

# **CANTABRIA PREFERENTES, S.A., SOCIEDAD UNIPERSONAL**

## **Nota de Valores de la EMISIÓN DE PARTICIPACIONES PREFERENTES SERIE 3**

**IMPORTE: 63.000.000 de euros**

**La presente Nota de Valores (elaborada conforme al Anexo V del Reglamento (CE) n° 809/2004 de la Comisión de 29 de abril de 2004), bajo la Garantía de Caja de Ahorros de Santander y Cantabria (elaborada conforme al Anexo VI del Reglamento (CE) n° 809/2004 de la Comisión de 29 de abril de 2004), ha sido inscrita en los Registros Oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 16 de abril de 2009.**

**Se complementa con el Documento de Registro de Cantabria Preferentes, S.A., Sociedad Unipersonal (elaborado conforme al Anexo IV del Reglamento (CE) n° 809/2004 de la Comisión de 29 de abril de 2004), inscrito en los Registros Oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 24 de abril de 2008 y con el Documento de Registro de Caja de Ahorros de Santander y Cantabria (elaborado conforme al Anexo XI del Reglamento (CE) n° 809/2004 de la Comisión de 29 de abril de 2004), inscrito en los Registros Oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 24 de abril de 2008, los cuales se incorporan por referencia.**

## ÍNDICE

<b>I.</b>	<b>RESUMEN .....</b>	<b>1</b>
<b>II.</b>	<b>FACTORES DE RIESGO .....</b>	<b>9</b>
<b>III.</b>	<b>NOTA DE VALORES.....</b>	<b>13</b>
<b>1.</b>	<b>PERSONAS RESPONSABLES .....</b>	<b>13</b>
<b>2.</b>	<b>FACTORES DE RIESGO .....</b>	<b>13</b>
<b>3.</b>	<b>INFORMACIÓN FUNDAMENTAL .....</b>	<b>13</b>
<b>3.1.</b>	<b>Interés de las personas físicas y jurídicas participantes en la oferta .....</b>	<b>13</b>
<b>3.2.</b>	<b>Motivo de la oferta y destino de los ingresos .....</b>	<b>13</b>
<b>4.</b>	<b>INFORMACIÓN RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A OFERTARSE</b>	<b>14</b>
<b>4.1.</b>	<b>Descripción del tipo y la clase de valores .....</b>	<b>14</b>
<b>4.2.</b>	<b>Legislación de los valores .....</b>	<b>15</b>
<b>4.3.</b>	<b>Representación de los valores .....</b>	<b>15</b>
<b>4.4.</b>	<b>Divisa de la emisión de los valores .....</b>	<b>15</b>
<b>4.5.</b>	<b>Orden de prelación .....</b>	<b>15</b>
<b>4.6.</b>	<b>Descripción de los derechos vinculados a los valores y procedimiento para el ejercicio de los mismos.....</b>	<b>17</b>
<b>4.7.</b>	<b>Tipo de interés nominal y disposiciones relativas a los intereses pagaderos.....</b>	<b>29</b>
<b>4.8.</b>	<b>Precio de amortización y disposiciones relativas al vencimiento de los valores .....</b>	<b>33</b>
<b>4.9.</b>	<b>Indicación del rendimiento para el inversor y método de cálculo .....</b>	<b>34</b>
<b>4.10.</b>	<b>Representación de los tenedores de los valores .....</b>	<b>34</b>
<b>4.11.</b>	<b>Resoluciones, autorizaciones y aprobaciones en virtud de las cuales se emiten los valores.....</b>	<b>34</b>
<b>4.12.</b>	<b>Fecha de emisión .....</b>	<b>34</b>
<b>4.13.</b>	<b>Restricciones a la libre transmisibilidad de los valores .....</b>	<b>35</b>
<b>4.14.</b>	<b>Fiscalidad de los valores .....</b>	<b>35</b>
<b>5.</b>	<b>CLÁUSULAS Y CONDICIONES DE LA OFERTA .....</b>	<b>41</b>

5.1.	Descripción de la oferta pública .....	41
5.2.	Plan de colocación y adjudicación .....	45
5.3.	Precios .....	46
5.4.	Colocación y aseguramiento.....	46
<b>6.</b>	<b>ACUERDOS DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y NEGOCIACIÓN.....</b>	<b>47</b>
6.1.	Solicitudes de admisión a cotización.....	47
6.2.	Mercados regulados en los que están admitidos a cotización valores de la misma clase .....	48
6.3.	Entidades de liquidez .....	48
<b>7.</b>	<b>INFORMACIÓN ADICIONAL.....</b>	<b>50</b>
7.1.	Personas y entidades asesoras en la emisión.....	50
7.2.	Información de la nota de valores revisada por los auditores .....	50
7.3.	Otras informaciones aportadas por terceros .....	50
7.4.	Vigencia de las informaciones aportadas por terceros .....	50
7.5.	Ratings .....	50
7.6.	Actualización de la información contenida en el Documento de Registro .....	54
<b>IV.</b>	<b>GARANTÍA .....</b>	<b>55</b>
<b>1.</b>	<b>NATURALEZA DE LA GARANTÍA .....</b>	<b>55</b>
<b>2.</b>	<b>ALCANCE DE LA GARANTÍA .....</b>	<b>55</b>
2.1.	Pagos Garantizados .....	55
2.2.	Retenciones .....	57
2.3.	Pagos a prorrata.....	57
2.4.	Características de las obligaciones del Garante bajo la Garantía .....	58
2.5.	Otras obligaciones del Garante en virtud de la Garantía.....	59
2.6.	Finalización de la Garantía .....	60
2.7.	Varios .....	61
2.8.	Ley Aplicable.....	62
2.9.	Prelación de créditos.....	62

<b>3.</b>	<b>INFORMACIÓN SOBRE EL GARANTE .....</b>	<b>62</b>
<b>4.</b>	<b>DOCUMENTOS PARA CONSULTA.....</b>	<b>63</b>

## I. RESUMEN

El presente resumen, el Documento de Registro del emisor y la Nota de Valores (incluyendo el módulo de garantías de la sección IV) serán referidos, conjuntamente, como el “**Folleto**”. Existe un Documento de Registro del garante, Caja de Ahorros de Santander y Cantabria, inscrito en los registros oficiales de la CNMV el 24 de abril de 2008. Se hace constar expresamente que:

- (i) Este resumen debe leerse como introducción al Folleto.
- (ii) Toda decisión de invertir en los valores debe estar basada en la consideración del Folleto en su conjunto por parte del inversor.
- (iii) No se derivará responsabilidad civil alguna de este resumen o de la información contenida en él, incluida cualquiera de sus traducciones, para cualquier persona responsable de su contenido a menos que el resumen resulte ser engañoso, inexacto o incoherente al ser leído conjuntamente con las restantes partes del Folleto.
- (iv) En caso de iniciarse ante un juzgado o tribunal un procedimiento de reclamación en relación con la información contenida en este Folleto, el inversor demandante podría, en virtud de la legislación de los Estados miembros del Espacio Económico Europeo, tener que hacer frente a los gastos de la traducción de este Folleto con carácter previo al inicio de dicho procedimiento judicial.

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

### 1. ASPECTOS RELEVANTES A TENER EN CUENTA POR EL INVERSOR

**La inversión en Participaciones Preferentes Serie 3 está sujeta a RIESGOS específicos que se resumen a continuación.**

- Las Participaciones Preferentes Serie 3 son un producto complejo y de carácter perpetuo.
- La presente emisión no constituye un depósito bancario y, en consecuencia, no se incluye entre las garantías del Fondo de Garantía de Depósitos.
- El adjetivo “preferente” que la legislación española otorga a las participaciones preferentes NO significa que sus titulares tengan la condición de acreedores privilegiados.

#### **Factores de riesgo de los valores**

##### **Riesgo de no percepción de las remuneraciones**

El pago de la Remuneración Preferente no Acumulativa estará condicionado a la obtención de Beneficio Distribuible (tal y como este término se define en el apartado

III.4.6.1.1 de la Nota de Valores) y a la existencia de recursos propios suficientes de conformidad con la normativa bancaria que resulte de aplicación en cada momento.

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

El Beneficio Distribuible correspondiente a los tres últimos ejercicios ha sido el siguiente: 57.403 miles euros (2008), 56.280 miles euros (2007), 43.584 miles euros (2006). A efectos meramente teóricos, y suponiendo que la Emisión se suscribe íntegramente, el importe total en concepto de Remuneración Preferente no Acumulativa estimada correspondiente al ejercicio 2009 sobre el total de participaciones preferentes emitidas o garantizadas por Caja Cantabria, supone un 19,32% sobre el Beneficio Distribuible del ejercicio 2008.

### **Riesgo de absorción de pérdidas**

En supuestos extremos de insuficiencia patrimonial del Emisor o del Garante, se podría liquidar la Emisión por un valor inferior al nominal de las Participaciones Preferentes Serie 3, con la consiguiente pérdida para sus titulares del principal invertido. Precisamente por esta capacidad potencial de absorber pérdidas, la legislación considera las participaciones preferentes como “recursos propios” de las entidades de crédito.

### **Riesgo de perpetuidad**

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

No obstante, transcurridos cinco años desde la fecha de desembolso, el Emisor podrá, en cualquier momento, amortizar las participaciones preferentes con autorización previa del BANCO DE ESPAÑA y de Caja Cantabria.

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

### **Riesgo de orden de prelación**

Las Participaciones Preferentes Serie 3 se sitúan en orden de prelación, tal y como se describe en el Folleto por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados del Emisor; *pari passu* con cualquier otra serie de participaciones preferentes del Emisor con un mismo rango que las Participaciones Preferentes Serie 3, que haya emitido o, en su caso, pueda emitir en el futuro.

Asimismo, en virtud de la Garantía, las Participaciones Preferentes Serie 3 se situarán por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados de Caja Cantabria; y *pari passu* con cualquier garantía equiparable a la prestada por el Garante a las Participaciones Preferentes Serie 3 y con las participaciones preferentes o valores equiparables que, en su caso, pueda emitir el Garante.

## **Riesgo de mercado**

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

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

## **Riesgo de liquidez**

Aunque se vaya a solicitar la admisión a negociación de las Participaciones Preferentes Serie 3 en AIAF MERCADO DE RENTA FIJA, no es posible asegurar que el inversor pueda venderlas con carácter inmediato ya que no existen garantías de que vaya a producirse una negociación activa en el mercado.

## **Riesgo de liquidación de la Emisión**

La Emisión, a pesar del carácter perpetuo, podrá ser liquidada en ciertos supuestos:

- 1) Liquidación o disolución del Emisor.
- 2) Liquidación o disolución del Garante o reducción de sus fondos propios y de sus cuotas participativas, en su caso, a cero, sin liquidación del Garante y con un aumento simultáneo de su fondo fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas.

La liquidación de la Emisión en estos supuestos no garantiza necesariamente a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3 la percepción del 100 % de las Cuotas de Liquidación correspondientes (que equivalen a su valor nominal más, en su caso, un importe igual a la Remuneración Preferente no Acumulativa devengada y no satisfecha correspondiente al periodo de Remuneración Preferente no Acumulativa en curso y hasta la fecha de pago).

## **Riesgo de variación de la calidad crediticia**

La agencia de rating MOODY'S INVESTORS SERVICE LTD ha asignado la calificación provisional de Baa2 a la Emisión. Esta calificación es preliminar y está sujeta a la revisión de la documentación final de la Emisión.

Asimismo, a la fecha de registro de la Nota de Valores, Caja Cantabria, entidad garante de la Emisión tiene asignadas las siguientes calificaciones (*ratings*) por la agencia de calificación de riesgo crediticio MOODY'S INVESTORS SERVICE LTD:

- Largo plazo: A3
- Corto plazo: Prime-2
- Fortaleza Financiera: C-
- Perspectiva: Negativa

Una variación de los *ratings* asignados a Caja Cantabria podría afectar al *rating* asignado a la Emisión y, en consecuencia, a su valor de mercado.

## **Factores de riesgo del Emisor y del Garante**

Al ser el Emisor una sociedad íntegramente participada por Caja Cantabria, sus factores de riesgo quedan circunscritos a los propios de Caja Cantabria, que se mencionan a continuación:

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

La descripción completa de los factores de riesgo puede consultarse en el Documento de Registro de Caja Cantabria inscrito en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 24 de abril de 2008.

## **2. PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN**

<b>Denominación de la Emisión:</b>	Participaciones Preferentes Serie 3.
<b>Emisor:</b>	CANTABRIA PREFERENTES, S.A., SOCIEDAD UNIPERSONAL.
<b>Garante:</b>	CAJA DE AHORROS DE SANTANDER Y CANTABRIA.
<b>Valor nominal:</b>	1.000 euros.
<b>Importe total de la emisión:</b>	Hasta sesenta y tres millones (63.000.000) de euros.
<b>Importe mínimo de las órdenes de suscripción:</b>	1.000 (una Participación Preferente Serie 3).
<b>Prima de emisión:</b>	0 euros (se emiten a la par).
<b>Plazo:</b>	Perpetuo, con posibilidad de que el Emisor amortice anticipadamente a partir del quinto año.
<b>Remuneración:</b>	La remuneración, predeterminada y no acumulativa será variable referenciada al Euribor a tres meses, más un diferencial del 6,75%.
<b>Periodicidad de la remuneración:</b>	Trimestral (salvo el primer periodo de remuneración que tendrá una duración menor al trimestre, desde la fecha de desembolso hasta el 28 de junio de 2009).



**Periodo de Solicitudes de Suscripción:** Comenzará a las 8:30 horas del día hábil siguiente a la fecha en que se registre la Nota de Valores en los registros de la CNMV (siempre y cuando la Nota de Valores haya sido publicada o, en caso contrario, desde el momento de su publicación) y finalizará a las 14:00 horas del día 9 de junio de 2009, ambos días inclusive.

Podrá terminar anticipadamente cuando se hayan recibido solicitudes por el importe total de la Emisión.

**Sistema de Colocación:** Orden cronológico de recepción de las órdenes en las oficinas de la Entidad Colocadora.

**Fecha de Emisión y Desembolso:** La fecha de desembolso, prevista inicialmente para el 10 de junio de 2009, tendrá lugar el día hábil siguiente al fin del periodo de solicitudes de suscripción. No obstante, se podrá solicitar a los peticionarios provisión de fondos para asegurar el pago de los importes de las suscripciones. En este caso, el depósito se remunerará al 2% nominal anual.

**Cotización:** A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA.

**Liquidez:** No se garantiza una liquidez rápida y fluida. No obstante, los valores cotizarán en A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA. Adicionalmente se ha suscrito un Contrato de Liquidez con CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORRO (CECA) por el que ésta se compromete a dar liquidez al valor mediante la cotización de precios de compra y venta, hasta el 10% del importe efectivo de la Emisión.

**Entidad Colocadora:** CAJA DE AHORROS DE SANTANDER Y CANTABRIA.

**Régimen Fiscal:** Se incluye en el apartado III.4.14 de la Nota de Valores un breve análisis del actual régimen fiscal de las Participaciones Preferentes Serie 3 o para sus tenedores.

CANTABRIA PREFERENTES, S.A.U. ha obtenido la opinión de “Solventis” y “Analistas Financieros Internacionales, S.A. (AFI)”, consultoras independientes especializadas, sobre las condiciones financieras de la Emisión. Dichos informes se adjuntan como Anexo al Folleto.

### 3. PRINCIPALES MAGNITUDES DEL GARANTE

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

<b>ACTIVO</b>	<b>2008</b>	<b>2007 (*)</b>
CAJA Y DEPÓSITOS EN BANCOS CENTRALES	40.826	143.292
CARTERA DE NEGOCIACIÓN	9.721	20.962
ACTIVOS FINANCIEROS DISPONIBLES PARA LA VENTA	1.482.730	696.168
INVERSIONES CREDITICIAS	8.948.679	8.495.430
CARTERA DE INVERSIÓN A VENCIMIENTO	103.820	49.555
DERIVADOS DE COBERTURA	43.362	7.515
ACTIVOS NO CORRIENTES EN VENTA	21.200	1.836
PARTICIPACIONES	16.970	19.649
ACTIVO MATERIAL	235.727	188.131
ACTIVO INTANGIBLE	2.318	2.231
ACTIVOS FISCALES	81.799	57.150
RESTO DE ACTIVOS	31.130	21.568
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>11.018.282</b>	<b>9.703.487</b>
<b>PASIVO</b>		
CARTERA DE NEGOCIACIÓN	4.988	14.311
PASIVOS FINANCIEROS A COSTE AMORTIZADO	10.424.594	9.044.377
DERIVADOS DE COBERTURA	5.196	95.492
PROVISIONES	48.968	40.715
PASIVOS FISCALES	29.581	36.110
FONDO DE LA OBRA SOCIAL	19.534	18.950
RESTO DE PASIVOS	18.188	8.629
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>10.551.049</b>	<b>9.258.584</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>		
FONDOS PROPIOS	470.818	425.965
AJUSTES POR VALORACIÓN	-5.371	18.392
INTERESES MINORITARIOS	1.786	546
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>467.233</b>	<b>444.903</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>11.018.282</b>	<b>9.703.487</b>

(\*) Datos recalculados conforme a la Circular 6/2008, de 26 de noviembre, del Banco de España.

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

<b>ACTIVO</b>	<b>2008</b>	<b>2007 (*)</b>
CAJA Y DEPÓSITOS EN BANCOS CENTRALES	40.823	143.288
CARTERA DE NEGOCIACIÓN	9.721	20.962
ACTIVOS FINANCIEROS DISPONIBLES PARA LA VENTA	1.482.730	696.168
INVERSIONES CREDITICIAS	8.985.236	8.478.756
CARTERA DE INVERSIÓN A VENCIMIENTO	103.820	49.555
DERIVADOS DE COBERTURA	43.362	7.515
ACTIVOS NO CORRIENTES EN VENTA	3.870	1.832
PARTICIPACIONES	60.268	65.785
ACTIVO MATERIAL	141.624	137.738
ACTIVO INTANGIBLE	1.960	1.523
ACTIVOS FISCALES	63.315	51.022
RESTO DE ACTIVOS	9.069	15.121
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>10.945.798</b>	<b>9.669.265</b>
<b>PASIVO</b>		
CARTERA DE NEGOCIACIÓN	4.988	14.311
PASIVOS FINANCIEROS A COSTE AMORTIZADO	10.368.438	9.026.756
DERIVADOS DE COBERTURA	5.196	95.492
PROVISIONES	48.643	40.411
PASIVOS FISCALES	23.674	30.932
FONDO DE LA OBRA SOCIAL	19.534	18.950
RESTO DE PASIVOS	17.389	8.305
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>10.487.862</b>	<b>9.235.157</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>		
FONDOS PROPIOS	463.155	415.716
AJUSTES POR VALORACIÓN	-5.219	18.392
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>457.936</b>	<b>434.108</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>10.945.798</b>	<b>9.669.265</b>

(\*) Datos recalculados conforme a la Circular 6/2008, de 26 de noviembre, del Banco de España.

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

	<b>2008</b>	<b>2007 (*)</b>
MARGEN DE INTERESES	183.192	159.725
MARGEN BRUTO	250.488	255.357
RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN	44.798	79.567
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	70.777	79.305
RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS	57.157	56.303
<b>RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO</b>	<b>57.157</b>	<b>56.303</b>

(\*) Datos recalculados conforme a la Circular 6/2008, de 26 de noviembre, del Banco de España.

**Cuenta de pérdidas y ganancias individuales de Caja Cantabria de los ejercicios 2008 y 2007 (datos auditados): (en miles de euros)**

	<u>2008</u>	<u>2007 (*)</u>
<b>MARGEN DE INTERESES</b>		
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>227.440</b>	<b>218.344</b>
<b>RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>46.750</b>	<b>75.912</b>
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>68.114</b>	<b>75.210</b>
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>58.287</b>	<b>58.231</b>
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>58.287</b>	<b>58.231</b>

*(\*) Datos recalculados conforme a la Circular 6/2008, de 26 de noviembre, del Banco de España.*

\* \* \*

## **II. FACTORES DE RIESGO**

A continuación se describen los principales riesgos inherentes a los valores que se emiten al amparo del presente folleto:

### **Riesgo de no percepción de la remuneración**

El pago de la Remuneración Preferente no Acumulativa estará condicionado a la obtención de Beneficio Distribuible (tal y como este término se define en el apartado III.4.6.1.1 de la Nota de Valores) y a la existencia de recursos propios suficientes de conformidad con la normativa bancaria que resulte de aplicación en cada momento. No obstante lo anterior, los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 tendrán derecho a percibir una remuneración parcial a prorrata hasta el límite que, de acuerdo con los cálculos que resulten de lo previsto en la presente Nota de Valores, fuere posible, conforme se describe en el Apartado 4.6.1.1 de la Sección III.

Si por estas razones no se pagaran en todo o en parte las remuneraciones correspondientes a los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3, se perderá el derecho a percibir dicha remuneración, no teniendo por qué afectar al pago de la remuneración futura.

En el supuesto teórico de que a 1 de enero de 2008 se hubiesen emitido las Participaciones Preferentes Serie 3 por importe de SESENTA Y TRES MILLONES (63.000.000) de euros, la remuneración correspondiente al ejercicio 2008 de las Participaciones Preferentes Serie 1 emitidas el 15 de diciembre de 2003 por el Emisor, de las Participaciones Preferentes Serie 2 emitidas el 28 de junio de 2006 por el Emisor, de las Participaciones Preferentes Serie A emitidas el 10 de diciembre de 2001 por CANTABRIA CAPITAL SOCIEDAD DE PARTICIPACIONES PREFERENTES, S.A.U. y de las Participaciones Preferentes Serie 3, habría supuesto una carga teórica del 19,20 % del Beneficio Distribuible del ejercicio 2008. La remuneración teórica de las Participaciones Preferentes Serie 3 para el año 2008 se ha calculado considerando una remuneración constante durante el ejercicio 2008 del 8,195% anual.

Añadiendo el nominal de esta Emisión (63 millones de Euros) a los 115 millones de Euros de valor nominal de las participaciones preferentes a 31 de diciembre de 2008 (correspondiente a las Participaciones Preferentes Serie 1 del Emisor, a las Participaciones Preferentes Serie 2 del Emisor y a las Participaciones Preferentes Serie A de CANTABRIA CAPITAL SOCIEDAD DE PARTICIPACIONES PREFERENTES, S.A.U.) el importe nominal de las participaciones preferentes en circulación del Grupo se eleva a 178 millones de Euros, que representa un 29,96 % de los recursos propios básicos estimados a nivel consolidado del Grupo Caja Cantabria tras la Emisión. Para el cálculo de este porcentaje se ha tomado la cifra de recursos propios básicos computables del Grupo Caja Cantabria a 31 de diciembre de 2008 (531.143 miles de Euros) y se ha incluido como recursos propios el importe de esta Emisión (63 millones de Euros).

