años-vto	3 años-vto	vencimiento	vencimiento
Cancelación	-	5º año	5º año	5º año	06/07/2014	5º año	5º año	5º año
Floor	6.80%	6.15%	-	-	-	-	-	-
Duración floor	vencimiento	6 años	-	-	-	-	-	-
Cap	-	-	-	-	-	-	-	-
Duración cap	-	-	-	-	-	-	-	-
Spread implícito	606 pb	544 pb	698 pb	675 pb	458 pb	520 pb	724 pb	705 pb

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

Emisor	Caixa Penedes	CajaSol
Rating emisor (*)	_/_/A-	_/_/A-
Rating emisión (*)	_/_/BBB	_/_/BBB
Tipo Emisión	Preferente	Preferente
Fecha Emisión	30/09/2009	30/09/2009
Fecha Vencimiento	Perpetua	Perpetua
Frec pago	trimestral	trimestral
Cupón fijo anual	7.25%	7.25%
Duración cupón fijo	1 año	2 años
Cupón vble	EUR 3M	EUR 3M
Margen	595	610
Fecha vencimiento	vencimiento	vencimiento
Cancelación	5º año	5º año
Floor	7%	7%
Duración floor	vencimiento	vencimiento
Cap	-	-
Duración cap	-	-
Spread implícito	617 pb	615 pb

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

Emisor	B. Espirito Santo	Deutsche Bank	Deutsche Bank	Credit Agricole	Credit Suisse	Intesa SanPaolo	Societe Generale	Societe Generale	HSBC
Rating emisor (*)	Aa1/AA+/AA	Aa1/A+/AA-	Aa1/A+/AA-	Aa1/AA-/AA-	Aa1/A+/AA-	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	Aa3/AA/AA
Rating emisión (*)	A1/_/_	_/_AA-e/AA-e	Aa1e/A+e/AA-e	Aa2e/A+/A+e	Aa1/A+/AA-	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	Aa3/AA/AA
País	PO	GE	GE	FR	SZ	IT	FR	FR	FR
Tipo Emisión	Subordinada	Senior	Subordinada	Subordinada	Senior	Senior	Senior	Senior	Senior
Fecha Emisión	11/12/2008	30/12/2008	13/03/2009	08/04/2009	16/12/2008	12/12/2008	19/12/2008	15/04/2009	15/01/2009
Fecha Vencimiento	11/12/2018	30/12/2013	13/03/2019	08/04/2019	16/05/2014	12/12/2011	16/12/2013	15/04/2012	15/01/2014
Frec pago	trimestral	anual	anual	anual	anual	anual	anual	anual	anual
Cupón fijo anual	-	4.25%	6.00%	6.40%	6.13%	4.60%	5.13%	5.20%	4.88%
Duración cupón fijo	-	vencimiento	vencimiento	vencimiento	vencimiento	vencimiento	vencimiento	vencimiento	vencimiento
Cupón vble	EUR 3M	-	-	-	-	-	-	-	-
Margen	100 pb	-	-	-	-	-	-	-	-
Fecha	vencimiento	-	-	-	-	-	-	-	-
Cancelación	5º año	-	5º año	-	-	-	-	-	-
Floor	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Duración floor	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Spread implícito	97 pb	104 pb	230 pb	292 pb	249 pb	123 pb	175 pb	200 pb	178 pb

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

Emisor	DZ Bank	Unicredit	Veneto Banca	Monte dei Paschi di Siena	BCP	CIE Financiere du Cred	Barclays Bank Plc	Banque Fed Cred Mutuel
Rating emisor (*)	Aa3/A+/A+	Aa3/_/A+	_/_BBB+/A-	Aa3/A/A	Aa3/A/A+	_/_A+/_	Aa3/AA/_	Aa3/A+/AA-
Rating emisión (*)	Aa3/_/A+	Aa3/A+/A+e	_/_BBB+/A-	Aa3e/Ae/Ae	Aa3e/Ae/A+e	_/_A+/_	Aa3e/AA-e/_	Aa3/A+e/AA-
País	GE	IT	IT	IT	PO	FR	EN	FR
Tipo Emisión	Senior	Senior	Senior	Senior	Senior	Senior	Senior	Senior
Fecha Emisión	01/12/2008	14/01/2009	03/12/2008	30/04/2009	23/04/2009	22/04/2009	22/04/2009	22/04/2009
Fecha Vencimiento	01/12/2011	14/01/2014	03/12/2010	30/04/2014	23/04/2014	22/04/2014	25/10/2010	25/10/2010
Frec pago	anual	anual	semestral	Anual	Anual	Anual	Trimestral	Trimestral
Cupón fijo anual	4.25%	5.25%	-	4.75%	5.63%	5.38%	-	-
Duración cupón fijo	vencimiento	vencimiento	-	Vencimiento	Vencimiento	Vencimiento	-	-
Cupón vble	-	-	EUR 6M	-	-	-	EUR 3M	EUR 3M
Margen	-	-	133 pb	-	-	-	145 pb	125 pb
Fecha	-	-	vencimiento	-	-	-	-	-
Cancelación	-	-	-	-	-	-	-	-
Floor	-	-	-	-	-	-	-	-
Duración floor	-	-	-	-	-	-	-	-
Spread implícito	105 pb	212 pb	128 pb	205 pb	295 pb	255 pb	145 pb	125 pb

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

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

Octubre de 2009

Informe para



Afi

c/ Españolto, 19
28010 Madrid
Tlf.: 34-91-520 01 00
Fax: 34-91-520 01 43
e-mail: afi@afi.es
www.afi.es

Índice

1. Introducción.....	3
2. Descripción, análisis del producto y valoración.....	4
2.1. Estructura de flujos y condiciones del instrumento.....	4
2.1.1 Opción de amortización anticipada.....	6
2.2. Modelo e inputs de valoración.....	6
2.2.1 Modelo de cálculo de spread implícito.....	6
2.2.2 Inputs de valoración.....	6
Curva de tipos de interés.....	7
Parámetros HW.....	7
2.3. Valoración: Spreads implícitos.....	8
3. Condiciones vigentes en mercados mayoristas.....	9
3.1. Emisiones recientes en mercados.....	9
3.1.1 Emisiones con similar orden de prelación.....	9
3.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación.....	10
3.2. Niveles indicativos de cotizaciones en mercado secundario.....	12
3.2.1 Generación de curvas de spread por rating para deuda subordinada.....	16
3.2.2 Emisiones recientes de deuda subordinada en el mercado mayorista: niveles actuales en mercado secundario.....	19
3.2.3 Determinación del rango razonable para la emisión objeto de este informe.....	19
4. Conclusiones.....	21
5. Disclaimer.....	22

1. Introducción

El **objetivo** del presente informe es reflejar la opinión de Afi acerca de si las condiciones de una emisión de obligaciones subordinadas (Lower Tier II) de Caixanova destinada a la red minorista son equiparables a las que debería tener, para colocarse adecuadamente, una emisión similar lanzada en los mercados mayoristas.

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

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

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

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

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

2. Descripción, análisis del producto y valoración

2.1. Estructura de flujos y condiciones del instrumento

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

- **Emisor:** Caja de Ahorros de Vigo, Ourense y Pontevedra (Caixanova)
- **Garante:** Caja de Ahorros de Vigo, Ourense y Pontevedra (Caixanova)
- **Naturaleza de los valores:** Bonos subordinados
- **Precio de emisión:** a la par
- **Desembolso de los valores:** XX de XXXX de 2009
- **Forma de representación:** anotaciones en cuenta en IBERCLEAR
- **Retribución:** no acumulativa, en función al siguiente esquema:
 - Durante el primer año un tipo fijo anual del 4%.
 - Desde el segundo hasta el quinto año (inclusive ambos), EURIBOR a 3 meses más un margen del 2,80%.
 - Desde el sexto año hasta vencimiento, EURIBOR a 3 meses más un margen del 2,90%.
 - La retribución tanto en el período de retribución a tipo fijo como variable, será pagadera con carácter trimestral durante toda la vida de la emisión, por trimestres vencidos (calculados en base Act/365).
- **Amortización anticipada:** podrán amortizarse total o parcialmente a voluntad del emisor con autorización previa del Banco de España, a partir del vencimiento del quinto año (inclusive) desde la fecha de desembolso, coincidiendo con cada pago de retribución trimestral, reembolsando a su titular el valor nominal y la parte correspondiente de las retribuciones que, en su caso, le hubieren correspondido respecto del período corriente de retribución.
- **Colectivo de inversores a los que se ofrecen los valores:** La Emisión va dirigida a todo tipo de inversores que cumplan con los perfiles y requisitos exigidos por los mecanismos y procedimientos internos establecidos por las Entidades Colocadoras en virtud de la normativa MIFID para la adquisición de este tipo de producto y será colocada a través de la red de oficinas de la Entidad Colocadora.
- **Vencimiento:** a los diez años
- **Cotización:** mercado AIAF de renta fija.