### **Riesgo de absorción de pérdidas**

En supuestos extremos de insuficiencia patrimonial del Emisor o del Garante, se podría liquidar la Emisión por un valor inferior al nominal de las Participaciones Preferentes

Serie 3, con la consiguiente pérdida para sus titulares del principal invertido. Precisamente por esta capacidad potencial de absorber pérdidas, la legislación considera las participaciones preferentes como “recursos propios” de las entidades de crédito.

### **Riesgo de perpetuidad**

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

No obstante, transcurridos cinco años desde la fecha de desembolso, el Emisor podrá, en cualquier momento, amortizar las participaciones preferentes con autorización previa del BANCO DE ESPAÑA y de Caja Cantabria.

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

### **Riesgo de orden de prelación**

Las Participaciones Preferentes Serie 3 se sitúan en orden de prelación, tal y como se describe en el Folleto por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados del Emisor; *pari passu* con cualquier otra serie de participaciones preferentes del Emisor con un mismo rango que las Participaciones Preferentes Serie 3, que haya emitido o, en su caso, pueda emitir en el futuro.

Asimismo, en virtud de la Garantía, las Participaciones Preferentes Serie 3 se situarán por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados de Caja Cantabria; y *pari passu* con cualquier garantía equiparable a la prestada por el Garante a las Participaciones Preferentes Serie 3 y con las participaciones preferentes o valores equiparables que, en su caso, pueda emitir el Garante.

### **Riesgo de mercado**

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

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

### **Riesgo de liquidez**

Aunque se vaya a solicitar la admisión a negociación de las Participaciones Preferentes Serie 3 en AIAF MERCADO DE RENTA FIJA, no es posible asegurar que el inversor pueda venderlas con carácter inmediato ya que no existen garantías de que vaya a producirse una negociación activa en el mercado.

El Emisor ha suscrito un contrato de liquidez con CECA el 15 de abril de 2009. Las características de dicho contrato se detallan en el apartado 6.3 de la Nota de Valores.

## Riesgo de liquidación de la Emisión

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

- (i) Liquidación o disolución del Emisor.
- (ii) Liquidación o disolución de Caja Cantabria, individualmente o simultáneamente con el Emisor, o reducción de los fondos propios de Caja Cantabria y de sus cuotas participativas, en su caso, a cero, sin liquidación de la Caja y con un aumento simultáneo del fondo fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas.

La liquidación de la Emisión en este supuesto no garantiza necesariamente a los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 la percepción del 100% de la cuota de liquidación correspondiente a las mismas (equivalente a su valor nominal, esto es, 1.000 EUROS, por Participación Preferente Serie 3 más, en su caso, un importe igual a la remuneración devengada y no pagada correspondiente al periodo de devengo de la remuneración en curso y hasta la fecha de pago).

Caja Cantabria, como titular de las acciones ordinarias del Emisor, se compromete, mediante la firma de esta Nota de Valores, a no adoptar medida de ninguna clase para la liquidación o disolución del Emisor, salvo en los supuestos indicados en el Apartado 4.6.1.3 de la Sección III.

## Riesgo de variación de la calidad crediticia

La agencia de rating MOODY'S INVESTORS SERVICE LTD ha asignado la calificación provisional de Baa2 a la Emisión. Esta calificación es preliminar y está sujeta a la revisión de la documentación final de la Emisión.

Asimismo, a la fecha de registro de la Nota de Valores, Caja Cantabria, entidad garante de la Emisión tiene asignadas las siguientes calificaciones (*ratings*) por la agencia de calificación de riesgo crediticio MOODY'S INVESTORS SERVICE LTD:

- Largo plazo: A3
- Corto plazo: Prime-2
- Fortaleza Financiera: C-
- Perspectiva: Negativa

Una variación de los *ratings* asignados a Caja Cantabria podría afectar al *rating* asignado a la Emisión y, en consecuencia, a su valor de mercado.

Ratio de solvencia

### Ratio BIS

<i>Miles de euros</i>	2008	2007
Total recursos propios	783.762	772.182
Capital Tier I	531.143	497.021
Capital Tier II	255.173	279.218
Deducción participaciones en aseguradoras	-2.554	-4.057

Coefficiente de recursos propios (%)	9,94	9,96
Tier I (%)	6,74	6,41
Tier II (%)	3,24	3,60
Superávit de recursos propios	153.113	151.894

#### Ratio de morosidad e índice de cobertura

<i>Datos consolidados</i>	<b>2008</b>	<b>2007</b>
Ratio de morosidad (%)	3,77	0,90
Índice de morosidad (%)	64,60	217,90

#### **Factores de riesgo del Emisor y del Garante**

Al ser el Emisor una sociedad íntegramente participada por Caja Cantabria, sus factores de riesgo quedan circunscritos a los propios de Caja Cantabria, que se mencionan a continuación:

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

La descripción completa de los factores de riesgo puede consultarse en el Documento de Registro de Caja Cantabria inscrito en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 24 de abril de 2008.

\* \* \*



### III. NOTA DE VALORES

#### 1. **PERSONAS RESPONSABLES**

D. Luis Fernando García Andrés, actuando como consejero delegado solidario, en nombre y representación de CANTABRIA PREFERENTES, S.A., SOCIEDAD UNIPERSONAL (en adelante también “**Cantabria Preferentes**” o el “**Emisor**”), con domicilio en la calle Padilla 30, Madrid, y en virtud del acuerdo adoptado por el accionista único del Emisor el 26 de marzo de 2009, asume la responsabilidad de las informaciones contenidas en esta Nota de Valores.

D.<sup>a</sup> Margarita Crespo García, Directora de Control de Gestión y Emisiones de CAJA DE AHORROS DE SANTANDER Y CANTABRIA (también “**Caja Cantabria**”, la “**Caja**” o el “**Garante**”), con domicilio social en la Plaza Velarde 3, Santander, y en virtud del acuerdo adoptado por el Consejo de Administración de la Caja el 17 de febrero de 2009, asume la responsabilidad de las informaciones contenidas en la Sección IV de este folleto (Módulo de Garantías elaborado de conformidad con el Anexo VI del Reglamento (CE) n° 809/2004 de la Comisión de 29 de abril de 2004).

D. Luis Fernando García Andrés y D.<sup>a</sup> Margarita Crespo García, como responsables del contenido de esta Nota de Valores y de la Sección IV de este folleto (Módulo de Garantías), respectivamente, tras actuar con una diligencia razonable para garantizar que así es, declaran que la información contenida en éstas es, según su conocimiento, conforme a los hechos y no incurre en ninguna omisión que pudiera afectar a su contenido.

#### 2. **FACTORES DE RIESGO**

Véase la Sección II de la presente 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 participen en la oferta que sea importante para la misma, salvo lo indicado en el Apartado 3.2 posterior.

##### 3.2. **Motivo de la oferta y destino de los ingresos**

El importe neto de la “Emisión de Participaciones Preferentes Serie 3” (la “**Emisión**” y las “**Participaciones Preferentes Serie 3**”) objeto de esta Nota de Valores se destinará para la actividad propia de Caja Cantabria y para el reforzamiento de sus recursos propios. Para ello, el Emisor trasladará al Garante los fondos obtenidos con la Emisión, descontados los gastos de emisión y de gestión, mediante un depósito subordinado, permanente e irrevocable, que tendrá una rentabilidad para el Emisor que le permita cumplir con las obligaciones de pago derivadas de la Emisión.

Caja Cantabria ha solicitado mediante escrito de fecha 27 de marzo de 2009 del BANCO DE ESPAÑA el cómputo de las Participaciones Preferentes Serie 3 objeto de la presente Emisión como recursos propios de primera categoría básicos del Grupo Consolidado Caja Cantabria, hallándose pendiente a la fecha de registro del presente folleto el otorgamiento de la mencionada calificación. La obtención de dicha calificación será comunicada a la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (la “CNMV”) mediante hecho relevante.

Suponiendo que se suscriba totalmente la Emisión, los gastos de emisión previstos para trámites oficiales y otros relacionados con la colocación de la Emisión se desglosan de forma orientativa a continuación:

CONCEPTO	EUROS
Registro del folleto informativo de admisión en la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES	8.820
Supervisión del proceso de admisión a cotización por la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES	1.890
Tarifa de admisión a cotización en A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA	3.150
Inclusión de la Emisión en el registro de anotaciones en cuenta de Iberclear	500
TOTAL	14.360

Con la anterior previsión de gastos, el efectivo que ingresará el Emisor en la fecha de desembolso, suponiendo que se haya suscrito totalmente la Emisión, será de 62.985.640 Euros.

#### **4. INFORMACIÓN RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A OFERTARSE**

##### **4.1. Descripción del tipo y la clase de valores**

La presente Nota de Valores se realiza a los efectos de la oferta pública de la “Emisión de Participaciones Preferentes Serie 3” de Cantabria Preferentes.

Las participaciones preferentes son valores atípicos de carácter perpetuo, que están reconocidos en el artículo 7 y en la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, según la redacción dada, respectivamente; por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero; y por la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales; la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, y la Ley 23/2005, de 18 de noviembre.

#### **4.2. Legislación de los valores**

Los valores se emiten de conformidad con la legislación española que resulte aplicable al Emisor o a éstos. En particular, se emiten de conformidad con la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios. Asimismo, la Emisión se realiza al amparo de la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, según su redacción actual, que establece los requisitos y características de las participaciones preferentes.

La presente Nota de Valores se ha elaborado siguiendo los modelos previstos en el Reglamento (CE) nº 809/2004, de 29 de abril de 2004, relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en cuanto a la información contenida en los folletos.

#### **4.3. Representación de los valores**

Las Participaciones Preferentes Serie 3 estarán representadas mediante anotaciones en cuenta. La entidad encargada del registro contable será la SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES (IBERCLEAR) (“**Iberclear**”), con domicilio en Madrid, Plaza de la Lealtad, número 1, y sus Entidades Participantes.

#### **4.4. Divisa de la emisión de los valores**

Las Participaciones Preferentes Serie 3 estarán denominadas en EUROS.

#### **4.5. Orden de prelación**

La presente Emisión cuenta con la garantía irrevocable y solidaria de Caja Cantabria (la “**Garantía**”), tal y como se describe en la Sección IV de esta Nota de Valores (Módulo de Garantías).

El pago de la remuneración de las Participaciones Preferentes Serie 3 está condicionado a la existencia de Beneficio Distribuible suficiente (tal y como este término se describe en el Apartado 4.6.1.1 de esta Nota de Valores), así como a las limitaciones impuestas por la normativa española sobre recursos propios de las entidades de crédito. Si el impago se produjera por insuficiencia de Beneficio Distribuible o como consecuencia de limitaciones impuestas por la normativa española sobre recursos propios de las entidades de crédito, el inversor no percibiría en el futuro aquellas remuneraciones que dependan de dicho Beneficio Distribuible.

No obstante lo dispuesto en el párrafo anterior, los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 tendrán derecho a percibir una remuneración parcial a prorrata hasta el límite que, de acuerdo con los cálculos que resulten de lo previsto en los dos supuestos recogidos en el subapartado I.a) del Apartado 4.6.1.1 de esta Nota de Valores, fuere posible. En este sentido, la remuneración correspondiente a las Participaciones Preferentes Serie 3 y las demás participaciones preferentes del

Emisor o de otra Filial (tal y como se define en el Apartado 4.6.1.1) que cuenten con una garantía del mismo rango que la emitida en relación con las Participaciones Preferentes Serie 3, si existieren, así como la correspondiente, en su caso, a las participaciones preferentes o valores equiparables emitidos por el Garante, se declararán a prorrata, teniendo en cuenta la proporción existente entre: (a) la cantidad total disponible para el pago de la remuneración a las Participaciones Preferentes Serie 3 y el resto de participaciones preferentes y valores equiparables, si existieren, y (b) la cantidad que se hubiese pagado a las Participaciones Preferentes Serie 3 y al resto de participaciones preferentes y valores equiparables de no haber existido limitación alguna al pago de la remuneración.

En caso de liquidación o disolución, voluntaria o involuntaria, del Emisor, los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 que estén en circulación en ese momento tendrán derecho a percibir, de los activos del Emisor que puedan ser distribuidos entre los titulares de participaciones preferentes y accionistas ordinarios, una cuota de liquidación de 1.000 Euros por cada Participación Preferente Serie 3, equivalente a su valor nominal, más, en su caso, un importe igual a la remuneración devengada y no satisfecha correspondiente al periodo de devengo de la remuneración en curso y hasta la fecha de pago.

Los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 percibirán dichas cantidades con carácter previo a la distribución de activos entre los accionistas ordinarios del Emisor, pero al mismo tiempo que los titulares de las participaciones preferentes que haya emitido o, en su caso, pueda emitir el Emisor con el mismo rango que las Participaciones Preferentes Serie 3.

Por otro lado, las obligaciones del Garante bajo la Garantía se sitúan, en orden de prelación:

- (i) por delante de las cuotas participativas del Garante, si existieren, así como, únicamente para el caso de liquidación del Garante, por delante de la Obra Benéfico-Social de Caja Cantabria en cuanto al destino del remanente que pudiera quedar una vez atendidas todas las obligaciones de Caja Cantabria;
- (ii) *pari passu* con cualquier garantía equiparable a la Garantía y con las participaciones preferentes o valores equiparables que, en su caso, pueda emitir Caja Cantabria; y
- (iii) por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados del Garante (con exclusión de cualquier garantía o derecho contractual con el mismo rango o inferior que la Garantía).

Los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3, por el mero hecho de su suscripción y adquisición, renuncian a cualquier orden de prelación distinto del descrito anteriormente que pudiera corresponderles en virtud de la legislación aplicable en cada momento y, en particular, el que pudiera resultar de la aplicación de lo dispuesto en los artículos 92 y 158 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, concursal.

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

Las Participaciones Preferentes Serie 3 otorgan a sus titulares los derechos económicos y, en su caso, políticos que se describen a continuación.

##### **4.6.1. Derechos económicos**

###### **4.6.1.1. Derecho a percibir remuneración**

Los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 tendrán derecho a percibir una remuneración predeterminada de carácter no acumulativo (la “**Remuneración Preferente no Acumulativa**”), tal y como se describe en el Apartado 4.7 de esta Nota de Valores.

El pago de la Remuneración Preferente no Acumulativa está condicionado a la existencia de Beneficio Distribuible suficiente (tal y como este término se describe más adelante en este Apartado), así como al cumplimiento las limitaciones impuestas en cada momento por la normativa española sobre recursos propios de las entidades de crédito.

Esto significa que, cuando no concurren los condicionantes descritos en el párrafo anterior, los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 no tendrán derecho a percibir la Remuneración Preferente no Acumulativa. En este caso, el Garante tampoco estará obligado a pagar dicha remuneración ni los inversores podrán dirigirse contra él para exigir su pago.

En el supuesto teórico de que a 1 de enero de 2008 se hubiesen emitido las Participaciones Preferentes Serie 3 por importe de SESENTA Y TRES MILLONES (63.000.000) de euros, la remuneración correspondiente al ejercicio 2008 de las Participaciones Preferentes Serie 1 emitidas el 15 de diciembre de 2003 por el Emisor, de las Participaciones Preferentes Serie 2 emitidas el 28 de junio de 2006 por el Emisor, de las Participaciones Preferentes Serie A emitidas el 10 de diciembre de 2001 por CANTABRIA CAPITAL SOCIEDAD DE PARTICIPACIONES PREFERENTES, S.A.U. y de las Participaciones Preferentes Serie 3, habría supuesto una carga teórica del 19,20 % del Beneficio Distribuible del ejercicio 2008. La remuneración teórica de las Participaciones Preferentes Serie 3 para el año 2008 se ha calculado considerando una remuneración constante durante el ejercicio 2008 del 8,195 % anual.

Añadiendo el nominal de esta Emisión 63 millones de Euros a los 115 millones de Euros de valor nominal de las participaciones preferentes a 31 de diciembre de 2007 (correspondiente a las Participaciones Preferentes Serie 1 del Emisor, a las Participaciones Preferentes Serie 2 del Emisor y a las Participaciones Preferentes Serie A de CANTABRIA CAPITAL SOCIEDAD DE PARTICIPACIONES PREFERENTES, S.A.U.) el importe nominal de las participaciones preferentes en circulación del Grupo se eleva a 178 millones de Euros, que representa un 29,96 % de los recursos propios básicos estimados a nivel consolidado del Grupo Caja Cantabria tras la Emisión. Para el cálculo de este porcentaje se ha tomado la cifra de

recursos propios básicos computables del Grupo Caja Cantabria a 31 de diciembre de 2008 (531.143 miles de Euros) y se ha incluido como recursos propios el importe de esta Emisión (63 millones de Euros).

## **I. Régimen de percepción de la Remuneración Preferente no Acumulativa por los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3**

### a) Supuestos de no percepción.

Los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 no tendrán derecho a percibir la Remuneración Preferente no Acumulativa en los siguientes casos:

1. En la medida en que dicho pago, junto con: (a) cualquier remuneración pagada durante el ejercicio en curso, y (b) aquellas remuneraciones que se propone abonar durante el trimestre natural en curso, en cada caso respecto de: (i) todas las participaciones preferentes emitidas por el Emisor y por cualquier otra Filial (tal y como este término se describe más adelante en este Apartado), que se encuentren garantizadas por el Garante en los mismos términos que las Participaciones Preferentes Serie 3 (incluidas estas últimas), y (ii) cualesquiera participaciones preferentes o valores equiparables emitidos por Caja Cantabria que se sitúen, en cuanto a la participación en beneficios, al mismo nivel que las obligaciones del Garante asumidas en esta Nota de Valores, excediera del Beneficio Distribuible correspondiente al ejercicio fiscal anterior.

A efectos de lo establecido en el párrafo anterior, se contabilizará como remuneración las remuneraciones que hayan sido satisfechas tanto directamente por el Emisor correspondiente como por Caja Cantabria en virtud de la correspondiente garantía.

Se entiende por “**Beneficio Distribuible**” de un ejercicio fiscal, el menor entre los beneficios netos de Caja Cantabria y de su grupo consolidable de entidades de crédito, definido en la Ley 13/1985 y en sus normas de desarrollo, tal y como se reflejan, de acuerdo con las normas dictadas por el BANCO DE ESPAÑA para su cálculo, en los estados contables reservados a que se refieren las normas 69ª y 70ª de la Circular 4/2004 del BANCO DE ESPAÑA. Dichos resultados anuales deberán haber sido aprobados, al menos, por el Consejo de Administración de Caja Cantabria y verificados por sus auditores externos. Cuando dichos resultados se aparten materialmente de los atribuidos al grupo en las cuentas anuales consolidadas de carácter público a las que se refiere la Circular 4/2004, su importe y las causas de dicha diferencia recibirán publicidad adecuada en la Memoria que forme parte de dichas cuentas.

En el supuesto de que en alguna fecha de pago de la Remuneración Preferente no Acumulativa los citados resultados no se hubieran

aprobado y verificado conforme a lo previsto anteriormente, se tomarán como referencia para la obtención del Beneficio Distribuible los saldos de las cuentas de pérdidas y ganancias individuales y consolidadas del Garante de los estados financieros remitidos al BANCO DE ESPAÑA referidos al 31 de diciembre del ejercicio anual anterior.

“**Filial**” significa cualquier entidad en la que el Garante mantenga una participación, directa o indirecta, de más del 50 % de las acciones con derecho a voto. Caja Cantabria no ha otorgado ni otorgará a emisiones de participaciones preferentes de entidades no Filiales garantías de igual o mejor rango que la de esta Emisión.

Se hace constar que CANTABRIA CAPITAL SOCIEDAD DE PARTICIPACIONES PREFERENTES, S.A.U., filial al 100 % del Garante, emitió el 10 de diciembre de 2001 CINCUENTA MIL (50.000) participaciones preferentes Serie A de SEISCIENTOS (600) EUROS de valor nominal cada una, por un importe total de TREINTA MILLONES (30.000.000) DE EUROS garantizadas por el Garante. El folleto informativo de dicha emisión fue registrado en la CNMV el 5 de octubre de 2001.

2. Aunque el Beneficio Distribuible sea suficiente, en la medida en que, de acuerdo con la normativa bancaria española aplicable en cada momento a las entidades de crédito que no cumplan sus coeficientes de recursos propios tanto individualmente como en base consolidada, el Garante se viera obligado a limitar sus pagos respecto de cuotas participativas o valores equiparables que hubiera podido emitir (excepto pagos con cargo al fondo de estabilización) o la asignación de dotaciones al fondo de la obra benéfico-social (excepto aquellas efectuadas en virtud de lo establecido en el artículo 11.5 de la Ley 13/1985).

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

Si el déficit de recursos propios computables sobre los mínimos requeridos fuera igual o inferior al 20 %, la propuesta de distribución de resultados del Garante o de todas y cada una de las entidades de su

Grupo consolidable se someterá a la autorización previa del BANCO DE ESPAÑA, quien establecerá el porcentaje mínimo a destinar al fondo de reservas de cuotapartícipes atendiendo al programa presentado para retornar a los niveles exigibles.

El Ministerio de Economía y Hacienda podría, a propuesta del BANCO DE ESPAÑA, en ambos supuestos autorizar la distribución de cantidades al fondo de la obra benéfico-social.

Si la insuficiencia de recursos propios anteriormente mencionada impidiera realizar el pago de la Remuneración Preferente no Acumulativa, ya sea de manera total o parcial, dicho supuesto será comunicado a la CNMV mediante hecho relevante.

b) Supuestos de percepción parcial.

No obstante lo dispuesto en el subapartado I.a) anterior, los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 tendrán derecho a percibir una Remuneración Preferente no Acumulativa parcial a prorrata hasta el límite que, de acuerdo con los cálculos que resulten de lo previsto en los dos supuestos recogidos en el referido subapartado, fuere posible, conforme se describe en el subapartado III.(iii) posterior.

c) Forma de pago.

Cuando los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 tuvieran derecho a percibir remuneración por no darse los supuestos del subapartado I.a), el Emisor estará obligado a pagar la Remuneración Preferente no Acumulativa. Si el Emisor incumpliese esta obligación, el Garante efectuará el pago en virtud de la Garantía.