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

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

- El primer año, 4,00% fijo anual pagadero trimestralmente.

A vencimiento de cada trimestre durante el primer año desde la fecha de inicio de la emisión (bajo la convención del día hábil especificada), la nota pagara un cupón del 4,00%. Esto es:

$$\text{Cupon} = \text{Nominal} \cdot 4,00\% \cdot \text{Fraccion_año}$$

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años
- Del 2º al 5º año *Euribor-3M + spread*, pagadero trimestralmente Es decir:

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

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Euribor3M*: tipo Euribor a tres meses fijado dos días antes del inicio de cada periodo trimestral.
- *Spread*: Spread adicional sobre Euribor tres meses (280 p.b.)
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años de cada periodo trimestral
- Del 6º año a vencimiento *Euribor-3M + spread + step up*, pagadero trimestralmente. Es decir:

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

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Euribor3M*: Tipo Euribor a tres meses fijado dos días antes del inicio de cada periodo trimestral.
- *Spread*: Spread sobre Euribor a tres meses de 280 pb.
- *Step_up*: incremento del spread sobre Euribor a tres meses en 10 pb

2.1.1 Opción de amortización anticipada

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

Bajo el supuesto de ausencia de oportunidad de arbitraje, y basándonos únicamente en criterios cuantitativos, el emisor ejercerá la opción en cada una de las distintas fechas de posible ejercicio, dependiendo del valor en ese momento de la expectativa de los flujos futuros. Así, si ésta expectativa es mayor que el coste de recompra (la par), el emisor ejercerá la opción, y no la ejercerá en caso contrario.

2.2. Modelo e inputs de valoración

2.2.1 Modelo de cálculo de spread implícito

El objetivo que se plantea es encontrar el spread implícito en la emisión, esto es, el spread con el que se consigue que la valoración de la nota coincida con el precio de la emisión (la par en este caso)¹.

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

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

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

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

2.2.2 Inputs de valoración

La fecha valor a la que se realizan los cálculos es el 15 de octubre de 2009, utilizando los datos de cierre de la curva de tipos IRS y los precios de los swaptions empleados para el calibrado del modelo. Estos datos se muestran a continuación:

¹ No se trata del cálculo del asset swap spread ni de otras medidas que en mercado se utilizan para diferentes fines, aunque en muchos casos resulten niveles parecidos. En el caso del asset swap spread se calcula exclusivamente una cobertura mediante un swap del riesgo de tipo de interés del bono (pero dejando sin cubrir el riesgo de crédito).

Curva de tipos de interés

Depo/Swap	Plazo	Tipo
Depósito	O/N	0.2700
Depósito	1E	0.3100
Depósito	2W	0.3150
Depósito	3W	0.3950
Depósito	1M	0.4250
Depósito	2M	0.4350
Depósito	3M	0.5850
Depósito	4M	0.7350
Depósito	5M	0.8250
Depósito	6M	0.9750
Depósito	7M	1.0000
Depósito	8M	0.9450
Depósito	9M	1.1550
Depósito	10M	1.1200
Depósito	11M	1.1600
Depósito	12M	1.0300
Swap	2Y	1.8305
Swap	3Y	2.2480
Swap	4Y	2.5420
Swap	5Y	2.7815
Swap	6Y	2.9870
Swap	7Y	3.1590
Swap	8Y	3.2980
Swap	9Y	3.4060
Swap	10Y	3.5140
Swap	15Y	3.8775
Swap	20Y	4.0180
Swap	25Y	4.0025
Swap	30Y	3.9345
Swap	35Y	3.8630
Swap	40Y	3.7930
Swap	45Y	3.7700
Swap	50Y	3.7345

Parámetros HW

a (Reversión a la media)	1.9000%
sigma (Volatilidad)	0.8647%

2.3. Valoración: Spreads implícitos

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

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

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

Recordamos que la fecha valor a la que se realizan los cálculos es el 15 de octubre de 2009, utilizando los datos de cierre, y suponiéndose esta como fecha de inicio de la emisión.

En la siguiente tabla se muestran los resultados:

Spreads sobre Swap	
Considerando toda la estructura	2.83%
A Primera Call	2.83%
A vencimiento sin Call	2.86%

3. Condiciones vigentes en mercados mayoristas

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

Caixanova tiene un rating de emisor A3 por Moody's y A- por Fitch, ambos con perspectiva negativa. Dado que las agencias de rating establecen un salto de un escalón para la deuda subordinada Lower Tier II frente al rating de emisor (o deuda senior unsecured), asumiremos a todos los efectos de este informe que las obligaciones subordinadas Lower Tier de Caixanova tendrían un rating Baa1 por Moody's y BBB+ por Fitch.

3.1. Emisiones recientes en mercados

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

3.1.1 Emisiones con similar orden de prelación

En cuanto a emisiones de deuda subordinada Lower Tier II, en los mercados mayoristas (ver tabla 1) se han realizado ocho operaciones significativas desde diciembre de 2008 en el mercado EUR. Ninguna de ellas cuenta con opción de cancelación anticipada para el emisor, sino que se trata de bonos con formato *bullet*; es decir, con única amortización a vencimiento. El vencimiento de todas las emisiones realizadas en EUR, que son mayoría, es de 10 años. La última emisión corresponde a la sociedad holding Espirito Santo Financial Group (A3/A-/NR), realizada el día 13 de octubre a un spread de 350 puntos básicos sobre mid-swaps. Entre los emisores españoles contamos con la emisión de Bankinter (A1/A/A+) de principios de septiembre de 2009, colocada a un spread vs mid-swaps de 300 puntos básicos.

Tabla 1: emisiones recientes de deuda subordinada Lower Tier II, denominadas en EUR, en el mercado mayorista

Fecha	Emisor	Características de la emisión						Spread emisión ²		Ratings ³	Spread actual
		Vol ¹	Divisa	Clase	Cupón	Vencimiento	Call	vs Tesoro	vs Swaps	Emisor	vs Swaps (mid)
11-dic-08	Credit Agricole SA	250	GBP	LT2	7,375% ⁴	18/12/2023	-	291	330	Aa1/AA-/AA-	n.d.
12-dic-08	Credit Agricole SA	500	EUR	LT2	6,867% ⁴	19/12/2018	-	n.d.	325	Aa1/AA-/AA-	125,0
14-ene-09	Credit Agricole SA	75	GBP	LT2	7,375% ⁴	18/12/2023	-	280	310	Aa1/AA-/AA-	n.d.
13-may-09	Rabobank	1.000	EUR	LT2	5,875% ⁴	20/05/2019	-	n.d.	240	Aaa/AAA/AA+	110,0
27-may-09	Credit Agricole SA	1.000	EUR	LT2	5,875% ⁴	11/06/2019	-	n.d.	220	Aa1/AA-/AA-	112,0
29-jul-09	Commonwealth Bank	1.000	EUR	LT2	5,500% ⁵	06/08/2019	-	n.d.	190	Aa1/AA/AA	156,0
4-sep-09	Bankinter	250	EUR	LT2	6,375% ⁴	11/09/2019	-	n.d.	300	A1/A/A+	235,0
9-sep-09	Intesa Sanpaolo	1.500	EUR	LT2	5,000% ⁴	23/09/2019	-	n.d.	155	Aa2/AA-/AA-	142,0
13-oct-09	Espirito Santo FG	400	EUR	LT2	6,875% ⁴	21/10/2019	-	n.d.	350	A3/A-/NR	342,0

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

2. Spread a vencimiento

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

4. Fijo a vencimiento

5. Pagadero anualmente "in arrears"

Como puede observarse en la tabla 1, la compresión de spreads experimentada en el mercado secundario por estas emisiones desde su colocación ha sido intenso: en

"Documento para uso interno de Caixanova, así como para su presentación a CNMV y su mención y anexo en la nota de valores"

media, cercano al 30% para las emisiones en EUR, tomando datos del promedio de cotizaciones bid/ask de Bloomberg a 15 de octubre de 2009. Es éste un dato que, junto con los niveles de emisión en el mercado primario y otra información relevante, analizaremos en detalle en el epígrafe 3.2. de este informe de cara a establecer un rango de spreads vs swaps razonable para la emisión de deuda subordinada que constituye el objeto de este informe de opinión.

Por otro lado, contamos con nueve emisiones de deuda subordinada Lower Tier II por parte de entidades de depósito españolas, colocadas desde diciembre de 2008 en el mercado doméstico entre inversores minoristas (ver tabla 2). Son todas emisiones con opción de amortización *call* previa a su vencimiento, y salvo en el caso de la emisión de Caixa Sabadell, el vencimiento de las emisiones se produce a los 10 años. La última emisión realizada, registrada el pasado 8 de octubre de 2009 en CNMV, se corresponde a Banco Gallego (emisor sin calificación crediticia) y su valoración arroja a un spread vs mid-swaps calculado a vencimiento de 448 puntos básicos².

Tabla 2: emisiones recientes de deuda subordinada Lower Tier II denominadas en EUR, en el mercado doméstico español minorista

Características de la emisión								Spreads emisión ²		Ratings ³	
Fecha	Emisor	Vol ¹	Divisa	Clase	Cupón	Vencimiento	Fecha Call	A la call	A vencimiento	Emisor	Emisión
17-dic-08	Caja Duero	132,5	EUR	LT2	7,155% ⁵	19/12/2018	19/12/2013	400,0	420,4	A2/NR/NR	A3
22-ene-09	La Caixa	2.500,0	EUR	LT2	5,870% ⁶	28/02/2019	28/02/2014	231,8	188,5	Aa1/AA-/AA-	Aa2/A+/A+
6-abr-09	Bancaja	1.000,0	EUR	LT2	7,250% ⁷	06/07/2019	06/07/2014	449,4	455,4	A2/NR/A-	A3/NR/BBB+
26-mar-09	Caixa Penedes	250-300	EUR	LT2	6,50% ⁸	29/06/2019	29/06/2014	436,0	462,0	NR/NR/A-	NR/NR/BBB+
7-may-09	Caixa Sabadell	35,0	EUR	LT2	7,50% ⁹	10/06/2024	10/06/2019	533,0	546,0	NR/NR/BBB+	NR/NR/BBB
20-may-09	Caja Navarra	200,0	EUR	LT2	6,25% ¹⁰	30/06/2019	30/06/2014	360,0	356,0	NR/NR/A-	NR/NR/BBB+
2-jun-09	Sa Nostra	60,0	EUR	LT2	6,00% ¹¹	30/06/2019	30/06/2014	484,0	519,0	NR/NR/BBB+	NR/NR/BBB
10-jun-09	Caja Duero	200,0	EUR	LT2	5,30% ¹²	28/09/2019	28/09/2014	410,0	429,0	A2/NR/NR	A3/NR/NR
8-oct-09	Banco Gallego	50,0	EUR	LT2	6,00% ¹³	29/12/2019	29/12/2014	419,0	448,0	NR/NR/NR	NR/NR/NR

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

2. Spreads calculados a primera call y a vencimiento sin la call

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

4. Euribor 3m + 100 pb

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

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

7. Trimestral, desde ABR09 a JUL11. Entre JUL11 y JUL14, Euribor 3m + 390 pb. A partir de JUL14, Euribor 3m + 465 pb.

8. Trimestral, desde 29/6/2009 a 29/6/2010. Entre 29/6/2010. y 29/6/2014. Euribor 3m + 425 pb con un floor en el 5%. A partir de 29/6/2014. Euribor 3m + 500 pb con un floor en el 5%.

9. Trimestral, desde JUN09 a JUN11. Entre JUN11 y JUN19 Euribor 3m + 525 pb. A partir de JUN19 Euribor 3m + 600 pb.

10. Trimestral, desde JUN09 a JUN11. Entre JUN11 y JUN14 Euribor 3m + 300 pb con un floor en el 4%. A partir de JUN14 Euribor 3m + 350 pb con un floor en el 4%.

11. Trimestral, desde fecha de desembolso hasta JUN10. Entre JUN10 y JUN14 Euribor 3m + 575 pb. A partir de JUN14 Euribor 3m + 575 pb.

12. Trimestral, desde fecha de desembolso hasta SEP09. Entre SEP09 y SEP14 Euribor 3m + 410 pb. A partir de SEP14 Euribor 3m + 460 pb.

13. Trimestral, desde fecha de desembolso hasta el DIC12. Entre DIC12 y SEP19 Euribor 3m + 490 pb con floor en el 5,40%.

3.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación

El mercado mayorista de emisiones *senior* de deuda bancaria ha reflejado una actividad mucho más intensa en los últimos meses, producto de la mejora de la situación en los mercados financieros y de la recuperación del apetito inversor por la deuda bancaria. Reflejos de esta mejora son, por un lado, la intensa reducción de los niveles de spread de emisión vs swaps, el alargamiento de plazos y la creciente

² Según el informe de opinión independiente realizado por Afi y contenido en el folleto de registro de la emisión disponible en CNMV.

diversidad de emisores en el mercado primario; y por otro lado, la intensa reducción de spreads vs swaps y reducción de horquillas de cotización bid/ask en el mercado secundario (aspecto que trataremos en el epígrafe 3.2. de este informe). En la tabla 3 se reflejan los niveles de spread de colocación en primario y el nivel actual indicativo en el mercado secundario a 15 de octubre de 2009, para una selección de emisiones con distintas calificaciones crediticias realizadas en los últimos seis meses. Las fuentes utilizadas son Bloomberg y los documentos de colocadores posteriores a la emisión.