**II. Carácter no acumulativo de la Remuneración Preferente no Acumulativa**

Si, por darse alguno de los supuestos previstos en el subapartado I.a) anterior, el Emisor no abonara la Remuneración Preferente no Acumulativa respecto de una fecha de pago determinada, los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 perderán su derecho a recibirla, y ni el Emisor ni el Garante tendrán obligación de pagar ni la Remuneración Preferente no Acumulativa correspondiente a ese periodo, ni intereses sobre la misma, aun cuando en fechas de pago posteriores el Emisor cumpla con sus obligaciones de abonar la Remuneración Preferente no Acumulativa correspondiente a las Participaciones Preferentes Serie 3.

Si el Emisor dejara de abonar la Remuneración Preferente no Acumulativa por razones distintas de las contempladas en el subapartado I.a) anterior, dichas remuneraciones serán satisfechas por el Garante en virtud de la Garantía. De no hacerlo el Garante, los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 podrán ejercitar sus derechos contra el Garante.



### **III. Disposiciones generales**

- (i) El impago de la Remuneración Preferente no Acumulativa tanto por el Emisor como por el Garante será comunicado a la CNMV por el Emisor como hecho relevante.
- (ii) La obligación de pago de la Remuneración Preferente no Acumulativa por el Emisor se entenderá satisfecha cuando el Garante pague dicha Remuneración Preferente no Acumulativa, y en la medida en que lo haga.
- (iii) En el supuesto de pago parcial descrito en el subapartado I.b) anterior, la Remuneración Preferente no Acumulativa correspondiente a las Participaciones Preferentes Serie 3 y las demás participaciones preferentes del Emisor o de otra Filial de Caja Cantabria que cuenten con una garantía del mismo rango que la emitida en relación con las Participaciones Preferentes Serie 3, si existieren, así como la correspondiente, en su caso, a las participaciones preferentes o valores equiparables emitidos por el Garante, se declararán a prorrata, teniendo en cuenta la proporción existente entre: (a) la cantidad total disponible para el pago de la remuneración a las Participaciones Preferentes Serie 3 y el resto de participaciones preferentes y valores equiparables, si existieren, y (b) la cantidad que se hubiese pagado a las Participaciones Preferentes Serie 3 y al resto de participaciones preferentes y valores equiparables de no haber existido limitación alguna al pago de la Remuneración Preferente no Acumulativa.

En consecuencia, el importe que por la Remuneración Preferente no Acumulativa percibirían los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 estaría en función, en este supuesto, del importe total de participaciones preferentes y valores equiparables en circulación en el momento del pago y de la remuneración a la que pudieran tener derecho esas otras participaciones preferentes y valores equiparables.

- (iv) Si por razón del Beneficio Distribuible o por las limitaciones derivadas de la normativa sobre recursos propios de entidades de crédito aplicable en cada momento, no se pagara la Remuneración Preferente no Acumulativa a los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3, el Emisor no pagará dividendos a sus acciones ordinarias, y el Garante no distribuirá cantidad alguna a los titulares de cuotas participativas, si existieran (salvo distribuciones con cargo al fondo de estabilización autorizadas por el Banco de España).
- (v) Los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3 no tendrán otro derecho a participar en los beneficios del Emisor y del Garante que los establecidos en la presente Nota de Valores.

#### **4.6.1.2. Derecho a percibir el precio de amortización**

En los supuestos de amortización contemplados en el Apartado 4.8, los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 tendrán derecho a percibir un precio de

amortización por cada valor que consistirá en un importe igual a su valor nominal, esto es, 1.000 Euros, más, en su caso, una cantidad igual a la Remuneración Preferente no Acumulativa devengada desde la última fecha de pago hasta la fecha establecida para la amortización.

#### **4.6.1.3. Derecho a percibir cuotas de liquidación**

##### **1. Disolución o liquidación del Emisor**

En caso de liquidación o disolución, voluntaria o involuntaria, del Emisor, los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 que estén en circulación en ese momento tendrán derecho a percibir, de los activos del Emisor que puedan ser distribuidos entre los titulares de participaciones preferentes y accionistas ordinarios, una cuota de liquidación de 1.000 Euros por cada Participación Preferente Serie 3, equivalente a su valor nominal, más, en su caso, un importe igual a la remuneración devengada y no satisfecha correspondiente al periodo de devengo de la remuneración en curso y hasta la fecha de pago (la “**Cuota de Liquidación**”).

Los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 percibirán dichas cantidades con carácter previo a la distribución de activos entre los accionistas ordinarios del Emisor, pero al mismo tiempo que los titulares de las participaciones preferentes que haya emitido o, en su caso, pueda emitir el Emisor con el mismo rango que las Participaciones Preferentes Serie 3.

El pago de la Cuota de Liquidación se halla garantizado por Caja Cantabria.

El Garante se ha comprometido mediante la firma de la presente Nota de Valores, como único titular de las acciones ordinarias del Emisor, a no permitir ni adoptar medidas de ninguna clase para la liquidación o disolución del Emisor salvo en los casos de: (i) disolución o liquidación del Garante; o de (ii) reducción de sus fondos propios y de sus cuotas participativas, en su caso, a cero, sin liquidación del Garante y con un aumento simultáneo de su fondo fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas. En estos dos supuestos, el Garante aprobará la disolución y liquidación del Emisor, sin que para la adopción de esta decisión sea necesaria la aprobación de los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3.

##### **2. Liquidación o disolución simultánea del Emisor y del Garante**

Aun cuando existan activos suficientes en el Emisor para pagar a los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 las Cuotas de Liquidación que a cada uno correspondan, los derechos de dichos titulares se verán afectados por la eventual existencia de un proceso de: (i) liquidación o disolución del Garante; o de (ii) reducción de sus fondos propios y de sus cuotas participativas, en su caso, a cero, sin liquidación del Garante y con un aumento simultáneo de su fondo fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas. En estos casos, la distribución de las citadas Cuotas

de Liquidación quedará limitada en la forma que se especifica a continuación de tal modo que en supuestos extremos de insuficiencia patrimonial del Emisor o del Garante, se podría liquidar la Emisión por un valor inferior al nominal de las Participaciones Preferentes Serie 3, con la consiguiente pérdida para sus titulares del principal invertido.

Si en el momento en que deban abonarse a los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 las mencionadas Cuotas de Liquidación, se han iniciado o estuviesen pendientes de ser iniciados los trámites para: (i) la disolución o liquidación, voluntaria o involuntaria, del Garante, o (ii) para una reducción de sus fondos propios y de sus cuotas participativas, en su caso, a cero, sin liquidación del Garante y con un aumento simultáneo del fondo fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas, se calculará la suma de las siguientes cuotas de liquidación:

- (a) las correspondientes a todas las participaciones preferentes del Emisor;
- (b) las correspondientes a las participaciones preferentes (o valores similares) emitidas por Filiales que cuenten con una garantía otorgada por el Garante equiparable en orden de prelación a la otorgada en beneficio de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3; y
- (c) las correspondientes a participaciones preferentes o valores equiparables que pueda emitir el Garante.

Las Cuotas de Liquidación que se abonen a los titulares de los valores citados no excederán de las cuotas de liquidación que se habrían pagado con los activos del Garante si dichos valores hubieran sido emitidos por el Garante y se hubieran situado, en orden de prelación,

- (a) por delante de las cuotas participativas del Garante, si las hubiese emitido, y, únicamente en el caso de liquidación del Garante, por delante de la Obra Benéfico-Social de Caja Cantabria en cuanto al destino del remanente que pudiera quedar una vez atendidas todas las obligaciones de Caja Cantabria;
- (b) *pari passu* con cualquier garantía equiparable a la prestada por el Garante a las Participaciones Preferentes Serie 3 y con las participaciones preferentes o valores equiparables que, en su caso, pueda emitir Caja Cantabria; y
- (c) por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados del Garante (con exclusión de cualquier garantía o de cualquier otro derecho contractual que se sitúe, en orden de prelación, al mismo nivel que, o inferior que, la Garantía).

Se hace constar que, a fecha de hoy, al no haber sido emitidas cuotas participativas por Caja Cantabria, las Participaciones Preferentes Serie 3 (y

el resto de participaciones preferentes emitidas por el Emisor y otras Filiales) ocuparían, de acuerdo con lo establecido en el párrafo anterior, el último lugar de prelación de créditos en el supuesto de una reducción de los fondos propios de Caja Cantabria a cero, sin liquidación del Garante y con un aumento simultáneo del fondo fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas.

### 3. Liquidación o disolución del Garante

En los casos de: (i) liquidación o disolución del Garante; o de (ii) una reducción de sus fondos propios y de sus cuotas participativas, en su caso, a cero, sin liquidación del Garante y con un aumento simultáneo de su fondo fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas, el Garante decidirá la liquidación voluntaria del Emisor.

En este caso, la Cuota de Liquidación por cada valor que corresponda a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3 será igual a la cuota de liquidación por Participación Preferente Serie 3 que se habría pagado de los activos del Garante de acuerdo con lo dispuesto en el subapartado 2 anterior si las Participaciones Preferentes Serie 3 hubiesen sido emitidas directamente por el Garante.

El Garante se ha comprometido mediante la firma de la presente Nota de Valores, como titular de las acciones ordinarias del Emisor, a no adoptar ninguna acción para la liquidación o disolución del Emisor salvo en los casos previstos en el presente sub-apartado 3.

### 4. Pagos a prorrata

Si, al producirse el reparto por liquidación, las Cuotas de Liquidación a pagar no se hicieran efectivas en su totalidad debido a las limitaciones descritas en los subapartados 2 y 3 anteriores, dichas cantidades se abonarán a prorrata en proporción a las cantidades que se habrían pagado si no hubieran existido dichas limitaciones.

Una vez hecha efectiva la Cuota de Liquidación a la que tienen derecho los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3 de acuerdo con los subapartados anteriores, éstos no tendrán ningún otro derecho de reclamación ni frente al Emisor ni frente al Garante.

#### **4.6.1.4. Derecho de suscripción preferente**

Los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 no tienen derecho de suscripción preferente en las nuevas emisiones de participaciones preferentes que pueda realizar el Emisor en el futuro.

#### **4.6.2. Derechos políticos**

Los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 no tienen derecho de asistencia ni de voto en las Juntas Generales de Accionistas del Emisor. Sin perjuicio de lo

anterior, Caja Cantabria, como accionista titular del 100 % de los derechos de voto del Emisor, se compromete frente a los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 a otorgarles los siguientes derechos en los supuestos que se indican a continuación:

**4.6.2.1. Falta de pago íntegro de la remuneración durante dos periodos trimestrales consecutivos**

- (a) En el caso de que ni el Emisor ni Caja Cantabria, en virtud de la Garantía, satisfagan la Remuneración Preferente no Acumulativa íntegra respecto de las Participaciones Preferentes Serie 3 durante dos periodos trimestrales consecutivos, los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3, junto con los titulares de otras participaciones preferentes que haya emitido o, en su caso, pueda emitir el Emisor en el futuro, y que tengan derecho de designación de administradores en dicho supuesto, tendrán derecho a designar a dos miembros adicionales del Consejo de Administración del Emisor. Producida dicha designación, Caja Cantabria se compromete a nombrar a las personas así indicadas como miembros del Consejo de Administración del Emisor en el plazo máximo de 15 días hábiles desde la referida designación.

Los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3, junto con los titulares del resto de participaciones preferentes que haya emitido o, en su caso, pueda emitir el Emisor, podrán solicitar también a Caja Cantabria la destitución de los miembros del Consejo de Administración del Emisor así designados y designar otros en su lugar, en cuyo caso Caja Cantabria se compromete a tomar las medidas oportunas para que la destitución y el nuevo nombramiento tengan lugar en el plazo máximo de 15 días hábiles desde que la destitución y el nuevo nombramiento le sea comunicada por los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3 y el resto de participaciones preferentes del Emisor.

El ejercicio de los derechos citados en el párrafo anterior no se reconoce de forma aislada a los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3, sino de forma conjunta con el resto de titulares de participaciones preferentes que el Emisor haya emitido o, en su caso, pueda emitir en el futuro con un mismo rango que las Participaciones Preferentes Serie 3. Por tanto, si en el futuro el Emisor decidiera emitir nuevas participaciones preferentes, los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 deberían actuar conjuntamente con los titulares de las participaciones preferentes emitidas con anterioridad por el Emisor y con los titulares de las nuevas participaciones preferentes que tuviesen reconocido el derecho de designación en el mismo supuesto, a efectos de designación de consejeros y de destitución de los mismos.

El acuerdo de designación o destitución de miembros adicionales del Consejo de Administración requerirá el voto favorable de los titulares de las participaciones preferentes del Emisor que tengan reconocido el citado derecho de elección de administradores, que representen la mayoría de las

cuotas de liquidación de las mismas. Dicho voto se emitirá en la forma que se indica a continuación.

- (b) Los titulares del conjunto de participaciones preferentes del Emisor que tengan reconocido el derecho de designación de consejeros en el supuesto anterior, podrán emitir por escrito el voto para la designación y destitución de consejeros referido en el subapartado (a) precedente y remitirlo al Emisor, o bien adoptar el acuerdo correspondiente en una Asamblea General de dichos titulares.

En caso de que, transcurridos 30 días naturales desde la fecha en que los titulares de participaciones preferentes que tengan aparejada la facultad a que se refiere el párrafo anterior puedan ejercitar tal derecho, un número de éstos que representen la mayoría de las cuotas de liquidación de las participaciones preferentes no hubieran presentado la notificación por escrito descrita en el párrafo anterior, el Consejo de Administración del Emisor convocará una Asamblea General de los titulares de participaciones preferentes con el objeto de proceder a la designación.

Si el Consejo de Administración no convoca la Asamblea General dentro del citado plazo de 30 días naturales, podrán convocarla los titulares de participaciones preferentes representativas de, al menos, el 10 % de las cuotas de liquidación correspondientes a las mismas.

Las disposiciones relativas a la convocatoria y celebración de las Juntas Generales de Accionistas recogidas en los Estatutos del Emisor se aplicarán *mutatis mutandis* a las Asambleas Generales de titulares de participaciones preferentes convocadas por el Emisor. Dicha convocatoria le será comunicada igualmente a la CNMV.

Los Estatutos del Emisor establecen un mínimo de tres miembros del Consejo de Administración y un máximo de 12 miembros. A la fecha de registro de esta Nota de Valores, el Consejo de Administración se compone de seis miembros. A efectos clarificativos, en el supuesto de que los titulares de participaciones preferentes designaran dos miembros en el Consejo de Administración del Emisor de acuerdo con lo establecido anteriormente, el número máximo de consejeros no se alteraría y seguiría siendo de 12, por lo que Caja Cantabria, como titular del 100 % de las acciones ordinarias del Emisor podría nombrar hasta diez miembros del Consejo de Administración.

Lo establecido en los apartados anteriores será de aplicación siempre que, habiendo incumplido el Emisor con sus obligaciones de pago de la remuneración en los términos indicados, el Garante no hubiera hecho frente a las mismas de acuerdo con la Garantía.

Cualquier miembro del Consejo de Administración nombrado de conformidad con lo dispuesto anteriormente cesará en su cargo si, tras la circunstancia que hubiera dado lugar a su nombramiento, el Emisor o Caja Cantabria, en virtud de la Garantía, reanuda la distribución de las remuneraciones íntegras respecto de las

Participaciones Preferentes Serie 3 y, en su caso, de las demás participaciones preferentes durante cuatro periodos de remuneración consecutivos.

Tanto el nombramiento como el cese de los consejeros será objeto de anuncio por parte del Emisor en un periódico de difusión nacional en España.

**4.6.2.2. Modificación de los derechos otorgados por las participaciones preferentes. Necesidad de consentimiento previo de sus titulares**

1. Cualquier modificación o supresión de los derechos otorgados a las Participaciones Preferentes Serie 3 (y a cualquier otra serie de participaciones preferentes que haya emitido o, en su caso, pueda emitir el Emisor en el futuro) de cualquier modo (incluyendo, a título meramente enunciativo y no limitativo, la autorización o emisión de valores del Emisor que tengan mayores derechos en cuanto a la participación en los beneficios o activos del Emisor que las Participaciones Preferentes Serie 3) no será eficaz (salvo disposición legal en contrario) si no está autorizada por escrito por los titulares de, al menos, dos terceras partes de las Cuotas de Liquidación correspondientes a las Participaciones Preferentes Serie 3 (y, en su caso, de los titulares de, al menos, dos terceras partes de las cuotas de liquidación correspondientes a participaciones preferentes de cualquier otra Serie afectada), o si no se autoriza mediante un acuerdo aprobado en Asamblea General por los titulares de al menos dos terceras partes de las Cuotas de Liquidación correspondientes a las Participaciones Preferentes Serie 3 en circulación (y, en su caso, en Asamblea General por los titulares de al menos dos terceras partes de las cuotas de liquidación correspondientes a participaciones preferentes de esa otra serie afectada).

La expresión “mayores derechos en cuanto a la participación en los beneficios o activos del Emisor” utilizada en el párrafo anterior no incluye el tipo de remuneración correspondiente a las participaciones preferentes ni un valor nominal o valor en distinta moneda. En consecuencia, el Emisor podrá emitir con posterioridad a las Participaciones Preferentes Serie 3, participaciones preferentes que otorguen a sus titulares el derecho a percibir una remuneración superior a la establecida en la presente Nota de Valores sin que para ello sea necesario contar con el consentimiento previo de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3, siempre y cuando las Participaciones Preferentes Serie 3 y aquellas participaciones preferentes emitidas por el Emisor con anterioridad (y, en su caso, las demás participaciones preferentes que el Emisor pueda emitir en un futuro), se encuentren al corriente en el pago de la remuneración más reciente, tal y como se indica en el subapartado siguiente.

2. Sin perjuicio de lo anterior, cuando dicha modificación consista en aumentar la cantidad autorizada de participaciones preferentes o emitir una o más series de participaciones preferentes que se sitúen *pari passu* con las Participaciones Preferentes Serie 3 en cuanto a la participación en los beneficios y los activos del Emisor, siempre y cuando las Participaciones Preferentes Serie 3 y aquellas participaciones preferentes emitidas por el

Emisor con anterioridad (y, en su caso, las demás participaciones preferentes que el Emisor pueda emitir en un futuro) se encuentren al corriente en el pago de la remuneración más reciente, el Emisor podrá llevarla a cabo libremente, previo cumplimiento de los requisitos legales que sean de aplicación. Si el Emisor no se encontrase al corriente en el pago de la remuneración más reciente, para proceder a la citada autorización o emisión, será necesario el voto favorable de los titulares de participaciones preferentes del Emisor que representen dos terceras partes de las cuotas de liquidación totales, en los términos señalados en el Apartado 4.6.2.1(b) anterior.

Asimismo, y con respecto a la facultad descrita en el párrafo anterior, se hace constar la capacidad ilimitada del Emisor o cualquier otra Filial del grupo Caja Cantabria idónea, de emitir participaciones preferentes que se sitúen *pari passu* con las Participaciones Preferentes Serie 3, con el límite total del 30 % de los recursos propios básicos del Grupo Caja Cantabria, de conformidad con lo dispuesto en el apartado 1.i) de la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, de 25 de mayo.

3. Caja Cantabria, como titular del 100 % de las acciones ordinarias del Emisor podrá, en cualquier momento, tomar las acciones necesarias para emitir acciones ordinarias adicionales del Emisor sin consentimiento de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3, dado que aquellas se sitúan, en orden de prelación, por detrás de las participaciones preferentes y, en consecuencia, su emisión no perjudica los derechos de sus titulares.

#### **4.6.2.3. Supuesto de liquidación o disolución del Emisor**

El Garante se compromete mediante la firma de esta Nota de Valores, como titular de las acciones ordinarias del Emisor, a no adoptar ninguna acción para la liquidación o disolución del Emisor salvo en los casos de: (i) disolución o liquidación del Garante, o de (ii) reducción de sus fondos propios y, en su caso, de las cuotas participativas a cero, sin liquidación del Garante y con un simultáneo aumento del fondo fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas. En el supuesto de que se adopten acciones para la liquidación o disolución del Emisor (salvedad hecha de los casos mencionados en los puntos (i) y (ii) anteriores), se otorgarán a los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 los mismos derechos que en el supuesto descrito en el Apartado 4.6.2.1 anterior (falta de pago íntegro de la remuneración durante dos periodos trimestrales consecutivos).

En estos supuestos y con relación al orden de prelación de créditos, las Participaciones Preferentes Serie 3 se sitúan en orden de prelación:

- (i) por delante de las acciones ordinarias del Emisor;
- (ii) *pari passu* con cualquier otra serie de participaciones preferentes del Emisor con un mismo rango que las Participaciones Preferentes Serie 3 que haya emitido o, en su caso, pueda emitir el Emisor en el futuro; y



(iii) por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados del Emisor.

Todo ello, sin perjuicio de los derechos a percibir Cuotas de Liquidación en los términos señalados en el Apartado 4.6.1.3 de esta Nota de Valores.

Los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3, por el mero hecho de su suscripción y adquisición, renuncian a cualquier orden de prelación distinto del descrito anteriormente que pudiera corresponderles en virtud de la legislación aplicable en cada momento y, en particular, el que pudiera resultar de la aplicación de lo dispuesto en los artículos 92 y 158 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, concursal.

La prelación de la Garantía se describe en la Sección IV de este folleto (Módulo de Garantías).

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

##### **4.7.1. Tipo de interés**

Las Participaciones Preferentes Serie 3 objeto de esta Emisión devengarán desde la fecha de desembolso, esto es, desde el primer día hábil siguiente al fin del periodo de solicitudes de suscripción (incluido) (prevista, salvo que el periodo de solicitudes de suscripción termine anticipadamente, para el 10 de junio de 2009), y durante el resto de la vida de la Emisión hasta, en su caso, la fecha de amortización (excluida), una Remuneración Preferente no Acumulativa, pagadera por trimestres vencidos.

Desde la fecha de desembolso (incluida) cada una de las Participaciones Preferentes Serie 3 otorga a su titular el derecho a percibir una Remuneración Preferente no Acumulativa variable igual a la que resulte de aplicar el Euribor tres meses, más un diferencial del 6,75% sobre el importe nominal de las mismas, salvo lo establecido en el Apartado 4.6.1.11.a).

**Comparación con otras emisiones:** A fin de evaluar si las condiciones financieras de la Emisión se adecuan a las condiciones de mercado, teniendo en cuenta sus características, Cantabria Preferentes, S.A.U. ha obtenido la opinión de “Solventis” y “Analistas Financieros Internacionales, S.A. (AFI)”, consultoras independientes especializadas. Cabe señalar que recientemente el número de operaciones ha sido limitado debido a las difíciles condiciones de mercado. Se adjuntan como Anexo copia de dichas opiniones.