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

Fecha	Emisor	Vol ¹	Divisa	Cupón	Vencimiento	Rating ²	Spread vs swaps	
							Emisión	Actual
7-abr-09	Santander Intl Debt	1.250	EUR	3,375	21/04/2011	AA/AA *-	150	35
8-abr-09	Cie Financiere du cred	1.000	EUR	5,375	22/04/2014	A+/NR/	255	61
8-abr-09	Lloyds TSB Bank	692	EUR	6,250	15/04/2014	A+/AA-/	350	137
16-abr-09	BCP	1.000	EUR	5,625	23/04/2014	Ae/A+e/	295	128
16-abr-09	Lloyds TSB Bank	774	EUR	4,375	19/04/2011	A+/AA-/	250	90
20-abr-09	Unicredit Spa	1.000	EUR	4,125	27/04/2012	A/A/	190	58
23-abr-09	Monte dei Paschi Siena	1.000	EUR	4,750	30/04/2014	A/A/	205	102
23-abr-09	HSBC Holdings PLC	1.250	EUR	4,500	30/04/2014	AA-e/Aae/	180	55
24-abr-09	Banesto	1.000	EUR	4,000	08/05/2012	Aa2/AA/AA	180	70
27-abr-09	Standard Chartered PLC	1.250	EUR	5,750	30/04/2014	Ae *-/A+e/	312	115
30-abr-09	HSBC	1.250	EUR	4,250	30/04/2014	AA/AA-/	180	55
13-may-09	Banco Sabadell	750	EUR	4,375	22/05/2012	A+/A/	240	85
19-may-09	UBS London	1.500	EUR	5,625	19/05/2014	A+/A+/	290	123
21-may-09	RBS	1.500	EUR	5,750	21/05/2014	AA-/A+/	315	171
27-may-09	Barclays Bank PLC	3.000	EUR	5,250	27/05/2014	AA-e/AA-/	270	107
29-may-09	Skandinaviska Enskilda	1.250	EUR	4,375	29/05/2012	A1/A/A+	235	129
29-may-09	DNB Nor Bank	2.000	EUR	4,500	29/05/2014	AA-/A+/	185	71
4-jun-09	Danske Bank	1.500	EUR	4,750	04/06/2014	A+/A+/	195	67
5-jun-09	BES	1.750	EUR	5,625	05/06/2014	A/A+/	285	129
12-jun-09	Sanlander Totta	1.000	EUR	3,750	12/06/2012	AA-/AA/	160	58
17-jun-09	BCP	1.000	EUR	3,750	17/06/2011	A-/A+/	200	85
19-jun-09	Lloyds TSB Bank	2.000	EUR	6,375	17/06/2016	A+/AA-/	315	161
26-jun-09	Commerzbank AG	1.000	EUR	4,750	26/01/2015	A/A+/	180	100
29-jun-09	Caja Madrid	1.000	EUR	3,625	29/06/2011	A/A+/	190	93
28-jul-09	Nordea Bank AB	2.000	EUR	3,000	06/08/2012	AA-/AA-/	85	45
29-jul-09	EFG Hellas plc	500	EUR	4,375	11/02/2013	NR/NR/	220	188
29-jul-09	Banco Popolare	1.000	EUR	3,750	07/08/2012	A2/A-/A- *-	165	111
31-jul-09	Credit Suisse London	2.000	EUR	4,750	05/08/2019	Aa1/A+/AA+	125	92
6-ago-09	Barclays Bank PLC	2.000	EUR	4,875	13/08/2019	AA-/AA-/	173	95
12-ago-09	Société Generale	1.250	EUR	3,750	21/08/2014	A+/A+/	132	53
13-ago-09	Svenska Handelsbanken	2.000	EUR	3,000	20/08/2012	AA-/AA-/	166	57
26-ago-09	Lloyds TSB Bank	1.500	EUR	5,375	03/09/2019	Aa3/A+/AA-	193	164
26-ago-09	Westlb AG	1.000	EUR	3,500	03/09/2012	BBB+/A- *-/	221	61
8-sep-09	Alpha Credit Group Plc	750	EUR	3,875	17/09/2012	NR/NR/	254	192
9-sep-09	Generali	1.750	EUR	5,125	16/09/2024	Aa3/AA-/AA-	130	110
10-sep-09	KBC IFIMA NV	1.250	EUR	4,500	17/09/2014	Aa3/A/A	180	136
14-sep-09	Caisse Cent Credit Immob	500	EUR	2,625	23/09/2011	A1/A/A+	99	64
14-sep-09	Skandinaviska Enskilda	500	EUR	3mE+115 pb	21/09/2012	A1/A/A+	125	107
15-sep-09	Westpac Banking Group	1.750	EUR	4,250	22/09/2016	AA/AA-/	196	95
23-sep-09	RBS	2.000	EUR	5,375	30/09/2019	AA-/A+/	225	165
24-sep-09	Allied Irish Bank Plc	1.000	EUR	4,500	01/10/2012	A1/A/A+	250	233
28-sep-09	BK Nederlandse Gemeenten	2.000	EUR	2,875	15/01/2015	AAA/AAA/	84	n.d.
29-sep-09	Bank of Ireland	1.000	EUR	4,625	08/04/2013	A1/A/NR/	245	205
1-oct-09	Lease Plan	500	EUR	4,250	07/10/2011	A3/BBB+/A-	265	190
1-oct-09	Bayerische Landesbank	1.000	EUR	3,500	08/10/2013	A1/NR/A+	120	51
2-oct-09	Banca delle Marche	500	EUR	3mE+100 pb	19/10/2011	A3/NR/NR/	118	108
15-oct-09	Banco Popolare	1.000	EUR	4,125	22/10/2014	A2/A-/A- *-	145	135

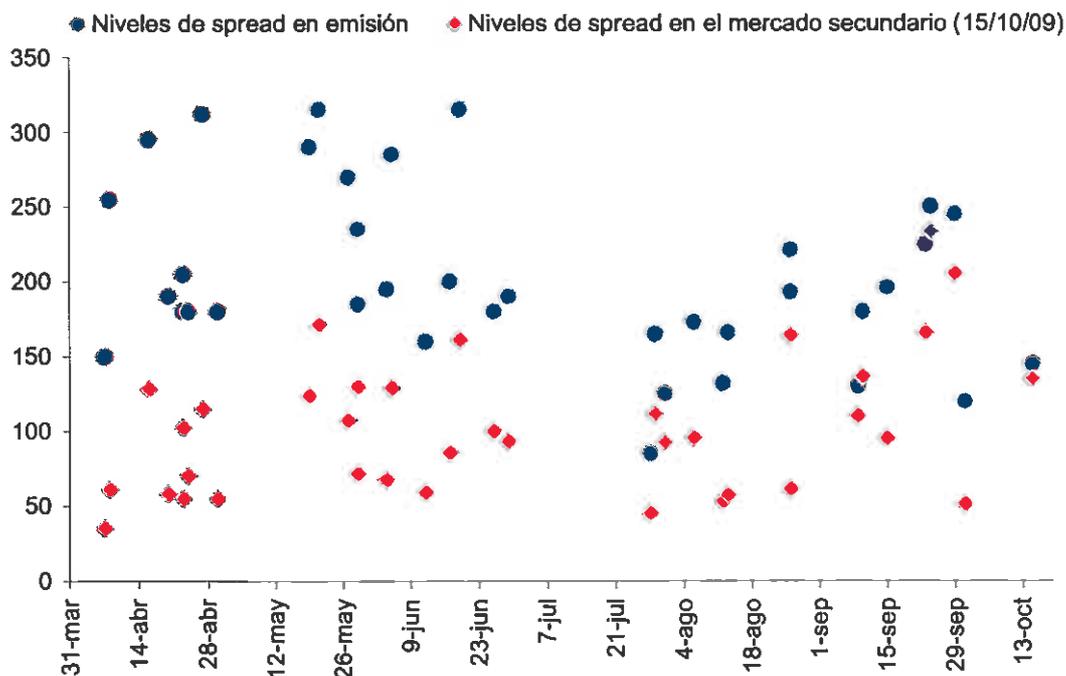
1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

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

Entre los emisores españoles, destacan las emisiones del Banco Santander el 7 de abril de 2009 (colocada en mercados mayoristas a un spread vs swaps de 150 pb), de Banesto el 24 de abril de 2009 (colocada a un spread vs swaps de 180 pb), de Banc Sabadell el 8 de mayo de 2009 (colocada a un spread vs swaps de 240 pb) y finalmente, de Caja Madrid el 29 de junio de 2009 (a un spread vs swaps de 190 pb).

Las emisiones recogidas en la tabla 3 cotizan actualmente niveles de spreads vs swaps en el mercado secundario en torno a un 55% por debajo, en media, de sus niveles de colocación originales en el mercado primario (ver gráfico 1).

Gráfico 1: spread vs swaps (pb) de deuda bancaria senior en EUR en el momento de emisión vs mercado secundario a 15 de octubre de 2009



3.2. Niveles indicativos de cotizaciones en mercado secundario

El objeto de este apartado del informe es analizar los niveles de diferencial o spread vs swaps vigentes a mediados de octubre en el mercado secundario de emisiones de deuda subordinada Lower Tier II en euros.

En este punto, hay que destacar que las condiciones de liquidez actuales en los mercados de capitales han mejorado de forma muy significativa frente a las vigentes durante los primeros seis meses del ejercicio 2009, mejora que ha sido paralela a una intensa recuperación del apetito inversor por casi cualquier instrumento de renta fija privada.

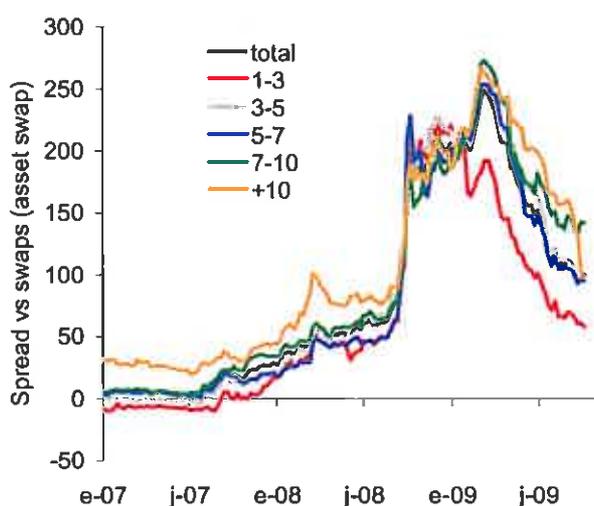
En efecto, salvo en contadas excepciones, como por ejemplo en el caso de titulizaciones de activos con rating inferior a AAA, todos los segmentos de deuda corporativa y financiera, con grado de inversión o grado especulativo (*high yield*), de deuda senior, subordinada, preferente o convertible, han experimentado una intensa

compresión de spreads o diferenciales crediticios y reducción de las horquillas de cotización entre precios de demanda y oferta (bid/ask).

En los gráficos 2 a 5, se puede observar la evolución de los diferenciales frente a swaps para emisiones de deuda bancaria con distinta prelación. La fuente de dichos gráficos son los índices SUSI de JP Morgan (*Subordinated Securities Indices*), disponibles en Bloomberg y en la página web www.morganmarkets.com.

Gráfico 2: *spread vs swaps (pb) a vencimiento de deuda financiera senior (asset swap, JP Morgan SUSI indices)*

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



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

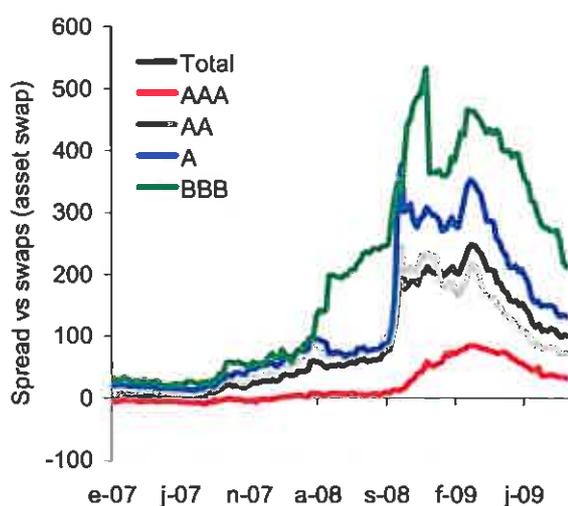
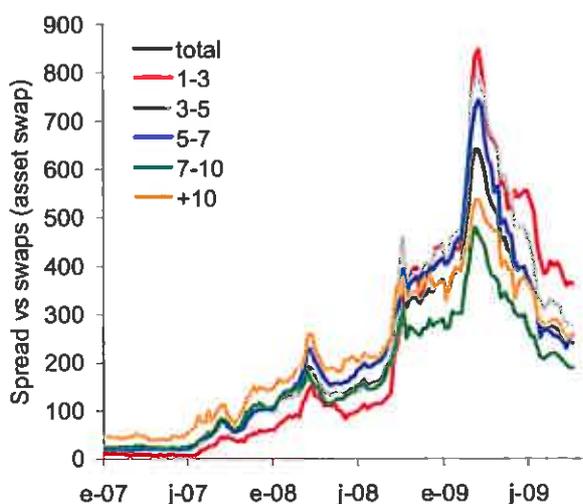


Gráfico 3: *spread vs swaps (pb) calculado a la call para deuda financiera Lower Tier II (asset swap, JP Morgan SUSI indices)*

(3.a) *Spread de deuda Lower Tier II en €: plazo*



(3.b) *Spread de deuda Lower Tier II en €: rating*

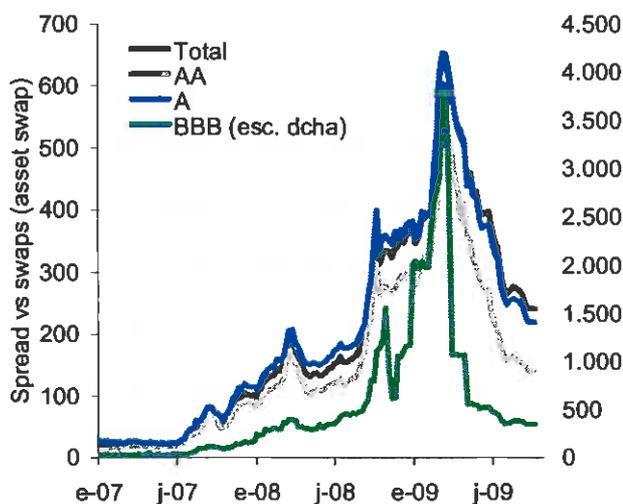
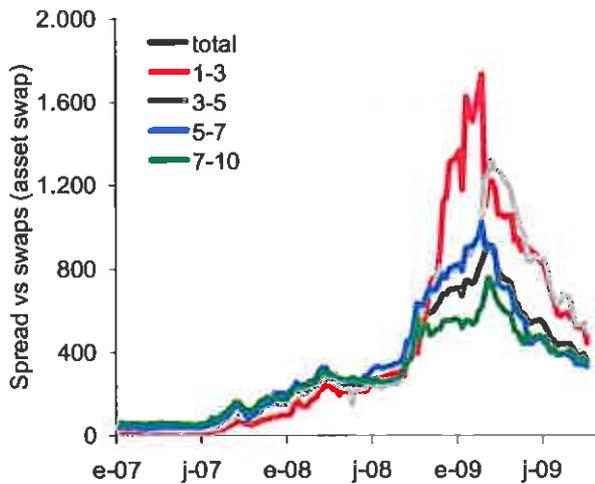


Gráfico 4: spread vs swaps (pb) calculado a la call para deuda financiera Upper Tier II (asset swap, Fuente: JP Morgan SUSI indices)

(4.a) Spread de deuda UpperTier II en €: plazo



(4.b) Spread de deuda UpperTier II en €: rating

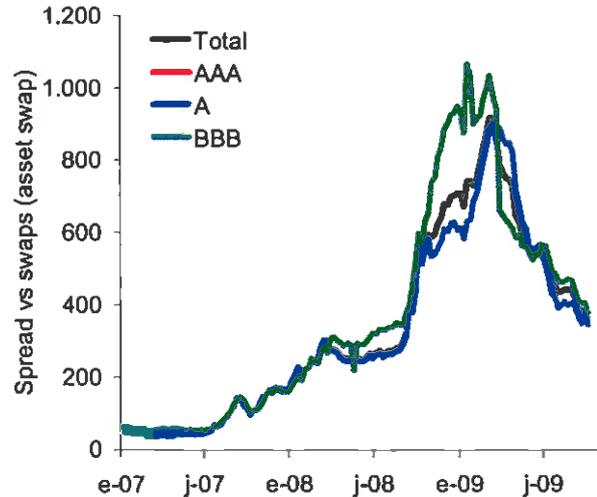
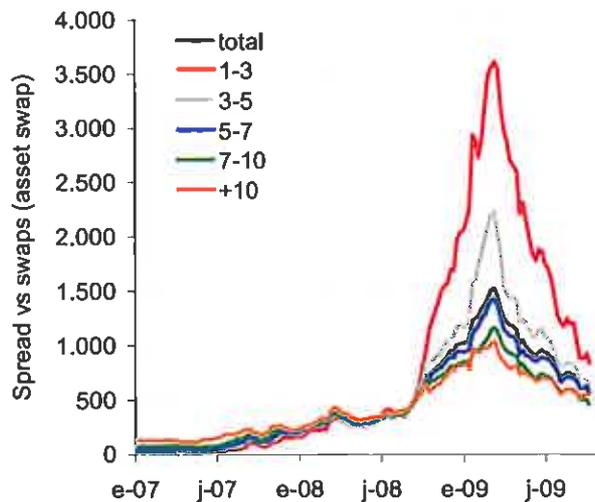
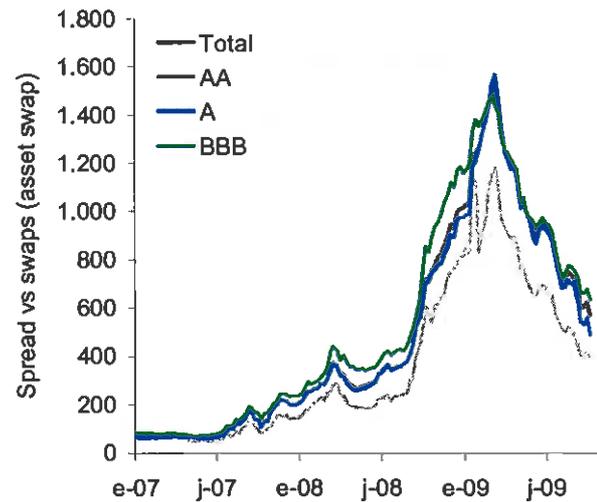