##### **4.7.2. Fechas de devengo y pago de los intereses**

La Remuneración Preferente no Acumulativa será pagadera, por trimestres vencidos, los días 28 de marzo, 28 de junio, 28 de septiembre y 28 de diciembre de cada año hasta, en su caso, la total amortización de la Emisión, o día hábil posterior en el caso de que alguna de las fechas fuera inhábil, sin ajuste en estos casos en cuanto a la cantidad pagadera por dicho concepto. La Remuneración Preferente no Acumulativa correspondiente al primer periodo de devengo, esto es, el periodo

comprendido entre la fecha de desembolso (incluida) y el 28 de junio de 2009 (excluido), carecerá de carácter trimestral y será pagadera el 29 de junio de 2009.

Se entenderá por día inhábil el sábado, domingo o festivo en Santander o en Madrid, o inhábil según el calendario TARGET (*Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System*).

A efectos de la determinación de la Remuneración Preferente no Acumulativa, la Emisión se dividirá en sucesivos periodos de devengo de la Remuneración Preferente no Acumulativa (los “**Periodos de Devengo**”), el primero de los cuales se iniciará en la fecha de desembolso. Cada uno de dichos Periodos de Devengo trimestrales comprenderá 90 días, excepto en el caso del primer Periodo de Devengo, que comprenderá los días efectivos transcurridos.

Tendrán derecho al cobro de la Remuneración Preferente no Acumulativa los titulares inscritos en los registros contables de Iberclear y sus Entidades Participantes el día anterior del señalado como fecha de pago.

Todo ello sujeto a las limitaciones indicadas en el Apartado 4.6.1 de esta Nota de Valores.

#### **4.7.3. Fórmula para el cálculo de la Remuneración Preferente no Acumulativa**

La Remuneración Unitaria correspondiente a un Periodo de Devengo se calculará de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$RU = \frac{NU * RI * 90}{36.000}$$

RU = Remuneración Unitaria

NU = Nominal Unitario (1.000 euros)

RI = Tipo de Remuneración Preferente no Acumulativa anual aplicable al Periodo de Devengo en cuestión (en porcentaje)

Nota= Se aplica Base 30/360. No obstante, el primer Periodo de Devengo no serán 90 días sino los días efectivamente transcurridos entre la fecha de desembolso (incluida) y el 28 junio de 2009 (excluida).

La cuantía de cada Remuneración Preferente no Acumulativa trimestral para cada Participación Preferente Serie 3 será el resultado de aplicar los tipos señalados al valor nominal, con redondeo al alza al sexto decimal.

La Remuneración Total correspondiente a un Periodo de Devengo que percibirá cada tenedor de Participaciones Preferentes Serie 3 se calculará conforme a la siguiente fórmula:

$$RT = RU * NP$$

RT = Remuneración Total

RU = Remuneración Unitaria

NP = Número de Participaciones Preferentes Serie 3

La cuantía de la Remuneración Total que percibirá cada tenedor de Participaciones Preferentes Serie 3 será el resultado de multiplicar la Remuneración Unitaria por el número de Participaciones Preferentes Serie 3 que posea cada tenedor, con redondeo al alza al segundo decimal.

#### **4.7.4. Plazo válido en el que se pueden reclamar los intereses y el reembolso del principal**

La acción para reclamar el abono de la Remuneración Preferente no Acumulativa devengada en un Periodo de Devengo concreto prescribe a los cinco años contados desde el día siguiente a la fecha de pago de dicho Periodo de Devengo, sujeto al artículo 1.966 del Código Civil.

El servicio financiero de la Emisión, en lo que respecta al pago de la Remuneración Preferente no Acumulativa, del Precio de Amortización y de la Cuota de Liquidación de las Participaciones Preferentes Serie 3, será atendido por el agente de pagos quien, ya realice el pago correspondiente el Emisor o, en su defecto, el Garante, recibirá la cantidad que corresponda por tal concepto para su distribución entre los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3.

#### **4.7.5. Descripción del subyacente**

La Remuneración Preferente no Acumulativa se referencia al EURIBOR a tres meses.

A estos efectos, se entiende por EURIBOR (*Euro Interbank Offered Rate*) a tres meses el tipo de referencia del Mercado Monetario del Euro que resulte de la aplicación de la Convención vigente en cada momento, bajo el patrocinio de la FEDERATION BANCAIRE DE L'UNION EUROPÉENNE (FBE) y la FINANCIAL MARKET ASSOCIATION (ACI) y actualmente publicado en la pantalla EURIBOR 01 de Reuter, o la que en su momento pudiera sustituirla, aproximadamente a las 11:00 horas (*Central European Time*) de la mañana del segundo día hábil inmediato anterior al del inicio de cada Periodo de Devengo para financiaciones con entrega de depósitos dos días hábiles posteriores al día de fijación del tipo, según el calendario TARGET (*Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System*) para depósitos en euros por un plazo de tres meses.

En el supuesto de ausencia o imposibilidad de obtención del tipo EURIBOR a tres meses, el tipo de interés de referencia sustitutivo será el tipo de interés que resulte de efectuar la media aritmética simple de los tipos de interés interbancarios de oferta

para operaciones de depósito no transferibles, en euros, a tres meses de vencimiento, los dos días hábiles inmediatamente anteriores al inicio de cada Periodo de Devengo, que declaren los siguientes bancos:

- DEUTSCHE BANK
- BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA
- BANCO SANTANDER CENTRAL HISPANO
- CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORRO (CECA)
- CAJA MADRID

En el supuesto de imposibilidad de aplicación del tipo de interés de referencia sustitutivo, por no suministrar alguna de las citadas entidades, de forma continuada, declaración de cotizaciones, será de aplicación durante el correspondiente Periodo de Devengo como tipo de interés de referencia el que resulte de aplicar la media aritmética simple de los tipos de interés declarados por al menos dos de las citadas entidades.

En ausencia o imposibilidad de obtención de los tipos establecidos en los párrafos anteriores, se aplicará como tipo de referencia en cada sucesivo Periodo de Devengo el mismo tipo de interés de referencia, principal o sustitutivo, aplicado durante el Periodo de Devengo inmediato anterior.

A título meramente indicativo, se indica a continuación la evolución del EURIBOR a tres meses desde el 25 de marzo de 2009y hasta el 8 de abril de 2009.

Sesión	EURIBOR a 3 meses
25/03/2009	1,548
26/03/2009	1,538
27/03/2009	1,531
30/03/2009	1,520
31/03/2009	1,510
01/04/2009	1,498
02/04/2009	1,483
03/04/2009	1,479
06/04/2009	1,466
07/04/2009	1,453
08/04/2009	1,445

*\* No se procede al redondeo del tipo aplicable para calcular la Remuneración Preferente no Acumulativa*

El tipo aplicable para cada Periodo de Devengo será comunicado por el agente de pagos, mediante anuncio en el Boletín Diario de Operaciones de A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA, a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3 en el plazo de un día hábil a partir de la fecha de su determinación.

Para el cálculo del tipo de la Remuneración Preferente no Acumulativa aplicable a cada Periodo de Devengo se tomarán tres decimales del tipo EURIBOR.

#### **4.7.6. Agente de cálculo**

CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS (CECA), con domicilio social en Madrid, calle Alcalá, 27.

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

#### **4.8.1. Precio de amortización**

Cada Participación Preferente Serie 3 objeto de la presente Emisión concede a su titular, en el supuesto de amortización total o parcial, derecho a percibir un precio de amortización que consistirá en su valor nominal más un importe igual a la Remuneración Preferente no Acumulativa devengada hasta la fecha establecida para la amortización y no satisfecha (el “**Precio de Amortización**”).

#### **4.8.2. Fecha y modalidades de amortización**

Las Participaciones Preferentes Serie 3 se emiten por tiempo indefinido. Sin embargo, podrán amortizarse total o parcialmente, a voluntad del Emisor (y no a solicitud de los inversores), con autorización previa del BANCO DE ESPAÑA y del Garante, a partir de que hayan transcurrido cinco años desde la fecha de desembolso coincidiendo con una fecha de pago de la Remuneración Preferente no Acumulativa.

En el caso de amortización de un número inferior al total de Participaciones Preferentes Serie 3 en circulación, ésta se realizará mediante una reducción proporcional del valor nominal de cada una de las Participaciones Preferentes Serie 3 en circulación, de tal forma que todos los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 reciban el mismo trato.

La decisión de amortización deberá ser notificada, con carácter irrevocable, por el Emisor a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3 con una antelación de entre treinta y sesenta días naturales respecto de la fecha señalada para la amortización. Dicha comunicación se llevará a cabo ante la CNMV y mediante la publicación del correspondiente anuncio en el Boletín de Cotización de A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA así como en un periódico de amplia difusión nacional.

El Emisor abonará al agente de pagos, para su distribución a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3 que figuren en los registros contables de Iberclear y sus Entidades Participantes, el Precio de Amortización.

El pago del Precio de Amortización se halla garantizado por Caja Cantabria, en los términos que se indican en la Sección IV de esta Nota de Valores (Módulo de Garantías).

No se requiere autorización de los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 para la amortización de las mismas.

Una vez se haya notificado la amortización a los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3, y se hayan depositado los fondos correspondientes, se extinguirán todos los derechos de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3 destinadas a ser amortizadas, excepto el derecho de los mismos a percibir el Precio de Amortización, y tales Participaciones Preferentes Serie 3 dejarán de estar en circulación.

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

El rendimiento efectivo de las Participaciones Preferentes Serie 3 para los inversores estará en función del vencimiento de la Emisión, en su caso, de la existencia de Beneficio Distribuible suficiente, y de la evolución del tipo de referencia anteriormente indicado. Suponiendo que se produjera la amortización de la Emisión en la fecha de pago de la Remuneración Preferente no Acumulativa inmediatamente posterior al quinto aniversario de la Emisión (28 de junio de 2014), y asumiendo la existencia de Beneficio Distribuible suficiente cada año y un tipo de Remuneración Preferente no Acumulativa de la Emisión igual a un tipo variable del 8,195% (correspondiente al Euribor a tres meses del día 8 de abril, más un diferencial del 6,75%), dicho rendimiento efectivo anual (TIR) sería del 8,881 %.

Los inversores no deben basar su decisión en las Participaciones Preferentes Serie 3 en virtud de los anteriores cálculos del tipo de interés, ya que éstos pueden sufrir variación, dependiendo de las fluctuaciones de los tipos 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 total o parcial de las Participaciones Preferentes Serie 3 objeto de esta Emisión una vez transcurridos cinco años desde la fecha de desembolso, previa autorización del BANCO DE ESPAÑA y del Garante, según se refiere en el Apartado 4.8 anterior.

#### **4.10. Representación de los tenedores de los valores**

El régimen de la Emisión no requiere de la representación de un sindicato.

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

La Emisión se desarrolla conforme al acuerdo de la Asamblea General de Caja Cantabria adoptado en sesión celebrada el 26 de abril de 2008, al acuerdo adoptado por el Consejo de Administración de Caja Cantabria en sesión celebrada el 17 de febrero de 2009 y a las decisiones adoptadas por Caja Cantabria como accionista único del Emisor el 26 de marzo de 2009.

#### **4.12. Fecha de emisión**

La fecha de emisión de las Participaciones Preferentes Serie 3 coincidirá con la fecha de desembolso, que será el primer día hábil posterior al fin del periodo de

suscripción (esto es, el 10 de junio de 2009, salvo que la Emisión se declare íntegramente suscrita con anterioridad).

#### **4.13. Restricciones a la libre transmisibilidad de los valores**

No existen restricciones a la libre transmisibilidad de las Participaciones Preferentes Serie 3. La transmisión del derecho de cada inversor sobre las Participaciones Preferentes Serie 3 se instrumentará mediante la pertinente transferencia contable en los registros de Iberclear y sus Entidades Participantes.

#### **4.14. Fiscalidad de los valores**

A continuación se realiza un breve análisis de las principales consecuencias fiscales derivadas de la adquisición, titularidad y, en su caso, posterior transmisión, amortización o reembolso de las Participaciones Preferentes Serie 3.

Dicho análisis es una descripción general del régimen aplicable de acuerdo con la legislación española en vigor (incluyendo su desarrollo reglamentario) a la fecha de registro del Folleto, sin perjuicio de los regímenes tributarios forales en vigor en los Territorios Históricos del País Vasco y en la Comunidad Foral de Navarra ni de la normativa aprobada por las distintas Comunidades Autónomas que, respecto de determinados impuestos, podría ser de aplicación a los inversores.

En particular, el presente extracto se basa en las disposiciones contenidas en la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y, en particular, en lo previsto en la Disposición Adicional Segunda de dicha norma, introducida por la Disposición Adicional Tercera de la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, y modificada por la Ley 23/2005, de 18 de noviembre, de reformas en materia tributaria para el impulso de la productividad, y la Ley 4/2008, de 23 de diciembre, por la que se suprime el gravamen del Impuesto sobre el Patrimonio, se generaliza el sistema de devolución mensual en el Impuesto sobre el Valor Añadido y se introducen otras modificaciones en la normativa tributaria (la “**Ley 13/1985**”), que el Emisor considera plenamente aplicable a la presente emisión de Participaciones Preferentes Serie 3.

Este resumen no pretende ser una descripción comprensiva de todas las consideraciones de orden tributario que pudieran ser relevantes en cuanto a una decisión de adquisición o venta de las Participaciones Preferentes Serie 3, ni tampoco pretende abarcar las consecuencias fiscales aplicables a todas las categorías de inversores, algunos de los cuales (como por ejemplo las entidades financieras, las entidades exentas del Impuesto sobre Sociedades, las instituciones de inversión colectiva, los fondos de pensiones, las cooperativas o las entidades en régimen de atribución de rentas) pueden estar sujetos a normas especiales. Tampoco se describen las consecuencias fiscales que se derivarían de la tenencia de Participaciones Preferentes Serie 3 que representen, individual o

conjuntamente con las inversiones realizadas por personas vinculadas, una participación igual o superior al 5% en el capital del Emisor.

Se aconseja en tal sentido a los inversores interesados en la adquisición de las Participaciones Preferentes Serie 3 que consulten con sus abogados o asesores fiscales en orden a la determinación de aquellas consecuencias fiscales aplicables a su caso concreto. Del mismo modo, los inversores habrán de tener en cuenta los cambios que la legislación vigente en este momento pudiera sufrir en el futuro, así como la interpretación que de su contenido puedan llevar a cabo las autoridades fiscales españolas, la cual podrá diferir de la que seguidamente se expone.

#### **4.14.1. Imposición indirecta en la adquisición y transmisión de las Participaciones Preferentes Serie 3**

La adquisición y, en su caso, posterior transmisión de las Participaciones Preferentes Serie 3 estará exenta del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados y del Impuesto sobre el Valor Añadido, en los términos previstos en el artículo 108 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y concordantes de las leyes reguladoras de los impuestos citados.

#### **4.14.2. Imposición directa sobre las rentas derivadas de la titularidad, transmisión, amortización o reembolso de las Participaciones Preferentes Serie 3**

##### **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 Preferente no Acumulativa que perciban los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 que sean contribuyentes por el IRPF, así como cualquier otra renta derivada de las Participaciones Preferentes Serie 3, 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 Participaciones Preferentes Serie 3 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 Participaciones Preferentes Serie 3, cuando el contribuyente hubiera adquirido otras Participaciones Preferentes Serie 3 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 Participaciones Preferentes Serie 3 que permanezcan en su patrimonio.

Finalmente, los rendimientos derivados de las Participaciones Preferentes Serie 3 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 Participaciones Preferentes Serie 3 en la medida que dichos valores, como está previsto en la 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 correspondiente al interés corrido cuando la transmisión de las Participaciones Preferentes Serie 3 tenga lugar durante los treinta 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. El adquirente no esté sujeto a retención por los rendimientos explícitos (i.e., la Remuneración Preferente no Acumulativa) derivados de las Participaciones Preferentes Serie 3 transmitidas.

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 Participaciones Preferentes Serie 3, tanto en concepto de Remuneración Preferente no Acumulativa 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 Participaciones Preferentes Serie 3 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.

**Inversores no residentes en España**

El presente apartado analiza el tratamiento fiscal aplicable a los accionistas no residentes en territorio español y será igualmente aplicable, con carácter general, a aquellos accionistas 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 Participaciones Preferentes Serie 3 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 Participaciones Preferentes Serie 3 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 Participaciones Preferentes Serie 3), 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 Participaciones Preferentes Serie 3, 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 Participaciones Preferentes Serie 3 obtenidos por los citados inversores estarán exentos de retención a cuenta del IRnR en los términos señalados anteriormente para los sujetos pasivos del IS.

**4.14.2.1. 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 Participaciones Preferentes Serie 3, 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 Participaciones Preferentes Serie 3 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 Participaciones Preferentes Serie 3, 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 4.14.2.1, “Impuesto sobre el Patrimonio”, anterior.

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.

#### **4.14.2.2. Obligaciones de información**

De conformidad con lo previsto en el apartado 3 de la disposición adicional segunda de la Ley 13/1985, Caja Cantabria, en calidad de entidad dominante de un grupo consolidable de entidades de crédito y titular de los derechos de voto del Emisor, tendrá la obligación de informar a la Administración tributaria de la identidad de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3 emitidas por el Emisor.

El procedimiento para cumplir con las obligaciones de información establecidas por la Ley 13/1985, así como el alcance de las citadas obligaciones, se recogen en el RD 1065/2007.

A este respecto, debe indicarse que la disposición final segunda de la Ley 4/2008 ha modificado la redacción del referido apartado 3 de la disposición adicional segunda de la Ley 13/1985, estableciendo que la información que habrá de suministrar la entidad de crédito dominante de un grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito a la Administración tributaria se referirá a la identidad de los contribuyentes del IRPF y los sujetos pasivos del IS que sean titulares de los correspondientes valores, así como de los contribuyentes del IRnR que obtengan rentas procedentes de tales valores mediante establecimiento permanente situado en territorio español. No obstante, la forma en que habrá de procederse al suministro de la citada información se deja a un posterior desarrollo reglamentario.

La Dirección General de Tributos, en respuesta evacuada a consulta vinculante de 20 de enero de 2009 (con núm. V0077-09) ha establecido que en tanto no se apruebe el mencionado desarrollo reglamentario, seguirán resultando de aplicación los procedimientos previstos en el artículo 44 del RD 1065/2007 respecto de los valores regulados en la disposición adicional segunda de la Ley 13/1985.

### **5. CLÁUSULAS Y CONDICIONES DE LA OFERTA**

#### **5.1. Descripción de la oferta pública**

La presente Nota de Valores se formaliza con el objeto de proceder a la “Emisión de Participaciones Preferentes Serie 3” de Cantabria Preferentes.

##### **5.1.1. Condiciones a las que está sujeta la oferta**

La presente oferta no está sujeta a ninguna condición.

### **5.1.2. Importe de la oferta**

La presente Nota de Valores se formaliza con el objeto de proceder a la emisión de hasta SESENTA Y TRES MIL (63.000) Participaciones Preferentes Serie 3 de MIL (1.000) EUROS de valor nominal cada una.

El importe total inicial de la Emisión es de SESENTA Y TRES MILLONES (63.000.000) DE EUROS, si bien quedará fijado en el efectivamente suscrito una vez finalizado el periodo de suscripción, según se describe en el Apartado 5.1.3 siguiente.

Todas las Participaciones Preferentes Serie 3 pertenecen a una misma clase y serie y, en consecuencia, serán de idénticas características, constituyendo un conjunto de valores homogéneos y contarán todas ellas con la garantía solidaria e irrevocable de Caja Cantabria, tal y como se describe en la Sección IV de esta Nota de Valores (Módulo de Garantías).

### **5.1.3. Plazo de la oferta pública y descripción del proceso de solicitud**

(i) Reglas para la formulación, recepción y tramitación de las órdenes de suscripción:

Las órdenes de suscripción (las “**Órdenes de Suscripción**” o las “**Órdenes**”) se presentarán ante Caja Cantabria, dentro del horario de apertura al público de sus oficinas. A tal efecto, los suscriptores deberán disponer de cuentas de efectivo y de valores abiertas en Caja Cantabria a través de las que tramitar sus Órdenes de Suscripción. La apertura y cancelación de dichas cuentas estará libre de gastos y comisiones. Para su apertura se suscribirá el contrato marco de prestación de servicios de inversión y auxiliares.

Las Órdenes de Suscripción son irrevocables y deberán ser otorgadas por escrito y firmadas por el suscriptor en el impreso que deberá facilitar al efecto la oficina de Caja Cantabria ante la que se presente.

No se aceptará ninguna Orden que no posea todos los datos identificativos del suscriptor que vengan exigidos por la legislación vigente para este tipo de operaciones (nombre y apellidos o denominación social, domicilio, N.I.F.). En las órdenes formuladas en nombre de menores de edad deberá recogerse el N.I.F. del menor.

La oficina ante la que se formule la orden de suscripción deberá poner a disposición del peticionario el Folleto y le entregará un resumen explicativo que recoge la información relevante de la Emisión, el cual, una vez analizado por el suscriptor, deberá ser firmado por éste y entregado a la entidad. Asimismo, la entidad le entregará una copia de la Orden de Suscripción realizada.

La oficina solicitará al cliente información sobre sus conocimientos y experiencia inversora, con la finalidad de evaluar, a través del test de conveniencia establecido en los procedimientos internos de Caja Cantabria, si el producto es adecuado para el cliente. Si el resultado del test de conveniencia es negativo, el cliente podrá contratar las Participaciones Preferentes Serie 3, advirtiéndole debidamente de tal resultado. En el caso de no disponer de los datos del cliente y éste no deseara realizar el test de conveniencia, podrá contratarse el producto pero advirtiéndole de la imposibilidad de valorar si el producto se adecua a su experiencia y conocimientos.

Las Órdenes de Suscripción deberán reflejar el número de Participaciones Preferentes Serie 3 que desea suscribir el suscriptor. Dicho número se confirmará mediante la firma de la Orden por el suscriptor.

Caja Cantabria rechazará aquellas Órdenes de Suscripción que no estén debidamente cumplimentadas, así como aquellas órdenes que no cumplan cualesquiera de los requisitos exigidos por los procedimientos internos establecidos por Caja Cantabria en virtud de la Ley del Mercado de Valores y normativa que la desarrolla para la adquisición de productos complejos, dentro de los cuales se encuadran las participaciones preferentes. Las Órdenes de Suscripción no podrán ser cursadas telefónicamente.