Gráfico 5: spread vs swaps (pb) calculado a la call para deuda financiera Tier I (asset swap, Fuente: JP Morgan SUSI indices)

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



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



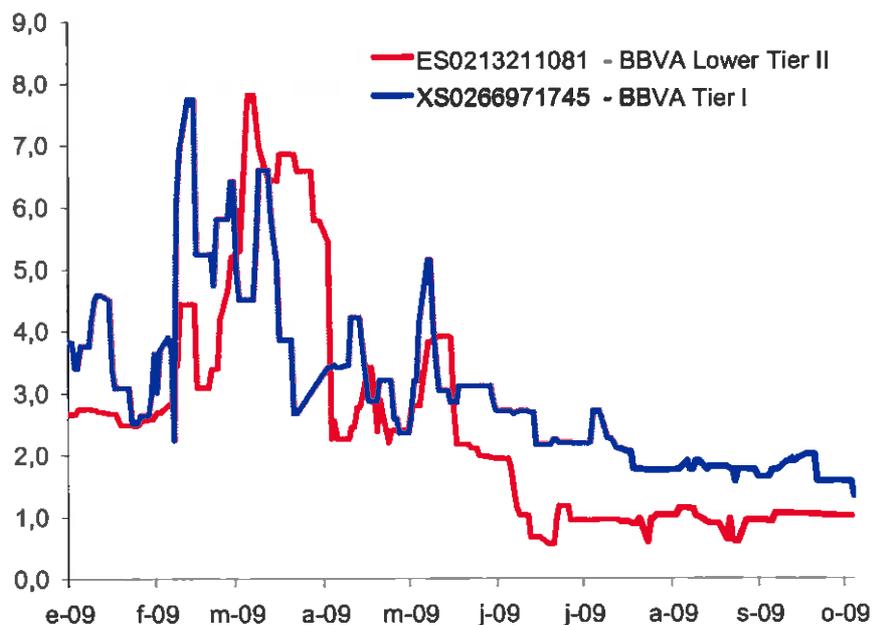
El repunte de spreads en deuda bancaria ha sido, desde mediados de 2007, generalizado por escalas de rating y creciente a medida que descendemos en la prelación de las emisiones. Los máximos de spread vs swaps se alcanzaron durante la primavera pasada, momento a partir del cual se inició un proceso de reducción –que todavía permanece- que nos sitúa, a mediados de octubre de 2009, en niveles similares o inferiores a los de septiembre de 2008 (previos a la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers).

Hay que tener en cuenta que los índices de JP Morgan proporcionan spread vs swaps -tanto para el índices como para los bonos que lo componen- calculados i) para emisiones sin call a la fecha de vencimiento y ii) para emisiones con call, a la fecha de primer ejercicio de la opción de amortización. Al estar calculados a la fecha de primera call, los spreads de deuda subordinada -tanto Lower Tier II como Upper Tier II- y de participaciones preferentes Tier I no son directamente comparables con los de deuda senior, calculados a vencimiento (en ésta última categoría no existen, por lo general, opciones de amortización anticipada para el emisor).

A pesar de la reducción de spreads crediticios acaecida en los últimos meses, las actuales condiciones de mercado siguen reflejando la permanencia de una elevada expectativa de muy alta probabilidad de no ejercicio de la opción de amortización anticipada (que sitúa el valor de la opción en prácticamente cero), frente a la práctica común hasta 2008 de ejercitar "siempre" dicha opción. Ello introduce una distorsión muy importante a la hora de medir correctamente el riesgo de crédito de emisiones con dicha opción.

Así, aunque la convención de mercado secundario sea, para las emisiones con *call* determinar el spread vs swaps asumiendo que se ejercerá la *call*, el spread vs swaps con el que medir el riesgo de crédito del instrumento y actualizar el valor de los flujos de pago futuros, se corresponde en la práctica con el calculado a vencimiento. Es por ello que, a la hora de determinar los niveles razonables que definen el mercado mayorista a mediados de octubre, nos decantamos por analizar únicamente emisiones de deuda subordinada Lower Tier II sin opción de amortización anticipada.

Gráfico 6: diferencia entre cotizaciones bid y ask (en puntos porcentuales) para emisiones de deuda bancaria subordinada y participaciones preferentes de BBVA



En referencia a la mejora de la liquidez en el mercado secundario, el gráfico 6 ofrece un claro ejemplo de la reducción de las horquillas de precios de demanda y oferta para deuda bancaria subordinada *Lower Tier II* y participaciones preferentes *Tier I* emitidas

por BBVA. Como puede apreciarse en dicho gráfico, las horquillas de precio bid/ask cotizadas en el mercado secundario se encuentran hoy muy por debajo de los niveles de claro estrés de la primavera pasada. La fuente de estos datos es Bloomberg³.

A pesar de esta evidente mejora de las condiciones de liquidez, a la hora de determinar las condiciones de mercado secundario mayorista vigentes, en nuestra opinión, a mediados de octubre para emisiones de deuda subordinada bancaria *Lower Tier II*, creemos necesario complementar la información provista por los terminales de información financiera tradicionales (Bloomberg, Reuters, etc) con otras referencias que consideramos adecuadas y fiables.

En este sentido, en los análisis realizados en los puntos 3.2.1 a 3.2.3 siguientes se utilizarán, para establecer un rango además de las citadas cotizaciones para emisiones de deuda subordinada *Lower Tier II* de Bloomberg, cotizaciones para las referencias que componen el índice de deuda subordinada bancaria *Lower Tier II* de Merrill Lynch⁴ (*ELT2* o *Lower Tier II Securities Index*) e información histórica de los índices SUSI de JP Morgan y de los índices iTraxx de deuda financiera senior y subordinada.

3.2.1 Generación de curvas de spread por rating para deuda subordinada.

Afi calcula periódicamente curvas de spread por rating y plazo para distintos tipos de deuda, ya sea renta fija privada, *covered bonds*, deuda financiera, etc, para realizar valoraciones de instrumentos y/o carteras. En el caso que nos ocupa, la deuda bancaria subordinada *Lower Tier II*, las curvas de spread vs swaps a vencimiento para emisiones sin opción de amortización a 15 de octubre de 2009 son las reflejadas en los gráficos 7 a y b. El proceso de generación de estas curvas consiste en una serie de pasos que detallamos a continuación:

- Definición del conjunto de instrumentos para los cuales se recopilará información de mercado secundario. Para la curva de deuda subordinada *Lower Tier II* se han tomado las 86 emisiones sin opción de amortización contenidas en el índice *ELT2* de Merrill Lynch.
- Obtención de cotizaciones de rentabilidad a vencimiento (TIR) para los instrumentos seleccionados. Para ello, y con el objeto de obtener un contraste de varias fuentes, se tomarán tanto los datos ofrecidos por Bloomberg⁵ como los de Merrill Lynch.
- Cálculo, para ambos conjuntos de cotizaciones –Bloomberg y Merrill Lynch– del spread vs swaps a vencimiento para cada instrumento. Ello se realiza vía comparación de las TIR obtenidas en el punto anterior y el tipo swap interpolado al vencimiento del instrumento.
- Agrupación de los instrumentos por escalón de rating y por plazo⁶, depuramiento de datos considerados *outliers* y cálculo de medianas de spreads

³ Se ha utilizado la contribución denominada "Composite Bloomberg Bond Trader o CBBT".

⁴ JP Morgan y Merrill Lynch son dos de los mayores intermediarios de bonos corporativos y financieros a nivel global, y sus índices son ampliamente utilizados por los participantes del mercado como referencia.