(ii) Procesamiento cronológico de Órdenes de Suscripción

1. Caja Cantabria introducirá en su sistema las Órdenes de Suscripción a medida que vayan siendo recibidas, de manera que controle su orden cronológico atendiendo a la fecha y hora de cada Orden de Suscripción y, asimismo, conozca el importe pendiente de suscribir en cada momento.
2. Llegado el caso de que el número total de Participaciones Preferentes Serie 3 correspondientes a las Órdenes tramitadas en un momento concreto excediese el número total de Participaciones Preferentes Serie 3 que aún no hubiesen sido suscritas, se asignará el excedente por orden cronológico. En tal caso, Caja Cantabria comunicará dicha circunstancia al Emisor dando por terminado el periodo de suscripción. Si la última Orden de Suscripción fuera por un número de Participaciones Preferentes Serie 3 superior a las Participaciones Preferentes Serie 3 pendientes de suscribir en ese momento, el inversor podrá elegir entre revocar dicha Orden de Suscripción o confirmar la misma en el número de valores disponibles. En todo caso, en este supuesto, a la última Orden de Suscripción que se dé curso se le asignará el número de participaciones que reste hasta alcanzar el número máximo de Participaciones Preferentes Serie 3 de la presente Emisión (63.000), no adjudicándose el exceso a la Orden así tramitada.

3. Todas las oficinas y sucursales de Caja Cantabria están conectadas en tiempo real a efectos de cumplir con el procesamiento cronológico de las Órdenes de Suscripción en la manera indicada.
4. Las Órdenes de Suscripción recibidas con posterioridad al momento en que se haya superado el importe máximo de Participaciones Preferentes Serie 3 no se atenderán.

(iii) Periodo de suscripción

El periodo de suscripción comenzará a las 08:30 horas del siguiente día hábil a la fecha en que se registre la presente Nota de Valores en los registros de la CNMV (siempre y cuando la Nota de Valores haya sido publicada o, en caso contrario, desde el momento de su publicación) y finalizará a las 14:00 horas del día 9 de junio de 2009, ambos días inclusive.

Si con anterioridad al 9 de junio de 2009 se hubiese cubierto íntegramente la Emisión, el Emisor dará por finalizado el periodo de suscripción, comunicando dicha circunstancia a la CNMV. Por otra parte, si al término del periodo de suscripción no se hubiese producido la colocación total, el Emisor deberá reducir el importe de la Emisión a la cifra colocada. Esta decisión será comunicada igualmente a la CNMV.

**5.1.4. Método de Prorrateo**

No aplicable.

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

El importe mínimo de solicitud será una Participación Preferente Serie 3, esto es, 1.000 EUROS.

**5.1.6. Métodos y plazos para el pago de los valores y para la entrega de los mismos**

Caja Cantabria abonará el importe íntegro de las suscripciones que ésta tramite al Emisor, a la cuenta que éste tiene abierta en Caja Cantabria.

El desembolso de las peticiones aceptadas deberá realizarse de una sola vez el primer día hábil siguiente al fin del periodo de solicitudes de suscripción (esto es, el desembolso está previsto para el 10 de junio de 2009, salvo que de conformidad con el apartado 5.1.3(iii) el periodo de solicitudes de suscripción sea cerrado anticipadamente), sea cual sea el importe colocado. La Entidad colocadora podrá exigir a los peticionarios provisión de fondos para asegurar del pago de los importes de las suscripciones. En este caso, el depósito de la provisión de fondos se remunerará al 2% nominal anual. Los intereses de este depósito se devengarán desde el primer día del depósito hasta la fecha de desembolso (no incluida). En el supuesto de que dicha provisión de fondos hubiera de ser devuelta, ésta se



realizará libre de gastos, con fecha no más tarde del día hábil posterior al del cierre del periodo de suscripción

El desembolso se realizará mediante adeudo en la cuenta corriente, de ahorro o a la vista, asociada a la cuenta de valores que el suscriptor deberá abrir expresamente para la suscripción de Participaciones Preferentes Serie 3 en Caja Cantabria a la fecha de desembolso. En caso de que no existan fondos suficientes en dichas cuentas para atender íntegramente las órdenes cursadas por los suscriptores, sólo se atenderán dichas órdenes hasta cubrir un número entero de Participaciones Preferentes Serie 3 cuyo importe nominal total sea igual o inferior al saldo que mantengan en las citadas cuentas. Si los suscriptores carecen de dichas cuentas en Caja Cantabria, se procederá a la apertura y cancelación de las mismas, libres de gastos y comisiones para el suscriptor.

Una vez inscritas en el registro contable de Iberclear y de sus Entidades Participantes, los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3 tendrán derecho a obtener de aquéllas en las que se encuentren registradas las Participaciones Preferentes Serie 3 los certificados de legitimación correspondientes, de conformidad con lo dispuesto en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles. Las Entidades Participantes expedirán dichos certificados de legitimación antes de que concluya el día hábil siguiente a aquél en que se hayan solicitado por los suscriptores.

**5.1.7. Publicación de los resultados de la oferta**

No aplicable.

**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 Emisión va dirigida a todo tipo de inversores que cumplan con los perfiles y requisitos exigidos por los mecanismos y procedimientos internos establecidos por Caja Cantabria en virtud de la Ley del Mercado de Valores y su normativa de desarrollo para la adquisición de este tipo de producto y será colocada a través de la red de oficinas de Caja Cantabria.

**5.2.2. Notificación a los solicitantes de la cantidad asignada**

La operativa está descrita en los Apartados 5.1.3 y 5.1.6 anteriores.

### **5.3. Precios**

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

El precio al que se ofertan los valores es el 100% de su valor nominal, esto es, 1.000 Euros. Se hace constar que no hay el importe mínimo de solicitud.

La suscripción de las Participaciones Preferentes Serie 3 se hace libre de gastos por parte del Emisor para los suscriptores, quienes no vendrán obligados a realizar desembolso alguno por dicho concepto, sin perjuicio de los gastos, corretajes y comisiones previstos expresamente en sus folletos de tarifas que puedan cobrar las Entidades Participantes de Iberclear en función de operaciones distintas de la suscripción de los valores objeto del Folleto.

Sin perjuicio de lo anterior, se hace constar que la suscripción de las Participaciones Preferentes Serie 3 requerirá la apertura por parte del inversor de cuentas de efectivo y valores en Caja Cantabria. La apertura y cancelación de estas cuentas será libre de gastos para el suscriptor si no dispusiese ya de las mismas.

Los gastos de primera inscripción en Iberclear, sociedad que se encargará del registro contable y de la liquidación y compensación de las operaciones realizadas sobre las Participaciones Preferentes Serie 3, serán por cuenta del Emisor, sin que existan comisiones a cargo de los inversores por tal concepto.

Sin perjuicio de lo anterior, las Entidades Participantes en Iberclear podrán cobrar a los inversores las comisiones y gastos repercutibles por el mantenimiento de los correspondientes registros contables.

Las tarifas relativas a comisiones y gastos repercutibles por las Entidades Participantes en Iberclear se encuentran depositadas en la CNMV y en el BANCO DE ESPAÑA.

### **5.4. Colocación y aseguramiento**

#### **5.4.1. Entidades coordinadoras y participantes en la colocación**

La entidad colocadora de la Emisión será Caja Cantabria.

El domicilio social de Caja Cantabria es la Plaza de Velarde 3, Santander. Caja Cantabria no percibirá comisión alguna por sus servicios como entidad colocadora.

#### **5.4.2. Agente de pagos y entidades depositarias**

El servicio financiero de la Emisión será atendido por la CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS (CECA), con domicilio social en Madrid, calle Alcalá, 27, quien actuará como agente de pagos. La comisión que percibirá por sus servicios como entidad agente ascenderá a TRES (3.000) EUROS anuales.

Las Participaciones Preferentes Serie 3 estarán representadas mediante anotaciones en cuenta. La entidad encargada del registro contable será Iberclear y sus Entidades Participantes.

#### **5.4.3. Entidades aseguradoras y procedimiento**

La Emisión no está asegurada.

#### **5.4.4. Fecha del acuerdo de aseguramiento**

No aplicable.

### **6. ACUERDOS DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y NEGOCIACIÓN**

#### **6.1. Solicitudes de admisión a cotización**

En virtud del acuerdo adoptado por el accionista único del Emisor el 26 de marzo de 2009, está previsto que las Participaciones Preferentes Serie 3 coticen en A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA.

A tal efecto, el Emisor solicitará que las Participaciones Preferentes Serie 3 sean admitidas a cotización oficial en dicho mercado, haciéndose constar que se conocen los requisitos y condiciones exigidos para la admisión, permanencia y exclusión de la cotización según la legislación vigente y los requerimientos de aquella institución, que el Emisor se compromete a cumplir.

El Emisor se compromete, respecto de la admisión a negociación en A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA, a realizar los trámites que correspondan con la mayor diligencia posible a fin de que la admisión a negociación de las Participaciones Preferentes Serie 3 se produzca no más tarde de un mes desde la fecha de desembolso. En el caso de que no sea posible obtener la admisión a cotización de las Participaciones Preferentes Serie 3 en A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA en el plazo señalado anteriormente, el Emisor lo hará público, expresando los motivos que determinen dicha imposibilidad mediante un anuncio publicado en al menos un diario de difusión nacional y la correspondiente comunicación a la CNMV, sin perjuicio de la posible responsabilidad contractual del Emisor.

El Emisor ha designado a Iberclear como entidad encargada de la llevanza del registro contable de las Participaciones Preferentes Serie 3, en cuyos registros el Emisor solicitará la inclusión de la totalidad de las Participaciones Preferentes Serie 3.

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

Se hace constar que a fecha de registro de la presente Nota de Valores los valores del Emisor o de otras entidades del Grupo Caja Cantabria admitidos a cotización de la misma clase que las Participaciones Preferentes Serie 3 son los que se indican a continuación:

- (i) El Emisor tiene admitidas a cotización en A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA CINCUENTA Y CINCO MIL (55.000) Participaciones Preferentes Serie 1 de MIL (1.000) EUROS de valor nominal cada una, por un importe total de CINCUENTA Y CINCO MILLONES (55.000.000) DE EUROS garantizadas por el Garante, siendo el 15 de diciembre de 2003 su fecha de emisión. El folleto informativo de dicha emisión fue registrado en la CNMV el 26 de noviembre de 2003.
- (ii) Asimismo, el Emisor tiene admitidas a cotización en A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA TREINTA MIL (30.000) Participaciones Preferentes Serie 2 de MIL (1.000) EUROS de valor nominal cada una, por un importe total de TREINTA MILLONES (30.000.000) DE EUROS garantizadas por el Garante, siendo el 28 de junio de 2006 su fecha de emisión. El folleto informativo de dicha emisión fue registrado en la CNMV el 20 de junio de 2006.
- (iii) CANTABRIA CAPITAL SOCIEDAD DE PARTICIPACIONES PREFERENTES, S.A.U., filial al 100 % del Garante emitió el 10 de diciembre de 2001, CINCUENTA MIL (50.000) participaciones preferentes Serie A de SEISCIENTOS (600) EUROS de valor nominal cada una, por un importe total de TREINTA MILLONES (30.000.000) DE EUROS garantizadas por el Garante. El folleto informativo de dicha emisión fue registrado en la CNMV el 5 de octubre de 2001.

Las obligaciones del Garante bajo la Garantía se sitúan, a efectos de prelación de créditos, *pari passu* con las obligaciones asumidas por el Garante en virtud de las garantías prestadas por éste respecto de las emisiones referidas en los párrafos (i), (ii) y (iii) anteriores. Por tanto, todas las emisiones de participaciones preferentes bajo la garantía de Caja Cantabria tienen igual rango.

## **6.3. Entidades de liquidez**

La liquidez de las Participaciones Preferentes Serie 3 objeto de la presente Emisión derivará de su cotización en A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA. Adicionalmente, el Emisor ha celebrado un contrato de liquidez con CECA, en virtud del cual esta entidad se compromete a dar liquidez al valor, mediante la introducción de órdenes de compra y de venta en dicho mercado.

En virtud de dicho contrato, CECA se compromete a ofrecer liquidez en el mercado español a los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3. En concreto, se obliga a cotizar precios de compra y venta de las Participaciones Preferentes Serie 3 en

A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA en cada sesión en los horarios de negociación correspondientes. Dicho precio se difundirá a través de la pantalla de información financiera Reuters, página CECA o aquella que pudiera sustituirla. Los precios cotizados serán vinculantes para órdenes de compra y venta de Participaciones Preferentes Serie 3 por importe de hasta 100.000 Euros por operación.

La diferencia entre los precios de oferta y demanda cotizados por la entidad de liquidez no será superior al 10% en términos de T.I.R., con un máximo de 50 puntos básicos en términos de T.I.R. y nunca será superior a un punto porcentual en términos de precio. Estos precios serán calculados por la entidad de liquidez en función de las condiciones de mercado vigentes en cada momento, teniendo en cuenta la rentabilidad de la Emisión y la situación de los mercados de renta fija en general, pudiendo la entidad de liquidez decidir los precios que cotice y modificarlos cuando lo considere oportuno con sujeción a las limitaciones indicadas, pero sin perjudicar injustificadamente la liquidez del valor.

La cotización de los precios de venta estará sujeta a la disponibilidad de Participaciones Preferentes Serie 3 en el mercado, comprometiéndose la entidad de liquidez a realizar sus mejores esfuerzos para localizar Participaciones Preferentes Serie 3 con las que corresponder a la demanda.

La entidad de liquidez podrá excusar el cumplimiento de sus obligaciones de dar liquidez cuando el valor nominal de las Participaciones Preferentes Serie 3 que ostente de forma individual, adquiridas directamente en el mercado en cumplimiento de su actuación como entidad de liquidez, sea superior al 10% del importe máximo total de las Participaciones Preferentes Serie 3 emitidas al amparo de la Emisión.

La entidad de liquidez quedará exonerada de sus responsabilidades ante cambios de las circunstancias estatutarias, legales o económicas del Emisor o del Garante que provoquen una disminución significativa de su solvencia. Sin perjuicio de lo anterior, la entidad de liquidez seguirá prestando liquidez a las Participaciones Preferentes Serie 3 ya emitidas. En cualquier caso, una vez las citadas circunstancias hayan desaparecido, la entidad de liquidez estará obligada a reanudar el cumplimiento de sus obligaciones de acuerdo con lo dispuesto en el contrato de liquidez.

La entidad de liquidez difundirá con la periodicidad que los volúmenes contratados requieran y, como mínimo, mensualmente, los indicados volúmenes, sus precios medios y vencimientos a través de A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA, o bien a través de la pantalla de información financiera de Reuters, creada para la cotización de las Participaciones Preferentes Serie 3, o aquella otra que pudiera sustituirla, a su elección.

La entidad de liquidez deberá informar al Emisor inmediatamente de las incidencias o noticias que lleguen a su conocimiento que afecten a la negociación de las Participaciones Preferentes Serie 3.

La entidad de liquidez informará al Emisor con la periodicidad que éste le indique sobre los niveles de precios y volúmenes de las Participaciones Preferentes Serie 3 que aquella ofrezca en el mercado.

El contrato de liquidez tiene una duración indefinida, a no ser que cualquiera de las partes proceda a denunciarlo con una antelación de, al menos, dos meses. En tal supuesto, se prevé que la entidad de liquidez continuará prestando sus funciones hasta que se haga efectiva la designación de la nueva entidad que la sustituya en las mismas y el Emisor, la Caja y la entidad de liquidez se han comprometido a realizar sus mejores esfuerzos para localizar una entidad que proporcione liquidez a la emisión en los términos anteriormente indicados. La amortización de las Participaciones Preferentes Serie 3 de acuerdo con los términos de la Emisión determinará la terminación del contrato de liquidez.

En cualquier caso, la terminación será comunicada a la CNMV y notificada a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3 mediante la publicación de un anuncio a este respecto en un periódico de distribución nacional y en el Boletín de Cotización de A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA, con una antelación de, al menos, 15 días al de la fecha de resolución del contrato de liquidez.

## **7. INFORMACIÓN ADICIONAL**

### **7.1. Personas y entidades asesoras en 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**

No aplicable.

### **7.4. Vigencia de las informaciones aportadas por terceros**

No aplicable.

### **7.5. Ratings**

Si bien al Emisor no le ha sido asignada calificación (*rating*), la agencia de calificación de riesgo crediticio MOODY'S INVESTORS SERVICE LTD ("Moody's") ha asignado a esta emisión de Participaciones Preferentes Serie 3 una calificación de Baa2. Esta calificación es preliminar y está sujeta a la revisión de la documentación final de la presente Emisión.

El Emisor concederá a los suscriptores el derecho a revocar las Órdenes de Suscripción si la calificación definitiva no confirma la citada calificación preliminar otorgada por la agencia de *rating* o, una vez confirmada, durante el periodo de suscripción se modificara a la baja *rating* asignado a la Emisión. En este supuesto,

los suscriptores tendrán derecho a revocar las Órdenes de Suscripción emitidas durante un plazo máximo de dos días hábiles desde la publicación del suplemento a la Nota de Valores que, de acuerdo con el artículo 16 de la Directiva 2003/71 (CE), de 4 de noviembre, a estos efectos se registre con la CNMV. En caso de que mediara entre la fecha de publicación del suplemento y el fin del periodo de suscripción fuera inferior a dos días hábiles, los suscriptores podrán revocar las órdenes de suscripción durante el plazo máximo de dos días hábiles desde la fecha de publicación del referido suplemento, retrasándose en consecuencia la fecha de desembolso en uno o dos días hábiles en función de la fecha de publicación. Transcurrido el plazo anteriormente descrito, no se aceptará ninguna revocación.

El Emisor remitirá copia de la calificación de *rating* definitiva a la CNMV, y en el supuesto de que se modificara a la baja la calificación otorgada a la Emisión, le notificará igualmente la apertura y cierre del periodo de revocaciones.

La calificación provisional Baa2 otorgada a la presente Emisión indica, de acuerdo con lo que se señala a continuación, una calidad satisfactoria para hacer frente al pago puntual de la Remuneración Preferente no Acumulativa y del Precio de Amortización, en su caso, de las Participaciones Preferentes Serie 3, de acuerdo con las condiciones previstas en la presente Emisión.

A la fecha de registro del presente folleto, Caja Cantabria tiene asignadas las siguientes calificaciones (*ratings*) por la agencia de calificación de riesgo crediticio Moody's:

- Largo plazo: A3.
- Corto plazo: Prime-2.
- Fortaleza financiera: C-.
- Perspectiva: Negativa.

La calificación C- fue otorgada por Moody's a Caja Cantabria en abril de 2007 y las calificaciones A3 y Prime-2 en noviembre de 2008, habiéndose realizado la última revisión el 26 de noviembre de 2008 y comunicada a la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES en la misma fecha.

Las escalas de calificación de deuda a largo plazo empleadas por la agencia citada son las siguientes:

<b>Deuda a largo plazo</b>		
		<b>Significado</b>
Grado inversor	Aaa	Calidad óptima
	Aa	Alta calidad
	A	Buena calidad
	Baa	Calidad satisfactoria
Grado especulativo	Ba	Moderada seguridad
	B	Seguridad reducida vulnerabilidad
	Caa	Vulnerabilidad identificada
	Ca	Retrasos en pagos
	C	Pocas posibilidades de pago

Moody's aplica una puntuación de (1) a (3) en las categorías Aa a Caa que indica la posición relativa dentro de la categoría, siendo (1) la mejor posición dentro de la categoría y (3) la más débil.

Las escalas de calificación de deuda a corto plazo empleadas por la agencia citada son las siguientes:

<b>Deuda a corto plazo</b>	
	<b>Significado</b>
Prime-1	Alto grado de solvencia
Prime-2	Fuerte capacidad de pago
Prime-3	Capacidad satisfactoria
Not prime	Capacidad de pago inferior a categorías anteriores



Las escalas de fortaleza financiera empleadas por la agencia citada son las siguientes:

Fortaleza financiera
A
B
C
D
E

Moody's aplica los signos más (+) y menos (-) para indicar la mayor o menor posición dentro de una categoría. El signo más (+) representa la mejor posición dentro de una categoría, mientras que el signo menos (-) indica la posición más débil, dentro de la misma categoría.

La calificación "A3" para la deuda a largo plazo otorgada a Caja Cantabria indica, de acuerdo con lo señalado anteriormente, una garantía financiera buena, con una consideración media-alta. La calificación "Prime-2" otorgada a Caja Cantabria para deuda a corto plazo, indica una buena calidad de pago a corto plazo, con alguna sensibilidad al entorno. Por otra parte, la fortaleza financiera califica la seguridad intrínseca de la entidad y su solvencia. La calificación "C-" otorgada a Caja Cantabria indica una fortaleza financiera adecuada.

Estas calificaciones crediticias no constituyen una recomendación para comprar, vender o ser titular de valores. Las calificaciones crediticias pueden ser revisadas, suspendidas o retiradas en cualquier momento por las agencias de calificación responsables de las mismas.

Si durante el Periodo de Suscripción se produjera una revisión a la baja del *rating* del Garante se abriría igualmente un periodo de revocación de las Órdenes de Suscripción durante un periodo de dos días hábiles.

Las mencionadas calificaciones crediticias son sólo una opinión y no tienen por qué evitar a los potenciales inversores la necesidad de efectuar sus propios análisis sobre Caja Cantabria o los valores a adquirir.

La calificación es una evaluación de la capacidad y compromiso jurídico de un emisor para efectuar los pagos de intereses y amortización del principal en los casos previstos en las condiciones de la emisión. La función de las calificaciones en los mercados financieros es la de proporcionar una medida del riesgo de incumplimiento en el pago de intereses, dividendos o principal de una inversión de renta fija.

## **7.6. Actualización de la información contenida en el Documento de Registro**

Se incorporan por referencia las Cuentas Anuales (Balance, Cuenta de Pérdidas y Ganancias y Memoria) e Informe de Gestión individuales del ejercicio 2008, formuladas por el Consejo de Administración de Cantabria Preferentes en su reunión celebrada el 10 de marzo de 2009 y auditadas, y que se someterán a la aprobación del accionista único, Caja Cantabria, el día 20 de abril de 2009. Dichas Cuentas Anuales, junto con el Informe de Auditoría, se encuentran depositadas ante la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES y en el domicilio de Cantabria Preferentes.

La información contenida en las indicadas Cuentas Anuales no supone un cambio significativo respecto de la situación financiera o respecto de las operaciones del Emisor que se describen en el Documento de Registro del Emisor.

Se incorporan igualmente por referencia los hechos relevantes comunicados a la CNMV desde la fecha de registro del Documento de Registro de Cantabria Preferentes inscrito en los Registros Oficiales de la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES con fecha 24 de abril de 2008.

No se han producido otros hechos que afecten de manera significativa al Emisor.

En Santander, a 15 de abril de 2009.

CANTABRIA PREFERENTES, S.A., SOCIEDAD UNIPERSONAL  
P.p.

---

D. Luis Fernando García Andrés

\* \* \*

## IV. GARANTÍA

### 1. NATURALEZA DE LA GARANTÍA

En su reunión de fecha 17 de febrero de 2009, el Consejo de Administración de Caja Cantabria acordó garantizar con carácter solidario e irrevocable la emisión de participaciones preferentes de Cantabria Preferentes que ha acordado el accionista único del Emisor el 26 de marzo de 2009 denominada “Emisión de Participaciones Preferentes Serie 3” por un importe inicial de hasta SESENTA Y TRES MILLONES (63.000.000) DE EUROS, en los términos establecidos en la Garantía emitida por Caja Cantabria.

Con sujeción a las limitaciones contenidas en los Apartados siguientes, el Garante se compromete irrevocable e incondicionalmente a pagar a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3 la totalidad de los Pagos Garantizados (excepto en la medida en que dichos importes sean hechos efectivos por el Emisor) en la forma y en el momento en que sean debidos, con independencia de cualquier excepción, derecho de compensación o reconvención que pueda corresponder al Emisor o ser invocado por éste. La Garantía es continua, irrevocable y absoluta.

### 2. ALCANCE DE LA GARANTÍA

#### 2.1. Pagos Garantizados

A los efectos de esta Garantía, “**Pagos Garantizados**” significa, sin duplicidad: (i) cualquier Remuneración Preferente no Acumulativa de las Participaciones Preferentes Serie 3 devengada pero no pagada, correspondiente al Periodo de Devengo más próximo; (ii) el Precio de Amortización de las Participaciones Preferentes Serie 3 que sean amortizadas por el Emisor de acuerdo con el Apartado 4.8 de la Nota de Valores; y (iii) la Cuota de Liquidación que corresponda a cada Participación Preferente Serie 3 en caso de liquidación, y que será igual a 1.000 Euros por Participación Preferente Serie 3 más la Remuneración Preferente no Acumulativa devengada y no pagada en la fecha de pago.

En relación con los epígrafes (i) y (iii) del párrafo anterior, debe tenerse en cuenta lo siguiente:

- (a) En cuanto al epígrafe (i), el Garante únicamente tendrá obligación de abonar la Remuneración Preferente no Acumulativa de las Participaciones Preferentes Serie 3 cuando los titulares tengan derecho a percibirla (es decir, cuando el Beneficio Distribuible sea suficiente y cuando lo permita la normativa del BANCO DE ESPAÑA sobre recursos propios aplicable en cada momento, tal y como se describe en el Apartado 4.6.1.1 de la Nota de Valores), pero el Emisor no efectúe el pago. En caso contrario, los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 no podrán dirigirse al Garante para

reclamarle el pago. Este punto se desarrolla con mayor detalle en el Apartado 2.1.1.1 siguiente.

- (b) En cuanto al epígrafe (iii), las Cuotas de Liquidación que el Garante tenga obligación de abonar podrán verse reducidas por la existencia de un proceso de: (y) liquidación o disolución del Garante, o (z) de reducción de sus fondos propios y de sus cuotas participativas, en su caso, a cero, sin liquidación del Garante y con un aumento simultáneo del Fondo Fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas, tal y como se establece en el Apartado 2.1.1.2 siguiente.

#### **2.1.1.1. Limitaciones de los Pagos Garantizados en relación con la Remuneración de las Participaciones Preferentes Serie 3**

El Garante no estará obligado a realizar Pagos Garantizados en relación con la Remuneración Preferente no Acumulativa de las Participaciones Preferentes Serie 3:

- (i) En la medida en que dicho pago, junto con: (a) cualquier remuneración pagada durante el ejercicio en curso, y (b) aquellas remuneraciones que se propone abonar durante el trimestre natural en curso, en cada caso respecto de: (y) todas las participaciones preferentes emitidas por el Emisor o por cualquier otra Filial, que se encuentren garantizadas por el Garante en los mismos términos que las Participaciones Preferentes Serie 3 (incluidas éstas últimas), y (z) cualesquiera valores equiparables emitidos por Caja Cantabria que se sitúen, en cuanto a la participación en beneficios, al mismo nivel que las obligaciones del Garante asumidas en esta Nota de Valores, excediera del Beneficio Distribuible correspondiente al ejercicio social anterior (tal y como se define en el Apartado 4.6.1.1 de la Sección III).

A efectos de lo establecido en el párrafo anterior, se contabilizará como remuneración aquella que haya sido satisfecha tanto directamente por el emisor correspondiente como por Caja Cantabria en virtud de la correspondiente garantía.

- (ii) Aunque el Beneficio Distribuible sea suficiente, en la medida en que, de acuerdo con la normativa española aplicable a las entidades de crédito que no cumplan sus coeficientes de recursos propios individualmente o en base consolidada, el Garante se viera obligado a limitar sus pagos respecto de cuotas participativas o valores equiparables que hubiera podido emitir (excepto pagos procedentes del fondo de estabilización) o la asignación de dotaciones al fondo de la obra benéfico-social (excepto aquellas efectuadas en virtud de lo establecido en el artículo 11.5 de la Ley 13/1985), en los mismos términos indicados en el Apartado 4.6.1.1 de la Nota de Valores en cuanto al pago de la remuneración de las Participaciones Preferentes Serie 3 en los supuestos allí indicados.

### **2.1.1.2. Limitaciones de los Pagos Garantizados en relación con las Cuotas de Liquidación de las Participaciones Preferentes Serie 3**

Si en el momento en que el Garante tuviera que efectuar pagos de Cuotas de Liquidación en relación con las Participaciones Preferentes Serie 3 (tal y como se definen en el Apartado 4.6.1.3 de la Nota de Valores), se hubieran iniciado los trámites, o éstos estuviesen pendientes de ser iniciados, para: (i) la liquidación o disolución voluntaria o involuntaria del Garante, o (ii) para una reducción de sus fondos propios y de sus cuotas participativas, en su caso, a cero, sin liquidación del Garante y con un aumento simultáneo del fondo fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas, dichas Cuotas de Liquidación, junto con cualquier cuota de liquidación pagadera en relación con todas aquellas participaciones preferentes del Emisor y de cualquier Filial que se encuentren garantizadas por el Garante en los mismos términos que las Participaciones Preferentes Serie 3, así como, en su caso, de las participaciones preferentes o valores equiparables que pueda emitir el Garante, no superarán el importe de la Cuota de Liquidación que se hubiera pagado con cargo a los activos del Garante si todos los valores citados hubiesen sido emitidos por el Garante y se hubiesen situado, en orden de prelación: (a) por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados del Garante (con exclusión de cualquier garantía o derecho contractual con el mismo rango o inferior que la Garantía); (b) *pari passu* con cualquier garantía equiparable a la prestada por el Garante a los valores objeto del presente folleto y con las participaciones preferentes o valores equiparables que, en su caso, pueda emitir Caja Cantabria; y (c) por delante de las cuotas participativas del Garante, si las hubiese emitido, y, únicamente para el caso de liquidación del Garante, por delante de la Obra Benéfico-Social de Caja Cantabria en cuanto al destino de remanente que pudiera quedar una vez atendidas todas las obligaciones de Caja Cantabria.

En los casos de: (i) liquidación o disolución del Garante, o de (ii) una reducción de sus fondos propios y de sus cuotas participativas, en su caso, a cero, sin liquidación del Garante y con un aumento simultáneo del fondo fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas, el Garante decidirá la disolución y liquidación del Emisor.

## **2.2. Retenciones**

Los Pagos Garantizados efectuados en virtud de la Garantía respecto de cada una de las Participaciones Preferentes Serie 3 se efectuarán con las retenciones o deducciones a cuenta de impuestos, tributos, gravámenes o exacciones de cualquier naturaleza que correspondan de conformidad con la legislación fiscal española vigente en cada momento.

## **2.3. Pagos a prorrata**

En el caso de que las cantidades descritas en el Apartado 2.1 anterior no fuesen pagaderas en su totalidad por razón de las limitaciones señaladas en los apartados 2.1.1.1 y 2.1.1.2, dichas cantidades se abonarán a prorrata en proporción a las cantidades que se habrían pagado de no haber existido tales limitaciones.

## **2.4. Características de las obligaciones del Garante bajo la Garantía**

- (i) El Garante renuncia a cualquier derecho o beneficio (de excusión, división u orden) que según la legislación española pudiera corresponderle en relación con la oposición a la realización de cualquier pago en virtud de la Garantía.
- (ii) Las obligaciones y compromisos del Garante no se verán afectados por ninguna de las siguientes circunstancias:
  - (a) la renuncia, bien por aplicación de algún precepto legal o por cualquier otra razón, a que el Emisor cumpla con algún compromiso, término o condición, implícito o explícito, relativo a las Participaciones Preferentes Serie 3;
  - (b) la prórroga de la fecha de pago tanto de la Remuneración Preferente no Acumulativa como del Precio de Amortización, de las Cuotas de Liquidación o de cualquier otra cantidad debida en relación con las Participaciones Preferentes Serie 3, o la prórroga otorgada para el cumplimiento de cualquier otra obligación relacionada con las Participaciones Preferentes Serie 3;
  - (c) cualquier incumplimiento, omisión o retraso por parte de los titulares en el ejercicio de los derechos otorgados por las Participaciones Preferentes Serie 3;
  - (d) la liquidación, disolución, venta de cualquier bien dado en garantía, suspensión de pagos, quiebra, concurso, procedimiento concursal o renegociación de deuda que afecte al Emisor;
  - (e) cualquier defecto o invalidez de las Participaciones Preferentes Serie 3; o
  - (f) la transacción sobre cualquier obligación garantizada por la Garantía o contraída en virtud de la Garantía.

Los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3 no tendrán obligación alguna de notificar al Garante el acaecimiento de cualquiera de las circunstancias arriba indicadas, ni de obtener su consentimiento en relación con las mismas.

Las obligaciones del Garante son independientes de las del Emisor, quedando aquél obligado como deudor principal, y no podrá exigirse de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3 que agoten cualesquiera de sus derechos o adopten cualquier acción legal contra el Emisor antes de dirigirse contra el Garante.

- (iii) El Garante se subrogará en todos los derechos de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3 frente al Emisor en relación con las cantidades que el Garante hubiera hecho efectivas a dichos titulares en virtud de la Garantía. El Garante no podrá ejercitar los derechos de los que

sea titular como consecuencia de la subrogación si, en el momento de reclamar el pago al Emisor, existieran cantidades debidas y pendientes de pago en virtud de la Garantía, salvo que estuviese obligado a ello en virtud de disposiciones legales de obligado cumplimiento. Si el Garante recibiera alguna cantidad por vía de la subrogación en contra de lo estipulado en este apartado (iii), se compromete a abonar el importe así recibido a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3.

## **2.5. Otras obligaciones del Garante en virtud de la Garantía**

- (i) El Garante no emitirá valores equiparables a las Participaciones Preferentes Serie 3 que se sitúen, en orden de prelación, por delante de sus obligaciones en virtud de la Garantía, ni emitirá garantía alguna en relación con participaciones preferentes de cualquier Filial suya si dicha garantía se situara, en orden de prelación, por delante de la Garantía (incluyendo, a título meramente enunciativo, cualquier garantía que otorgue una prioridad de pago en relación con el Beneficio Distribuible), a menos que: (a) la Garantía se modifique a fin de conceder a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3 los mismos derechos contemplados en esos valores equiparables a las participaciones preferentes o en esa otra garantía, de forma que la Garantía se sitúe, en orden de prelación, al mismo nivel, y tenga derechos en relación con el Beneficio Distribuible sustancialmente iguales a los de los citados valores o a los de la citada garantía; y (b) la Remuneración Preferente no Acumulativa de las Participaciones Preferentes Serie 3 más reciente haya sido pagada íntegramente por el Emisor o por el Garante en virtud de la Garantía.
- (ii) Cualquier cantidad que deba ser pagada por el Garante de acuerdo la Garantía en relación con la Remuneración Preferente no Acumulativa más próxima, será pagada con anterioridad a:
  - (a) cualquier distribución a los titulares de cuotas participativas del Garante, si las hubiere, incluyendo aplicaciones al fondo de estabilización, pero excluyendo: (i) distribuciones a los cotapartícipes con cargo al fondo de estabilización; y (ii) distribuciones en forma de valores del Garante que se sitúen en orden de prelación por detrás de las obligaciones del Garante derivadas de la Garantía; y
  - (b) cualquier distribución a los titulares de cualesquiera otros valores emitidos por el Garante con un orden de prelación por detrás de las obligaciones del Garante derivadas de la Garantía, si los hubiere.

Sin perjuicio de lo anterior, podrían existir determinados supuestos en los que, aún dándose alguno de los motivos señalados en este folleto que motiven que no se pague la Remuneración Preferente no Acumulativa a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3, Caja Cantabria distribuya cantidades al fondo de la obra benéfico-social. Dichos supuestos son, aparte de aquellos que puedan ser autorizados excepcionalmente por el Ministerio

de Economía de acuerdo con el artículo 11.5 de la Ley 13/1985, los siguientes:

- (a) En el supuesto de que, en un determinado ejercicio, Caja Cantabria obtenga beneficios en su cuenta de pérdidas y ganancias individual, pero el Grupo Caja Cantabria incurra en pérdidas o resultado cero (u obtenga beneficios en cuantía no suficiente).
- (b) En el supuesto de que: (i) Caja Cantabria o su Grupo tengan un déficit de recursos propios de los legalmente exigidos, (ii) Caja Cantabria y su Grupo obtengan beneficios, y (iii) el BANCO DE ESPAÑA autorice la distribución de cantidades al fondo de la obra benéfico-social pero no a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3.

Asimismo, en el supuesto de que cualquier remuneración no sea abonada a las Participaciones Preferentes Serie 3, el Garante se compromete (por sí y por cualquier Filial) a no amortizar, recomprar o adquirir cualesquiera otros valores que, en orden de prelación, se sitúen al mismo nivel o por detrás de las obligaciones del Garante en virtud de la Garantía (ya hayan sido emitidos directamente por el Garante, ya por una Filial del Garante con el beneficio de una garantía del Garante con un rango igual o inferior al de la Garantía), salvo mediante conversión o canje por cuotas participativas u otros valores del Garante que se sitúen, en orden de prelación, por detrás de la Garantía, hasta el momento en que el Emisor o el Garante hayan reanudado el pago de, o hayan asignado el importe correspondiente para el pago de la totalidad de la remuneración de las participaciones preferentes en circulación correspondientes a dos Periodos de Devengo consecutivos.

En relación con dicho compromiso se hace constar que, por lo que se refiere a las cuotas participativas y sin perjuicio de las obligaciones asumidas en este folleto por el Garante, conforme al artículo 7 de la Ley 13/1985 el Garante podrá realizar adquisiciones derivativas de cuotas participativas siempre que el valor nominal de las cuotas que obren en poder de la entidad o de su grupo consolidable no exceda del 5 % de las cuotas totales emitidas.

- (iii) El Garante se compromete a que los términos y condiciones de futuras emisiones de cuotas participativas cumplan con las estipulaciones y limitaciones contenidas en esta Garantía en relación con los pagos a los titulares de cuotas participativas.
- (iv) El Garante se compromete a mantener la titularidad del 100 % de las acciones ordinarias del Emisor, de forma directa o indirecta, mientras existan Participaciones Preferentes Serie 3 en circulación.

## **2.6. Finalización de la Garantía**

En relación con las Participaciones Preferentes Serie 3, la Garantía vencerá y quedará sin efecto cuando se hayan amortizado la totalidad de dichas Participaciones Preferentes Serie 3, o cuando se hayan pagado íntegramente las



Cuotas de Liquidación de las mismas. Sin embargo, en caso de que algún titular se viera obligado a restituir alguna de las cantidades pagadas en virtud de las Participaciones Preferentes Serie 3 o de la Garantía por la razón que fuera, la Garantía quedará restablecida de forma automática.

## **2.7. Varios**

- (i) Los acuerdos y compromisos contenidos en la Garantía vincularán a los sucesores o cesionarios del Garante. El Garante no transmitirá sus obligaciones derivadas de la Garantía sin el previo consentimiento de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3 que representen, al menos, las dos terceras partes de las Cuotas de Liquidación. Dicho consentimiento será obtenido de acuerdo con el procedimiento establecido en el Apartado 4.6 de la Sección III. Lo anterior se entiende sin perjuicio del derecho del Garante a fusionarse con o a transmitir o a ceder todos, o sustancialmente todos, sus activos a una entidad de crédito española sin el consentimiento de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3.
- (ii) Esta Garantía sólo podrá ser modificada por escrito por el Garante con el consentimiento previo del BANCO DE ESPAÑA y de los titulares de Participaciones Preferentes Serie 3 que representen al menos las dos terceras partes de las Cuotas de Liquidación, de acuerdo con el procedimiento recogido en el Apartado 4.6 de la Sección III.

Se exceptúan de lo dispuesto en el párrafo anterior, los cambios:

- (a) que se lleven a cabo en virtud de lo dispuesto en el apartado 2.5.(i) anterior;
- (b) que no afecten negativamente a los derechos de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3; o
- (c) necesarios para llevar a efecto cualquiera de las operaciones de fusión, transmisión o cesión contempladas en el epígrafe (i) anterior.

En dichos supuestos, el Garante podrá modificar la Garantía sin el consentimiento de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3.

- (iii) Cualquier notificación que haya de realizarse al Garante será dirigida por fax (confirmada por carta enviada por correo) a:

CAJA DE AHORROS DE SANTANDER Y CANTABRIA  
Plaza de Velarde, 3  
39001 - Santander  
Tel: 942 204 572  
Fax: 942 204 718  
Atención: D.<sup>a</sup> Margarita Crespo García

- (iv) Las notificaciones que deba realizar el Garante a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3 en virtud de la Garantía se llevarán a cabo mediante publicación en un periódico de difusión nacional en España.
- (v) Cualquier notificación que deba realizar el Garante que pueda ser calificada como información relevante a la luz de la normativa española del mercado de valores será comunicada, también, a la CNMV.
- (vi) A efectos de la Garantía, no se tendrán en consideración las Participaciones Preferentes Serie 3 que pudieran hallarse en poder del Garante o de cualquier sociedad en la que el Garante sea titular del 20 % o más de los derechos de voto, para fijar las mayorías necesarias para la aprobación de modificaciones, cesiones, etc.

## **2.8. Ley Aplicable**

La Garantía se regirá por la legislación común española y se interpretará de acuerdo con la misma.

## **2.9. Prelación de créditos**

Las obligaciones del Garante bajo esta Garantía se sitúan, en orden de prelación:

- (i) por delante de las cuotas participativas del Garante, si existieren, así como, únicamente para el caso de liquidación del Garante, por delante de la Obra Benéfico-Social de Caja Cantabria en cuanto al destino del remanente que pudiera quedar una vez atendidas todas las obligaciones de Caja Cantabria;
- (ii) *pari passu* con cualquier garantía equiparable a la Garantía y con las participaciones preferentes o valores equiparables que, en su caso, pueda emitir Caja Cantabria; y
- (iii) por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados del Garante (con exclusión de cualquier garantía o derecho contractual con el mismo rango o inferior que la Garantía).

Los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 3, por el mero hecho de su suscripción y adquisición, renuncian a cualquier orden de prelación distinto del descrito anteriormente que pudiera corresponderles en virtud de la legislación aplicable en cada momento y, en particular, el que pudiera resultar de la aplicación de lo dispuesto en los artículos 92 y 158 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, concursal.

## **3. INFORMACIÓN SOBRE EL GARANTE**

La información relativa al Garante se encuentra disponible en el Documento de Registro de Caja Cantabria registrado en los Registros Oficiales de la CNMV el 24 de abril de 2008.

Se incorporan por referencia las Cuentas Anuales (Balance, Cuenta de Pérdidas y Ganancias y Memoria) e Informe de Gestión tanto individuales como del Grupo Consolidado de Caja Cantabria del ejercicio 2008, formuladas por el Consejo de Administración de Caja Cantabria en su reunión celebrada el 23 de febrero de 2009 y auditadas, y que se aprobaron por la Asamblea General ordinaria de Caja Cantabria el día 4 de abril de 2009. Dichas Cuentas Anuales, junto con el Informe de Auditoría, se encuentran depositadas ante la CNMV y en el domicilio de Caja Cantabria. Asimismo, se pueden consultar en la página Web de Caja Cantabria [www.casyc.es](http://www.casyc.es).

La información contenida en las indicadas Cuentas Anuales no supone un cambio significativo respecto de la situación financiera o respecto de las operaciones de Caja Cantabria que se describen en el referido Documento de Registro.

Se incorporan igualmente por referencia el informe anual de gobierno corporativo presentado a la CNMV el 23 de febrero de 2009 así como los hechos relevantes comunicados a la CNMV desde la fecha de registro del Documento de Registro de Cantabria Preferentes inscrito en los Registros Oficiales de la CNMV con fecha 24 de abril de 2008.

No se han producido otros hechos que afecten de manera significativa al Garante.

#### **4. DOCUMENTOS PARA CONSULTA**

La Garantía se podrá consultar en el domicilio social del Emisor.

En Santander, a 15 de abril de 2009.

CAJA DE AHORROS DE SANTANDER Y CANTABRIA  
P.p.

---

D.ª Margarita Crespo García

\* \* \*

## **ANEXO I**

**Copia de las opiniones de  
Solventis y Analistas Financieros Internacionales (AFI)**

Barcelona, 31 de Marzo de 2009

**CAJA CANTABRIA**

Dña. Margarita Crespo García  
Plaza de Velarde 3  
39001 Santander

Apreciada Sra. Crespo:

Por la presente, le remitimos un informe de emisión y valoración de una posible Emisión de Participaciones Preferentes garantizadas por Caja Cantabria, al objeto de contrastar las condiciones de mercado existentes.

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

Mientras tanto, aprovecho la ocasión para saludarle.



Guillermo Alfaro Bau  
Socio-Director  
Solventis

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

**Valorador:**  Solventis

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

<b>Índice</b>	<b>Pág.</b>
1.- Introducción .....	3
A. Objeto del Informe. ....	3
B. Capacidad e Independencia de Solventis.....	3
2.- Descripción de la Emisión de Participaciones Preferentes .....	4
3.- Análisis del Mercado por Tipología de Emisión y Emisor.....	6
A. Tipos de Emisiones .....	6
B. Descripción del Emisor y de sus Emisiones de Renta Fija.....	7
C. Mercado Primario de Deuda Senior .....	9
D. Mercado Primario de Deuda Subordinada.....	11
E. Mercado Primario de Participaciones Preferentes.....	13
F. Mercado Secundario de Deuda Senior, Subordinada y Preferentes .....	15
4.- Análisis de las Condiciones de la Emisión de Participaciones Preferentes .....	21
5.- Conclusiones .....	24
Anexo 1: Métodos de Valoración.....	25
- Modelo de Hull & White.....	26
- Proceso de Calibración del Modelo de Hull & White .....	27
Anexo 2: Datos de Mercado Utilizados .....	29

## **1.- Introducción**

El presente informe ha sido elaborado por Solventis, a petición de CAJA CANTABRIA, a partir de la información suministrada por la propia entidad y de la información registrada en la CNMV. Los datos de mercado utilizados para este análisis han sido observados con fecha 26 de marzo de 2009.