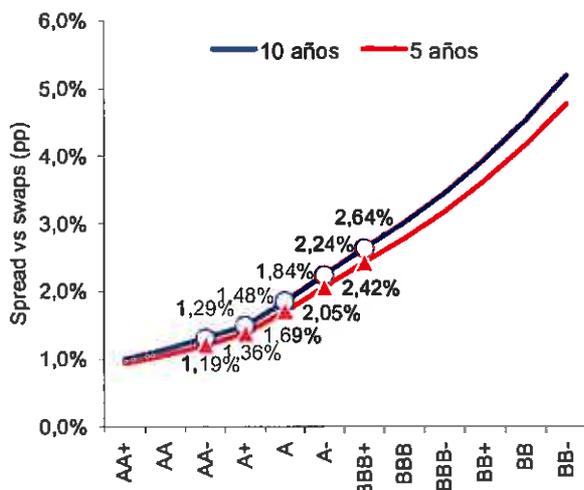
⁵ En concreto, se toma el campo <YLD_YTM_MID>

⁶ Se clasifican los instrumentos en base a las escalas de rating de Moody's, S&P y Fitch, agrupándose a su vez en dos plazos genéricos: 5 años (emisiones con vencimiento residual

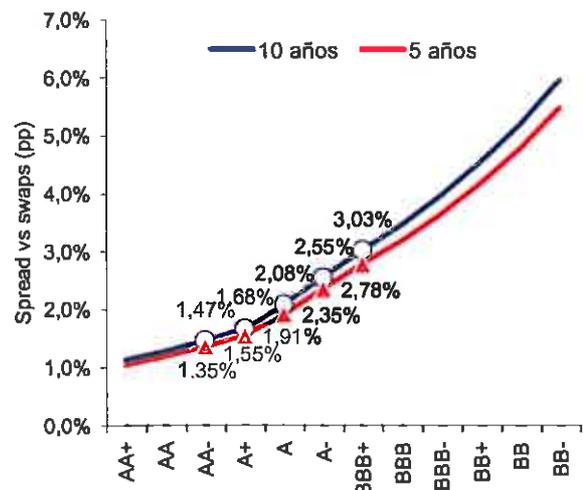
- vs swaps para cada grupo de instrumentos (rating y plazo) considerado representativo⁷ y para cada fuente de cotizaciones.
- Construcción de curvas completas de spread por rating para cada plazo, a partir de los grupos de instrumentos considerados representativos, mediante la aplicación de multiplicadores de salto de spreads entre categorías adyacentes de rating⁸.
 - En el caso de no contar con grupos de instrumentos representativos para determinados plazos, se procederá a su extrapolación mediante la aplicación de multiplicadores de pendiente de spreads⁹

Gráficos 7 a y b: curvas de spread vs rating de emisión, calibradas por Afi a 5 y 10 años para deuda subordinada Lower Tier II en euros a 15/10/09

(7.a) spread vs rating en Lower Tier II a 5 y 10 años calculadas con datos de Bloomberg



(7.b) spread vs rating en Lower Tier II a 5 y 10 años calculadas con datos de Merrill Lynch



Con los datos de mercado secundario a 15 de octubre de 2009, se han obtenido niveles de mediana de spread vs swaps suficientemente representativos para los escalones de rating A1/A+, A2/A, A3/A- y Baa1/BBB+ al plazo de 5 años y para ambas fuentes, Bloomberg y Merrill Lynch. En el caso de emisiones al plazo de 10 años tan sólo se han obtenido niveles de mediana de spread vs swaps representativos para ratings A2/A y A3/A-.

comprendido entre 3 y 7 años) y 10 años (emisiones con vencimiento residual comprendido entre 7 y

⁷ Se considerará representativo un grupo de instrumentos para un rating y plazo determinado cuando se cuente con un número de emisiones superior o igual a 3.

⁸ Los multiplicadores se calcularán a través de la información proporcionada por las series históricas de spreads de los índices de deuda Senior y Lower Tier II proporcionados por JP Morgan (SUSI índices).

⁹ Los multiplicadores de pendiente de spreads para distintos plazos y un mismo nivel de rating se obtienen de las cotizaciones de CDS senior y subordinado a 5 y 10 años de los bancos que componen el iTraxx.

De esta forma, para completar ambas curvas de spread vs swaps por plazo y rating, se ha procedido a:

- (1) Para el caso de la curva Lower Tier II al plazo de 5 años, a extrapolar los niveles de spread vs swaps para los ratings sin cotizaciones significativas mediante la aplicación de multiplicadores de 1,145x a los spreads vs swaps representativos de ratings adyacentes. Este multiplicador es el que se deriva del promedio histórico desde 2001 para los spreads de deuda subordinada Lower Tier II de los índices SUSI de JP Morgan (ver tabla 4).
- (2) Para el caso de la curva Lower Tier II al plazo de 10 años, a extrapolar los niveles de spread vs swaps para los ratings sin cotizaciones significativas mediante la aplicación de multiplicadores de 1,089x a los spreads vs swaps representativos de los mismos ratings de la curva Lower Tier II a 5 años. Este multiplicador de pendiente 5-10 años se obtiene de los cocientes de spreads entre cotizaciones de CDS senior y subordinado a 5 y 10 años para los bancos del iTraxx a fecha 15/10/09 (ver tabla 5).

Tabla 4: Multiplicadores de spreads vs swaps entre ratings adyacentes en base a series históricas de los índices SUSI de JP Morgan (2001-2009).

	Senior		Lower Tier II		Upper Tier II		Tier 1	
	A/AA	BBB/A	A/AA	BBB/A	A/AA	BBB/A	A/AA	BBB/A
MAY09-hoy	1,836	1,845	1,555	1,449	1,595	1,027	1,352	1,079
3 escalones *	1,841		1,502		1,311		1,215	
1 escalón **	1,226		1,145		1,094		1,067	
2007-hoy	1,522	1,527	1,354	1,601	1,682	1,169	1,321	1,174
3 escalones *	1,524		1,477		1,425		1,247	
1 escalón **	1,151		1,139		1,125		1,076	
2001-07	1,823	3,432	1,539	1,472	1,196	1,714	1,383	1,430
3 escalones *	2,628		1,506		1,455		1,407	
1 escalón **	1,380		1,146		1,133		1,120	
2001-hoy	1,733	1,938	1,455	1,547	1,349	1,547	1,337	1,294
3 escalones *	1,835		1,501		1,448		1,315	
1 escalón **	1,224		1,145		1,131		1,096	

(*) Promedio de medianas para ambos saltos de rating en el periodo correspondiente.

(**) Raíz cúbica del salto promedio para 3 escalones.

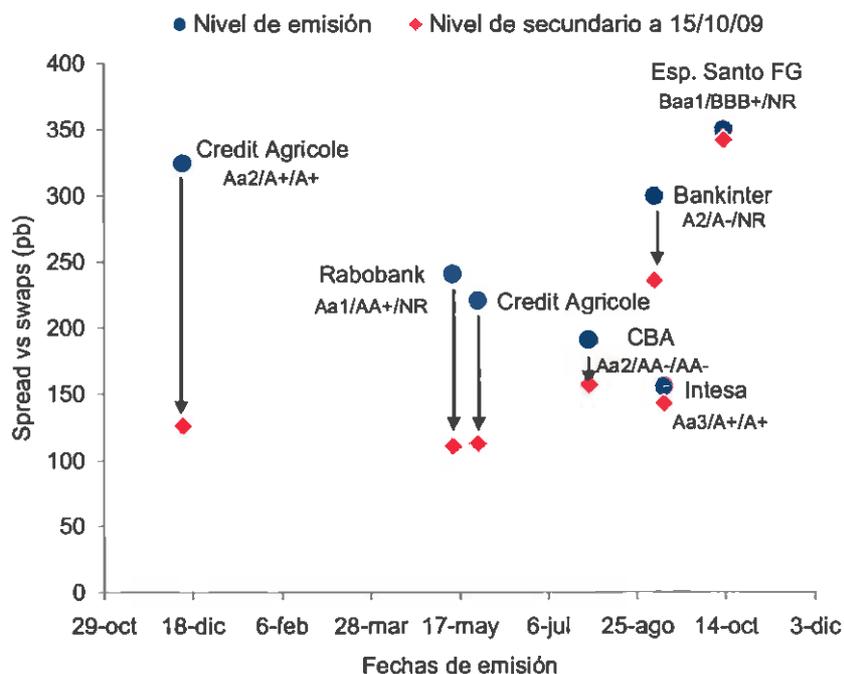
Tabla 5: Cociente de spreads de CDS a 10 vs 5 años para deuda senior y subordinada de bancos del iTraxx a 15/10/09 (Fuente: bloomberg).

Referencia	Senior			Subordinado		
	CDS 5	CDS 10	Múltiplo	CDS 5	CDS 10	Múltiplo
MONTE DEI PASCHI	66,4	75,5	1,14	103,3	111,4	1,08
BBVA	82,5	90,7	1,10	118,0	129,4	1,10
ESPIRITO SANTO	115,9	128,4	1,11	171,2	185,3	1,08
SANTANDER	81,8	88,3	1,08	116,0	125,8	1,09
BNP	56,3	64,9	1,15	87,7	96,3	1,10
COMMERZBANK	65,2	72,7	1,12	143,9	157,6	1,10
CREDIT AGRICOLE	83,1	90,7	1,09	110,3	118,7	1,08
CREDIT SUISSE	75,1	83,0	1,11	99,9	106,9	1,07
DEUTSCHE BANK	76,1	85,0	1,12	109,5	119,5	1,09
SANPAOLO	46,6	53,7	1,15	79,8	88,4	1,11
SOCIETE GENERALE	83,8	92,8	1,11	108,3	119,4	1,10
UBS	89,4	99,7	1,12	128,9	137,8	1,07
UNICREDIT	80,5	87,9	1,09	135,5	147,5	1,09
Promedio	77,1	85,6	1,113	116,3	126,5	1,088
Mediana	80,5	87,9	1,108	110,3	119,5	1,089

3.2.2 Emisiones recientes de deuda subordinada en el mercado mayorista: niveles actuales en mercado secundario.

Tal y como se avanzó en el punto 3.1 de este informe, consideramos clave la información de niveles de mercado secundario de aquellas emisiones de deuda subordinada Lower Tier II al plazo de 10 años realizadas en los últimos meses. Esta información queda recogida, además de en la tabla 1, en el gráfico 8 siguiente, donde se observa la variación de spreads vs swaps frente a los niveles de emisión en el mercado primario. La fuente de los datos de mercado secundario es Bloomberg.

Gráfico 8: niveles de spread vs swaps en emisión y actual en mercado secundario para emisiones mayoristas de deuda subordinada Lower Tier II (Fuente: Bloomberg)

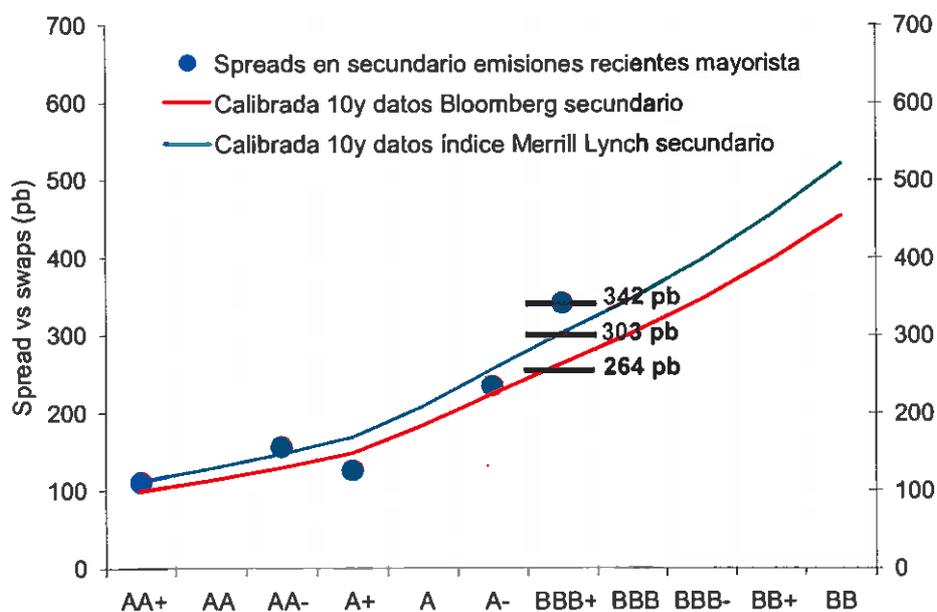


3.2.3 Determinación del rango razonable para la emisión objeto de este informe.

Una vez calibradas las curvas de spread vs swaps por rating y plazo para emisiones de deuda subordinadas Lower Tier II a 15 de octubre de 2008 (punto 3.2.1 de este informe), y la información de spreads vs swaps en el mercado secundario para emisiones similares de reciente emisión en el mercado primario mayorista (punto 3.2.2 de este informe), procedemos a compilar la información relevante a efectos de definir un rango de spreads vs swaps razonable para una emisión de deuda subordinada Lower Tier II con rating Baa1/BBB+ en dicha fecha.

Como refleja el gráfico 9 siguiente, de ambos análisis se puede extraer que el rango definido por niveles de spreads vs swaps a vencimiento entre 265 y 340 pb es una referencia razonable para una emisión de deuda subordinada Lower Tier II con rating de emisión Baa1/BBB+.

Gráfico 9: curvas Afi de spread vs rating para deuda subordinada Lower Tier II en euros al plazo de 10 años y spreads en secundario de emisiones recientes en primario mayorista a 15/10/09.



4. Conclusiones

En el **mercado primario mayorista** se han emitido en los últimos meses un número significativo de emisiones de deuda subordinada Lower Tier II en euros, todas ellas sin opción de amortización y con vencimiento original a 10 años. Los spreads de dichas emisiones en el mercado secundario a mediados de octubre se sitúan substancialmente por debajo de los niveles de colocación original (punto 3.2.2 del informe), y definen un rango de entre 110 pb para emisiones con rating Aa1/AA+ y 340 pb para emisiones con rating Baa1/BBB+. Frente a estos niveles de mercado secundario, el spread de la emisión de deuda subordinada Lower Tier II de Caixanova compara razonablemente.

Frente a la única referencia de deuda subordinada en mercados mayoristas realizada recientemente por una entidad española, **Bankinter** (rating de emisión A2/A-/A) la comparación también resulta razonable. Ésta emisión, colocada a principios de septiembre a un spread vs swaps de 300 pb, cotiza a mediados de octubre en torno a referencias de 235 pb sobre swaps en el mercado secundario; y la aplicación de un salto de escalón de rating –en base al multiplicador 1,145x- arrojaría niveles de 270 pb, frente a los 286 pb de la emisión de Caixanova.

La comparación con **emisiones similares destinadas a inversores minoristas** en el mercado doméstico español no es el objeto de este informe. En cualquier caso, habría que señalar que el spread de la emisión de deuda subordinada de Caixanova compara adecuadamente con emisiones similares de emisores españoles con rating cercano, si se tuviera en cuenta i) la migración de ratings a la baja y, sobre todo, ii) la intensa reducción de spreads vs swaps acaecida en los últimos meses en el mercado secundario de este tipo de emisiones. De esta forma, aplicando al spread vs swaps a vencimiento de la emisión de deuda subordinada Lower Tier II de Caja Navarra (356 pb) registrada en la CNMV el 20 de mayo de 2009, la reducción relativa de spreads experimentada desde su emisión por el mercado secundario de emisiones de similar prelación (cercana al 30%), obtendríamos un nivel actual de spread vs swaps de 250 pb. Dado que los ratings de ambos emisores son similares, los 286 pb de spread vs swaps a vencimiento para la emisión de deuda subordinada de Caixanova objeto de este informe comparan razonablemente.

Por otro lado, del análisis de un universo suficientemente significativo de emisiones de LT2 NC en el **mercado secundario mayorista** (punto 3.2.1 de este informe) se deriva un rango de spreads vs swaps a vencimiento para emisiones de deuda subordinada Lower Tier II, con rating Baa1/BBB+ y plazo de 10 años de entre 264 y 303 pb para mediados de octubre de 2009. El spread a vencimiento que arroja la emisión de deuda subordinada de Caixanova se sitúa en 286 pb, dentro de este rango.

En conclusión, el spread vs swaps para la emisión de Caixanova objeto de este informe, si consideramos simplemente el “spread a vencimiento sin la call” (286 pb), se encontraría en nuestra opinión en el entorno “razonable” de spreads que definen los niveles promedio de spreads vs swaps a vencimiento para emisiones de naturaleza y calidad crediticia similar en mercados mayoristas en el período de elaboración de este informe, y que se corresponde con la horquilla definida por 265-340 pb.

5. Disclaimer

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

Este informe se ha finalizado el día 22 de octubre de 2009. El trabajo realizado no incluye la actualización del informe por hechos u otras circunstancias que pudieran producirse con posterioridad a la fecha de emisión del mismo.

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

Fdo: Daniel Manzano Romero

Socio- Analistas Financieros Internacionales