### **A. Objeto del Informe.**

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

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

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

### **B. Capacidad e Independencia de Solventis.**

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

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

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



## **2.- Descripción de la Emisión de Participaciones Preferentes**

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

- Emisor: Cantabria Preferentes, S.A.U.
- Garante: Caja de Ahorros de Santander y Cantabria
- Rating Garante: Corto plazo: Moodys P-2  
Largo plazo: Moodys A3
- Naturaleza de los Valores: Participaciones Preferentes
- Divisa de la Emisión: EUR
- Importe Nominal: 63.000.000 Euros
- Número de Valores: 63.000 de 1.000 Euros cada participación
- Precio de Emisión: 100%
- Fecha Prevista de Emisión: 10 de Junio de 2009
- Remuneración: No acumulativos
- Cupón: Tipo Euribor a tres meses más un diferencial del 6,75% hasta la fecha de amortización o de amortización anticipada.  
La fijación del tipo de interés será a las 11:00 horas de dos días hábiles TARGET antes de la fecha de inicio de cada periodo de interés.  
La distribución de este cupón estará condicionada a la obtención de Beneficio Distribuible suficiente y a las limitaciones impuestas por la normativa bancaria española sobre recursos propios. Si por estas razones no se pagaran en todo o en parte las retribuciones correspondientes a los titulares de estas participaciones preferentes, se perderá el derecho a percibir dicha retribución, no teniendo por qué afectar al pago de la retribución futura.
- Base Cálculo Intereses: 30/360
- Fechas de pago de los cupones: Los intereses se liquidarán por trimestres vencidos los días 28 de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año, siendo la primera fecha de liquidación el 28 de junio de 2009.
- Fecha de Amortización: Emisión perpetua, sin perjuicio de la opción de amortización anticipada para el Emisor.

- Sistema de Amortización: A la par al vencimiento o en la fecha de amortización anticipada correspondiente.
- Amortización anticipada: El Emisor podrá amortizar anticipadamente, previa autorización del Banco de España en todo o en parte las Participaciones Preferentes emitidas, siempre que hayan transcurrido 5 años desde la Fecha de Desembolso y coincidiendo con una fecha de pago de la Remuneración, reembolsando a su titular el valor nominal de cada participación preferente.  
  
Este derecho lo tendrá exclusivamente el Emisor (no el inversor) y lo ejercerá a su propia conveniencia.
- Colectivo a los que se dirige la emisión: Todo tipo de inversores
- Rating de la Emisión: Moodys Baa2
- ISIN: -

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

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

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

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

### A. Tipos de Emisiones:

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

Según el plazo de vencimiento, suelen clasificarse en:

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

Otros valores de renta fija son:

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

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

CAJA CANTABRIA es una entidad financiera sólida, con una calificación crediticia respaldada que le otorgan niveles de “rating” de A3 por Moody’s.

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

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

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

– Bonos y Obligaciones Seniors:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0314975006	06-abr-05	06-abr-10	Variable	3,049	320,00	400.000.000,00
ES0314975006	06-abr-05	30-mar-11	Variable	1,708	272,00	200.000.000,00
ES0314975006	06-abr-05	12-abr-12	Variable	2,919	300,00	300.000.000,00
						<b>900.000.000,00</b>

– Obligaciones Subordinadas:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0214975007	10-dic-02	10-oct-12	Variable	1,876	n.d.	80.000.000,00
ES0214975015	30-mar-04	30-mar-14	Variable	1,660	n.d.	45.000.000,00
ES0214975023	13-dic-05	13-dic-15	Variable	2,063	n.d.	50.000.000,00
						<b>175.000.000,00</b>

– Participaciones Preferentes:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
KYG1825G1082	11-dic-01	Perpetua	Variable	5,041	n.d.	30.000.000,00
ES0182834004	15-dic-03	Perpetua	Variable	n.d.	n.d.	55.000.000,00
ES0182834020	28-jun-06	Perpetua	Variable	n.d.	n.d.	30.000.000,00
						<b>115.000.000,00</b>

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

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

## C. Mercado Primario de Deuda Senior:

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

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

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

ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Tipo Referencia	Nominal Emitido	Fecha Vto.	Spread Implícito
ES0314970098	La Caixa	AA-	Tipo Fijo 3,375	2.000M	03/02/2012	80pb
ES0314950454	Caja Madrid	AA-	Tipo Fijo 3,125	2.000M	20/02/2012	78pb
ES0313790000	Banco Popular	AA	Tipo Fijo 3,000	1.500M	23/02/2012	77pb
ES0313679450	Bankinter	A+	Tipo Fijo 3,000	1.500M	24/02/2012	77pb
ES0313770077	Banco Pastor	A	Tipo Fijo 3,000	1.000M	02/03/2012	75pb
ES0314840168	Caixa Catalunya	A	Tipo Fijo 3,000	1.500M	05/03/2012	75pb
ES0314977275	Bancaja	A-	Tipo Fijo 3,000	1.500M	12/03/2012	80pb
ES0314958051	Caixanova	A-	Tipo Fijo 3,125	1.000M	19/03/2012	85pb
ES0314400096	CAM	A-	Tipo Fijo 3,125	1.500M	26/03/2012	90pb

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

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

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

ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Tipo Referencia	Nominal Emitido	Fecha Vto.	Spread Implícito
XS0405121368	BNP	AA+	Tipo Fijo 5,000	1.500M	16/12/2013	160pb
XS0405713883	Intesa Sanpaolo	AA-	Tipo Fijo 5,375	1.250M	19/12/2013	195pb
XS0404952078	Societe Generale	AA-	Tipo Fijo 5,125	1.000M	19/12/2013	185pb
XS0408165008	Unicredit	A+	Tipo Fijo 5,250	1.000M	14/01/2014	210pb
FR0010709097	HSBC	AA	Tipo Fijo 4,875	1.500M	15/01/2014	175pb
XS0408528833	BBVA	AA	Tipo Fijo 4,875	1.000M	23/01/2014	180pb
XS0408832151	Rabobank	AAA	Tipo Fijo 4,375	5.000M	22/01/2014	150pb
DE000CB899M6	Commerzbank	A	Tipo Fijo 5,000	1.500M	06/02/2014	210pb
PTCG1LOM007	Caixa Geral de Depositos	A+	Tipo Fijo 5,125	1.250M	19/02/2014	225pb
XS0413601351	Rabobank	AAA	Tipo Fijo 4,750	1.500M	15/01/2018	150pb
XS0413822106	Neder Waterschapsbank	AAA	Tipo Fijo 2,750	1.500M	21/02/2011	73pb

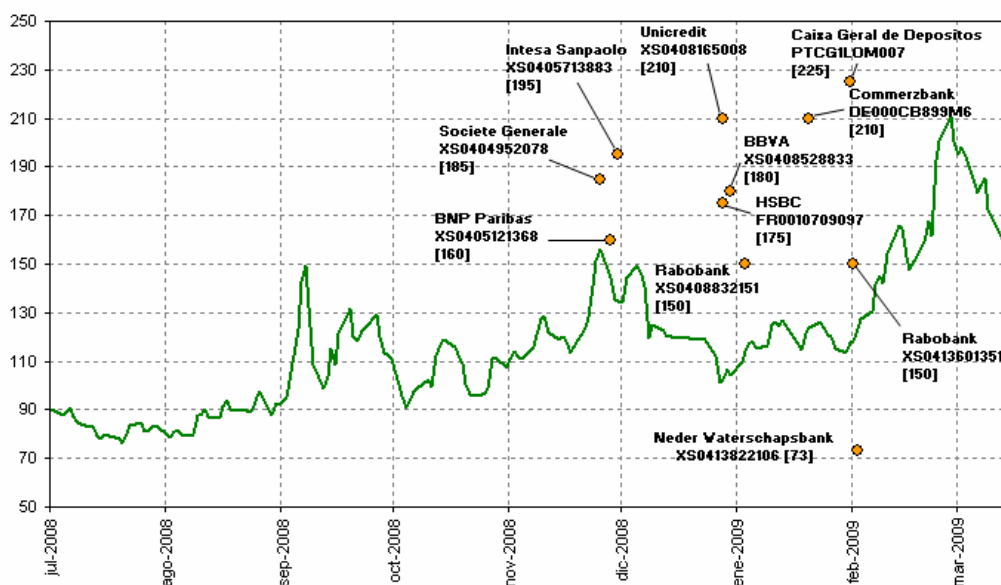
\* Rating del Emisor en la fecha de emisión  
Fuente: Elaboración Propia

Del análisis de estas emisiones de Deuda Senior efectuadas en los últimos meses, podemos concluir que no es posible encontrar referencias que por equivalencia se ajusten a las condiciones de una posible emisión de CAJA CANTABRIA (Moody's A3).

Sin embargo, por coherencia con los niveles observados y la evolución reciente del mercado para este tipo de instrumentos (ver Gráfico 1), para una emisión de este tipo, a realizar por el emisor objeto del informe, el mercado posiblemente espere unos diferenciales superiores a los 225 puntos básicos.

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

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



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

## D. Mercado Primario de Deuda Subordinada:

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

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

ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Tipo Referencia	Nominal Emitido	Fecha Vto.	Spread Implícito
ES0214950182	Caja Madrid	AA-	Tipo Fijo 5.755 hasta 2023, después Tipo Variable EUR3M+165	100M	26/02/2028	165pb
ES0213211131	BBVA	AA-	Tipo Fijo 6,20	100M	04/07/2023	165pb
ES0213211115	BBVA	AA-	Tipo Fijo 6,025 hasta 2028, después Tipo Variable EUR3M+178	125M	03/03/2033	178pb
ES0215474232	Caja España	A-	Tipo Fijo 7,50	200M	28/08/2018	225pb
ES0214840342	Caixa Catalunya	A	Tipo Fijo 7.00 hasta 2009, después Tipo Variable EUR3M+200 (step-up de 75pb a los 5 años)	500M	18/12/2018	200pb
ES0214910004	Caja Ávila	BBB+	EUR12M+295 (step-up de 75pb a los 5 años)	30M	24/10/2018	295pb
ES0214910012	Caja Ávila	BBB+	EUR12M+295 (step-up de 50pb a los 5 años)	15M	29/10/2018	295pb
ES0214910020	Caja Ávila	BBB+	EUR12M+295 (step-up de 75pb a los 5 años)	40M	26/11/2018	295pb
ES0264730088	Caja Sur	BBB+	EUR6M+450 (step-up de 75pb a los 5 años)	165M	28/11/2018	450pb
ES0214854020	Caja Duero	A	EUR3M+400 (step-up de 50pb a los 5 años)	132,50M	19/12/2018	400pb
ES0214982136	Caja Granada	A-	EUR3M+300 (step-up de 75pb a los 5 años)	120M	16/03/2019	300pb
ES0214600233	Caja Murcia	A+	Tipo Fijo 5.952 el primer cupón, después Tipo Variable EUR6M+275 (step-up de 75pb a los 5 años)	50M	30/12/2018	275pb
ES0214970065	La Caixa	AA-	Tipo Fijo 6.00 hasta 2010, después Tipo Variable EUR3M+200 (Cap 6% / Floor 4%)	2.500M	27/02/2019	200pb

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

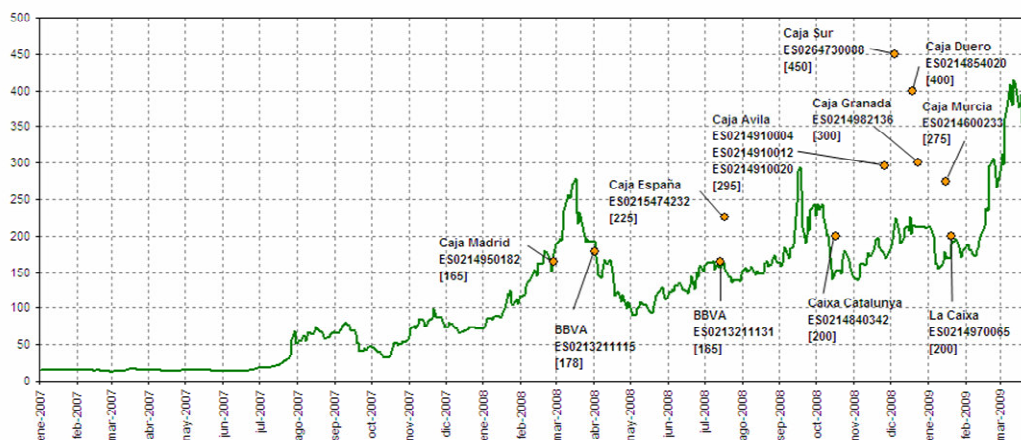
Probablemente, el motivo de esta poca actividad emisora se deba a la aparición de la crisis de liquidez, como consecuencia de la crisis sub-prime americana y por la situación extraordinaria por la que atraviesan los mercados financieros.

Las últimas emisiones realizadas por Caja Ávila o Caja Sur (mismo rating) y Caja Granada, Caja Duero o Caja Murcia (mejor rating) podrían indicarnos un incremento de los spreads esperados por el mercado para este tipo de emisiones para una entidad como CAJA CANTABRIA, a tenor además de la reciente evolución del mercado de crédito para deuda subordinada (ver Gráfico 2). Por ello, en nuestra opinión actualmente el rango podría situarse por encima de los 350 puntos básicos.



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

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



Como puede observarse en los gráficos anteriores, en el último mes y medio el mercado ha experimentado un incremento de los spreads crediticios de más de 40 puntos básicos en las emisiones de deuda senior y en más de 200 puntos básicos en el mercado de deuda subordinada. Si bien, en la última semana se ha recuperado prácticamente la mitad de estas subidas.

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

## E. Mercado Primario de Participaciones Preferentes:

En los años 2008/09 en España se han colocado diez emisiones de Participaciones Preferentes:

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

ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Tipo Referencia	Nominal Emitido	Fecha Vto.	Spread Implícito
ES0169075043	Caixanova	A	Tipo Variable EUR12M+275 hasta 2018, después EUR12M+412.5	100M	Perpetua Callable 2018	275pb
ES0122707021	Caja Ávila	BBB+	Tipo Variable EUR12M+400 hasta 2018, después EUR12M+500	35M	Perpetua Callable 2018	400pb
ES0114959028	Caja Segovia	BBB+	Tipo Variable EUR12M+425 hasta 2018, después EUR12M+550	15M	Perpetua Callable 2018	425pb
ES0114224050	BBVA	AA-	Tipo Fijo 6.50 hasta 2010, después Tipo Variable EUR3M (Floor 3.50%)	1.000M	Perpetua Callable 2013	75pb
ES0113860003	Banco Sabadell	A+	Tipo Fijo 6.00 hasta 2011, después Tipo Variable EUR3M+250 (Floor 4.50%)	300-500M	Perpetua Callable 2014	275pb
ES0170412003	Banco Popular	AA	Tipo Fijo 6.75 hasta 2014, después Tipo Variable EUR3M+150 (Floor 4%)	300-600M	Perpetua Callable 2014	225pb
ES0112805025	Caixa Galicia	A	Tipo Fijo 7.50 hasta 2012, después Tipo Variable EUR3M+515 (Floor 6.15% a partir año 5)	150-300M	Perpetua Callable 2014	525pb
ES0114854005	Caja Duero	A	Tipo Variable EUR3M+775	100M	Perpetua Callable 2014	775pb
ES0114818059	Caja Murcia	A+	Tipo Variable EUR3M+445 (Floor 5.50%)	100M	Perpetua Callable 2014	450pb
ES0168569004	Banco Pastor	A	Tipo Fijo 7.25 hasta 2012, después Tipo Variable EUR3M+460 (Floor 6.80%)	100M	Perpetua Callable 2014	500pb

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

En base a esta información y a la reciente evolución del mercado de crédito observado, podríamos considerar que una posible emisión de Participaciones Preferentes de CAJA CANTABRIA debería de emitirse con unos niveles de Spread Implícito superiores a los 620 puntos básicos (por encima de los spreads implícitos ofrecidos por le emisión de Caixa Galicia, Caja Murcia y Banco Pastor).

Si analizamos las tasas internas de rentabilidad estimadas en base a las condiciones de emisión de cada una de las últimas emisiones descritas, los resultados son los que se recogen en el cuadro siguiente:

**Cuadro 5: TIR estimadas para las Emisiones de Participaciones Preferentes**

Emisor	Banco Sabadell	Banco Popular	Caixa Galicia	Caja Duero	Caja Murcia	Banco Pastor	Caja Cantabria
Rating	A+	AA	A	A	A+	A	A-
TIR 5 años	6,27%	6,92%	8,17%	10,55%	7,22%	7,80%	9,07%
TIR 10 años	6,52%	6,46%	8,77%	11,26%	7,91%	8,32%	9,91%
TIR Perpetua	6,43%	5,80%	9,00%	11,60%	8,18%	8,48%	10,33%

Nota: la fecha de estimación es el 26 de Marzo de 2009. Para la estimación de la TIR perpetua se han utilizado 50 años. No se ha considerado la opción de cancelación ni la probabilidad de la no distribución de flujos por la falta de obtención de Beneficio Distribuible o por falta de recursos propios del Emisor.

En base a este análisis comparable se observa que, si las emisiones analizadas no fueran ejercitadas con antelación, los diferenciales de TIR de la posible emisión de CAJA CANTABRIA con respecto a las otras emisiones realizadas son superiores. Concretamente, con respecto a la última emisión realizada por Caixa Galicia este diferencial de TIR estimada es de 151,88 puntos básicos superior. Con respecto a la emisión de Caja Duero, los diferenciales son de 127 puntos básicos menores.

En nuestra opinión, los diferenciales obtenidos bajo este análisis comparable a partir de ese escenario pueden justificar la idoneidad de las condiciones de una posible emisión de CAJA CANTABRIA.

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

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

A modo de ejemplo, en el Cuadro 6 siguiente se recogen los spreads implícitos de algunas referencias de deuda senior emitidas por entidades financieras españolas. Como se puede observar, los rangos de spreads implícitos para algunas emisiones son muy amplios (27.66 puntos básicos de promedio) y los spreads medios se sitúan en un nivel entorno a los 356.53 puntos básicos.

**Cuadro 6: Emisiones de Deuda Senior en Mercado Secundario Español**

ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
XS0244150743	BBVA	Aa1	24-feb-2011	133 - 143
XS0247647539	Banco Santander	Aa1	23-mar-2011	192 - 205
ES0313540025	Banesto	Aa2	22-feb-2010	107 - 113
ES0314950280	Caja Madrid	Aa3	24-may-2010	196 - 245
ES0313860134	Banco Sabadell	Aa3	26-oct-2011	395 - 425
ES0313679427	Bankinter	Aa3	18-nov-2010	211 - 243
ES0214977151	Bancaja	A2	23-abr-2014	734 - 742
ES0314400054	CAM	A2	14-ene-2010	774 - 848

Fuente: Tradeweb

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

Si bien el mercado cotiza, para estas referencias de deuda observadas, con unos diferenciales algo más cerrados (29.75 puntos básicos de promedio), los spreads medios se sitúan con un nivel entorno a los 203.95 puntos básicos.

**Cuadro 7: Emisiones de Deuda Senior del Mercado Secundario Europeo**

ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
XS0304159576	Rabobank	AA+	06/06/2022	108.5 - 123.8
XS0405121368	BNP Paribas	AA	16/12/2013	128.3 - 136.7
XS0356838523	Credit Agricole	AA-	08/04/2011	96.0 - 112.5
XS0304508921	Intesa Sanpaolo	AA-	15/06/2017	153.0 - 181.6
DE000DB5S5U8	Deutsche Bank	AA-	31/08/2017	165.1 - 169.5
XS0297541285	Credit Mutuel	AA-	27/04/2017	150.3 - 193.2
XS0404952078	Societe Generale	AA-	19/12/2013	166.5 - 190.4
XS0254035768	Abn Amro Bank	AA-	11/05/2016	153.9 - 226.0
XS0215743252	Sanpaolo	AA-	01/04/2015	128.3 - 169.1
XS0321334442	Credit Suisse	AA-	18/09/2017	224.9 - 243.1
XS0365381473	Bank of Scotland	AA-	23/05/2013	324.5 - 340.0
XS0354788258	DNB Nor Bank	A+	28/03/2011	170.9 - 197.5
BE0932900518	Fortis Bank	A+	30/05/2014	198.7 - 251.7
XS0408165008	Unicredit	A+	14/01/2014	210.5 - 227.4
XS0303396062	ING	A+	31/05/2017	284.3 - 309.3
XS0359388690	UBS	A+	18/04/2018	318.4 - 347.7
XS0210918123	Banca Monte dei Paschi di Siena	A	02/02/2015	122.4 - 168.3
DE000DR0RR60	Dresdner Bank	A	27/02/2012	157.7 - 187.3
DE000CB899M6	Commerzbank	A	06/02/2014	198.3 - 202.2
DE0008016502	Deutsche Post	A-	30/01/2014	150.5 - 189.7
XS0142222198	Fortis Finance	BBB	25/01/2012	359.7 - 428.4

Fuente: Tradeweb

En cuanto al mercado secundario de Deuda Subordinada, en el Cuadro 8 siguiente se recogen los spreads implícitos de algunas referencias emitidas por entidades financieras españolas. La realidad es que no son excesivamente líquidas, y no es posible encontrar niveles de referencia para todas las emisiones de Deuda Subordinada emitidas por las diferentes entidades españolas. Los spreads medios para el rango de emisiones analizadas se sitúan en 544.75 puntos básicos.

**Cuadro 8: Emisiones de Deuda Subordinada en Mercado Secundario Español**

ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
ES0213211131	BBVA	AA	04/07/2023	206
ES0214100002	Bilbao Vizcaya Kutxa	A	28/09/2015	447
ES0214950141	Caja Madrid	A+	01/03/2018	706
ES0214954150	Ibercaja	A+	25/04/2019	629
ES0213860036	Banco Sabadell	A+	25/05/2016	737

Fuente: Tradeweb

Si observamos los spread implícitos de algunas de las cotizaciones de las emisiones de bonos y obligaciones subordinadas emitidas por entidades

europas (ver cuadro 9). Los spreads medios se sitúan en niveles cercanos a los 465 puntos básicos de promedio.

**Cuadro 9: Emisiones de Deuda Subordinada del Mercado Secundario Europeo**

ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
XS0283256062	BNP Paribas	AA-	22/01/14	391
XS0118485670	Credit Suisse	AA-	05/10/10	314
XS0102762688	Caixa Geral de Depositos	A+	12/10/09	186
XS0158876564	Sanpaolo	A+	13/12/12	321
XS0094515953	Abbey National	A+	11/02/11	255
DE0003933263	Deutsche Bank	A+	31/01/13	318
NL0000113140	ING	A+	04/01/13	647
XS0167127447	Royal Bank of Scotland	A+	22/04/15	742
XS0124750471	Bank Austria	A+	22/02/13	294
XS0365303675	Intesa Sanpaolo	A+	28/05/13	712
XS0129239454	Banco Espirito Santo	A+	17/05/11	496
XS0127011798	BCP	A+	29/03/11	454
DE0006288921	Commerzbank	A+	02/05/11	600
XS0353643744	HSBC	A+	19/03/18	348
XS0142908770	Societe Generale	A+	13/02/12	275
NL0000118024	ABN Amro	A	28/06/10	333
FR0000486730	Credit Mutuel	A	19/07/13	309
XS0165867226	Barclays Bank	A	31/03/13	508
BE0933514839	Fortis Bank	A	04/10/17	421
XS0143731445	Unicredit	A	28/02/12	429
FR0000475709	Natexis	A	20/06/13	321
XS0326869665	Bayerische Landesbank	A	23/10/17	541
XS0200985207	UBS	A	16/09/14	866
XS0336634711	Danske Bank	A-	20/03/13	979
XS0255820804	Banca Monte dei Paschi di Siena	A-	31/05/16	446
DE0005934426	Bayerische Hypo	A-	05/02/14	576

Fuente: Tradeweb

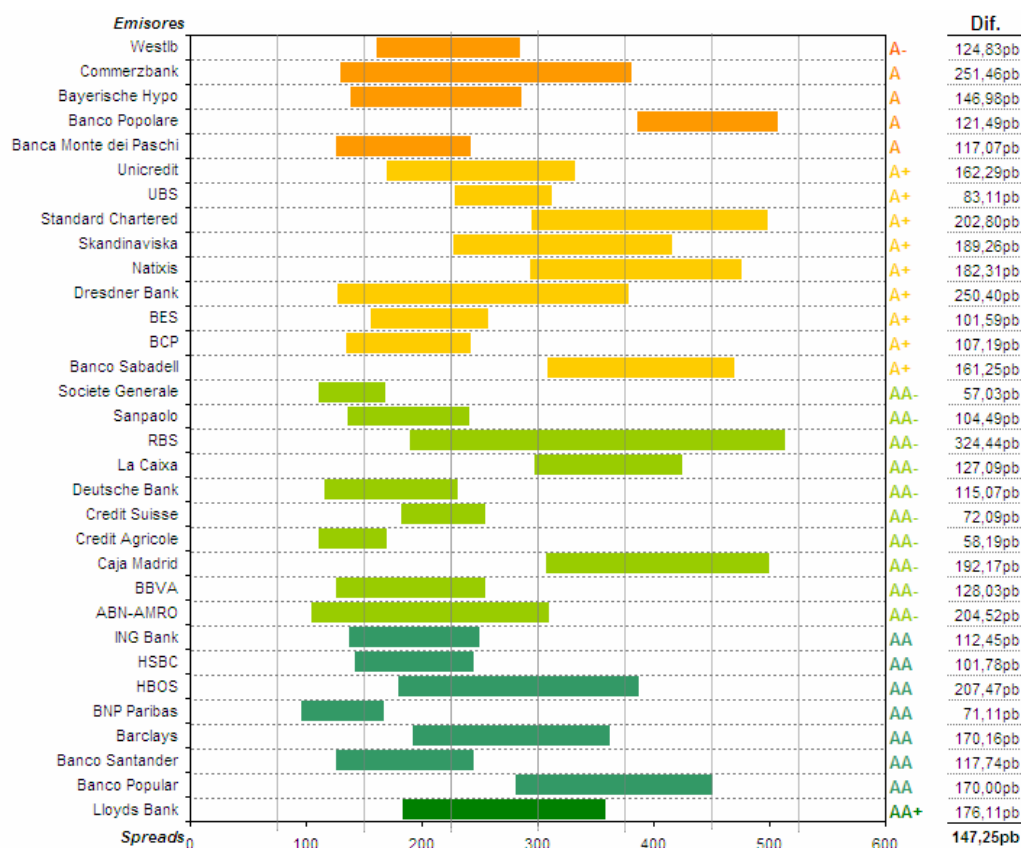
El mercado secundario de Participaciones Preferentes, en nuestra opinión se encuentra con un alto grado de iliquidez que desaconseja su utilización como referencia para determinar la idoneidad o no de las condiciones de una emisión como la del objeto del presente informe.

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

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

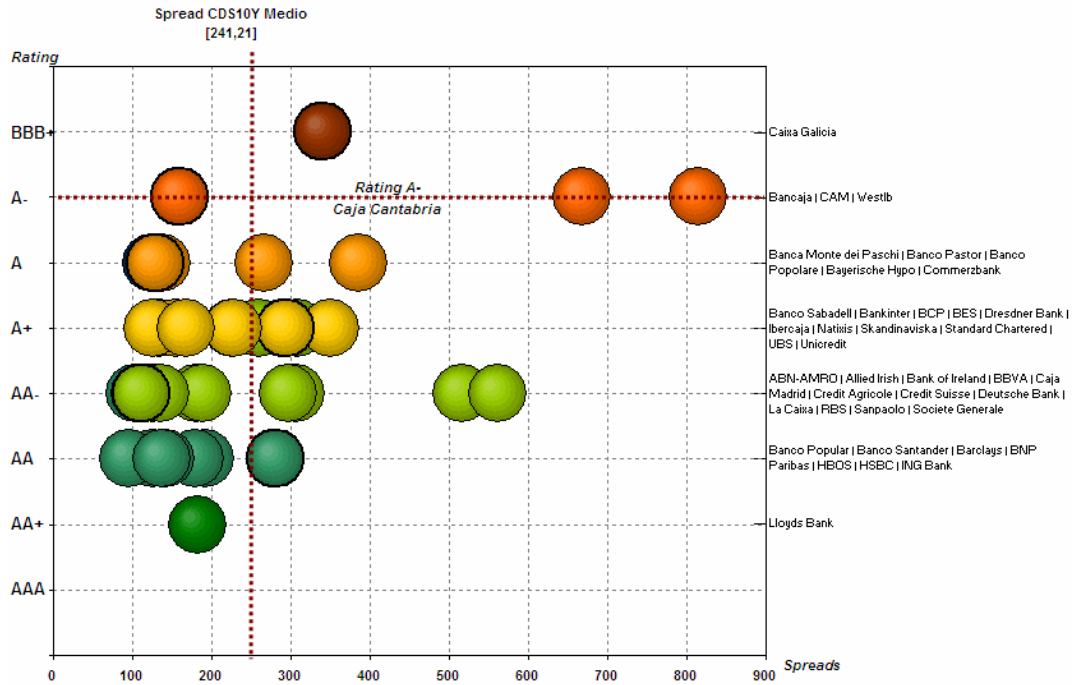
- El spread crediticio medio de los CDS a 10 años para las emisiones de Deuda Senior se encuentra alrededor de los 241,21 pb.
- El spread crediticio medio de los CDS a 10 años para las emisiones de Deuda Subordinada se encuentra alrededor de los 369,70 pb.
- Los diferenciales promedio entre los spreads crediticios de la Deuda Senior y la Deuda Subordinada para aquellos emisores con niveles cotización en ambos tipos de emisiones son de 147,25 pb (1.53 veces).

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



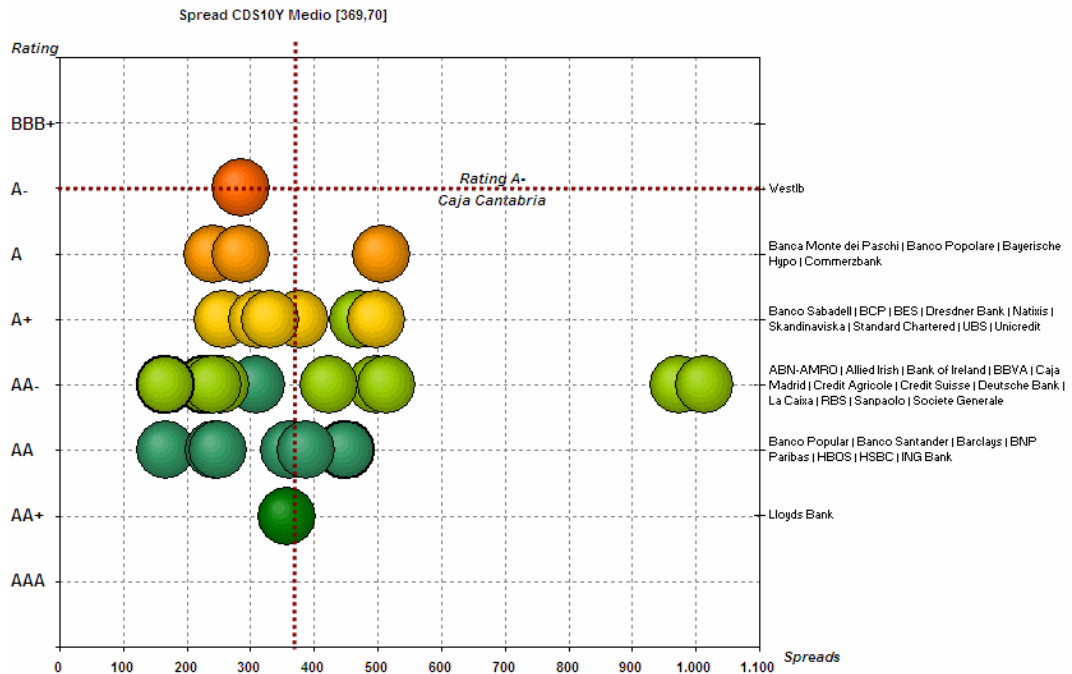
Fuente: Elaboración Propia y CMA

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



Fuente: Elaboración Propia y CMA

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



Fuente: Elaboración Propia y CMA



En este mercado no es posible observar referencias de CDS (Credit Default Swap) sobre CAJA CANTABRIA aunque sí podríamos considerar, a pesar de la peor calificación crediticia que actualmente ostenta esta entidad con respecto a CAJA CANTABRIA, los 340 puntos básicos observados para CAIXA GALICIA en emisiones de Deuda Senior.

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

Teniendo en cuenta las cotizaciones observadas en mercado primario y secundario para diferentes emisiones de deuda senior, subordinada y participaciones preferentes y los niveles de cotización de los CDS, podríamos concluir que una posible emisión de Participaciones Preferentes a emitir por CAJA CANTABRIA debería cotizar con un spread implícito por encima de los 620 puntos básicos.

En la siguiente tabla, se recoge a modo de resumen las referencias observadas en los apartados anteriores para los diferentes mercados para un emisor como CAJA CANTABRIA (Moody's A3):

	<b>Mercado Primario</b>	<b>Mercado Secundario</b>	<b>CDS</b>
<b>Deuda Aval Estado</b>	± 80 pb	-	-
<b>Deuda Senior</b>	> 225 pb	200 - 325	260 - 400
<b>Deuda Subordinada</b>	> 350 pb	325 - 546	410 - 550
<b>Participaciones Preferentes</b>	> 620 pb	-	-

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

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

Fecha Inicio	Fecha Final	Periodicidad Pagos	Base	Fijación Tipo Referencia	Opción de Cancelación	Cupón
10/06/2009	28/06/2014	Trimestral	30/360	2 días hábiles anteriores a la fecha de inicio de cada período trimestral	No	EUR3M+675pb
28/06/2014	28/06/2059	Trimestral	30/360	2 días hábiles anteriores a la fecha de inicio de cada período trimestral	Si (en cada período trimestral)	EUR3M+675pb

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

- Spread Implícito si la emisión fuera amortizada el 5º año (28/06/2014): en este caso el spread implícito de la emisión estaría entorno a los 675 puntos básicos.
- Spread Implícito analizando la emisión a perpetuidad e introduciendo en el análisis el valor de la opción de cancelación del emisor a partir del 5º año: en este caso el spread implícito de la emisión estaría entorno a los 675 puntos básicos.
- Spread Implícito analizando la emisión a perpetuidad pero sin introducir en el análisis el valor de la opción de cancelación del emisor a partir del 5º año: en este caso el spread implícito de la emisión estaría alrededor de los 675 puntos básicos (ver Cuadro 10).

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

26/03/2009		Spread Emisión (sobre EUR3M)												
		4,50%	5,00%	5,50%	6,00%	6,25%	6,50%	6,75%	7,00%	7,50%	8,00%	8,50%	9,00%	9,50%
Spread Crediticio	450 pb	104,55	110,62	116,68	122,75	125,79	128,82	131,86	134,89	140,96	147,03	153,10	159,17	165,24
	500 pb	98,63	104,39	110,14	115,90	118,78	121,66	124,54	127,42	133,18	138,93	144,69	150,45	156,21
	550 pb	92,71	98,16	103,61	109,05	111,78	114,50	117,22	119,95	125,39	130,84	136,29	141,73	147,18
	600 pb	89,49	94,76	100,04	105,31	107,95	110,58	113,22	115,86	121,13	126,41	131,68	136,95	142,23
	625 pb	83,05	87,97	92,90	97,83	100,29	102,76	105,22	107,68	112,61	117,54	122,47	127,40	132,32
	650 pb	80,95	85,77	90,58	95,40	97,80	100,21	102,62	105,02	109,84	114,65	119,46	124,28	129,09
	675 pb	78,86	83,56	88,26	92,96	95,31	97,66	100,01	102,36	107,06	111,76	116,46	121,16	125,86
	700 pb	76,91	81,50	86,09	90,69	92,98	95,28	97,58	99,87	104,47	109,06	113,65	118,25	122,84
	725 pb	75,04	79,53	84,02	88,51	90,76	93,00	95,25	97,49	101,98	106,47	110,96	115,45	119,94
	750 pb	72,70	77,07	81,43	85,79	87,97	90,15	92,33	94,51	98,88	103,24	107,60	111,96	116,32
	800 pb	71,54	75,84	80,13	84,43	86,58	88,73	90,88	93,02	97,32	101,62	105,92	110,21	114,51
	900 pb	61,50	65,23	68,97	72,71	74,58	76,44	78,31	80,18	83,92	87,65	91,39	95,13	98,86
	950 pb	62,61	66,41	70,21	74,01	75,91	77,81	79,71	81,61	85,41	89,21	93,00	96,80	100,60

Para obtener estos resultados de valoración de estos instrumentos financieros se han utilizado métodos de simulación de curvas de tipos de interés basados en los modelos de Hull & White (ver Anexo 1) en base a los datos de mercado observados en la fecha de valoración del 26 de marzo de 2009 (ver Anexo 2).

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

**Cuadro 11: Spreads Implícitos estimados para las Emisiones de Participaciones Preferentes**

Emisor	Banco Sabadell	Banco Popular	Caixa Galicia	Caja Duero	Caja Murcia	Banco Pastor	Caja Cantabria
Rating	A+	AA	A	A	A+	A	A-
5 años	325 pb	350 pb	475 pb	775 pb	445 pb	425 pb	675 pb
Perp. con Opción	275 pb	225 pb	475 pb	775 pb	450 pb	465 pb	675 pb
Perp. sin Opción	300 pb	250 pb	525 pb	775 pb	450 pb	475 pb	675 pb

Nota: la fecha de estimación es el 26 de Marzo de 2009.

En base a este análisis comparable se observa que, si las emisiones analizadas no fueran ejercitadas con antelación, los diferenciales de los spreads implícitos de la posible emisión de CAJA CANTABRIA con respecto al resto de emisiones realizadas son superiores, exceptuando con la emisión de Caja Duero. Concretamente, con respecto a la última emisión realizada por Caixa Galicia el diferencial de spread estimado es aproximadamente 150 puntos básicos superior.

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

## **5.- Conclusiones**

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

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

La validez de este análisis y sus conclusiones se encuentran supeditadas a las circunstancias de mercado descritas y a la información de mercado existente a la fecha de elaboración del presente informe (26 de marzo de 2009). Si las circunstancias de mercado cambiaran sustancialmente con respecto a lo aquí recogido, las conclusiones de este informe podrían en consecuencia variar.

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

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

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

## Anexo 1: Métodos de Valoración

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

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

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

donde,

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

$R$  es la Tasa Interna de Rentabilidad (TIR).

$n$  es el número total de flujos.

$t_i$  son las fechas de pago de los flujos.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### – **Modelo de Hull & White:**

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

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

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

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

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

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

## – **Proceso de Calibración del Modelo de Hull & White:**

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

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

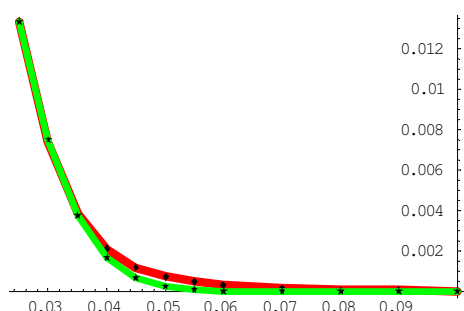
Llegado a este punto, se plantea el problema de la calibración del modelo de Hull & White. El problema consiste en hacer mínimo el sumatorio de las diferencias de valor absoluto de las valoraciones obtenidas por los modelos analíticos con las valoraciones obtenidas sobre el árbol trinomial. Las valoraciones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



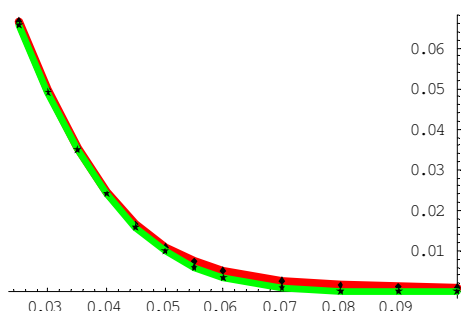
Las incógnitas del problema son variables temporales, es decir funciones que dependen del tiempo, que condicionan el árbol trinomial. Estas incógnitas son la parte determinista de la evolución de los tipos (drifts), la velocidad de reversión a la media y la volatilidad.

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

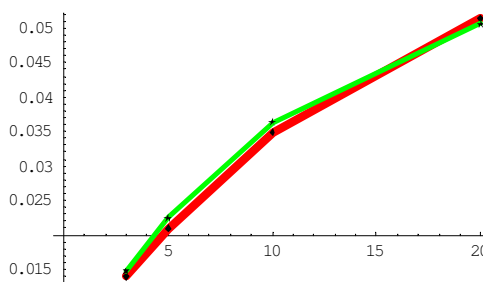
Opciones sobre Caps a 2 años



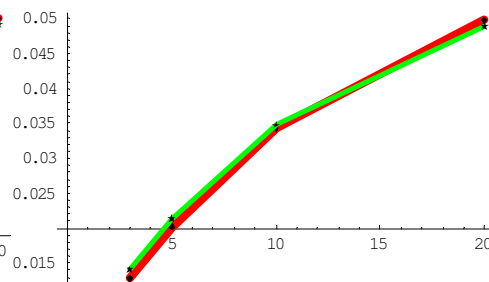
Opciones sobre Caps a 5 años



Opciones sobre Swaps a 5 años



Opciones sobre Swaps a 10 años



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

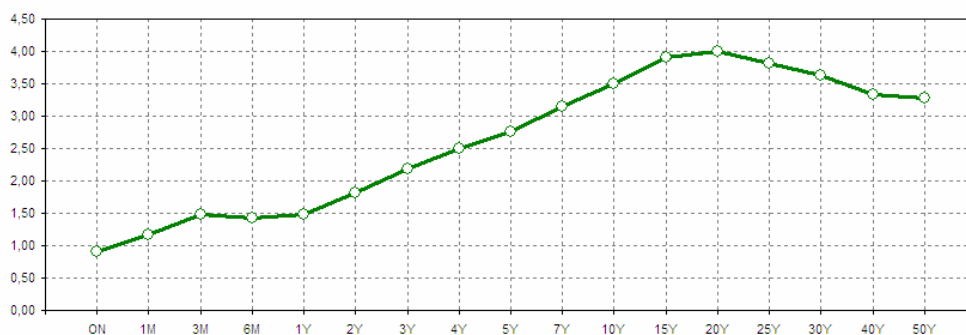
Una vez calibrado el modelo a una fecha de valoración concreta, se dispone de un árbol trinomial sobre el cuál poder construir y simular una estructura concreta de comportamiento de los tipos de interés, de forma que es posible introducir condicionales de pago complejos dentro de los flujos de pago de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

## Anexo 2: Datos de Mercado Utilizados

Los parámetros de mercado utilizados para calibrar el modelo de Hull & White y para valorar los instrumentos financieros objeto del presente informe a la fecha señalada (26 de Marzo de 2009), han sido los siguientes:

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

ON	1M	3M	6M	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	25Y	30Y	40Y	50Y
0,9125	1,1704	1,4853	1,4337	1,4902	1,8107	2,1915	2,5041	2,7660	3,1395	3,4988	3,9084	3,9921	3,8205	3,6311	3,3420	3,2826



- Volatilidades Caps/Floors EUR:

Plazo \ Strike	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%	6,00%	7,00%	8,00%	9,00%
1Y	58,77	41,31	47,12	53,78	59,16	63,54	66,94	70,07	72,79
2Y	56,05	38,37	34,90	36,43	39,04	41,57	43,82	45,59	47,35
3Y	51,10	35,13	27,70	25,11	25,27	26,60	28,33	29,69	31,16
4Y	47,38	32,97	25,45	22,22	22,19	23,36	24,82	26,14	27,28
5Y	44,64	31,38	23,84	20,22	19,85	20,78	21,99	23,18	24,28
6Y	42,64	30,23	22,80	18,90	18,06	18,76	19,86	20,99	22,04
7Y	41,22	29,42	22,14	18,12	17,01	17,60	18,69	19,79	20,82
8Y	40,13	28,78	21,65	17,56	16,28	16,78	17,81	18,91	19,94
9Y	39,30	28,29	21,29	17,16	15,72	16,11	17,12	18,21	19,23
10Y	38,64	27,87	21,02	16,88	15,29	15,57	16,53	17,57	18,58
12Y	37,61	27,28	20,66	16,52	14,71	14,77	15,60	16,59	17,56
15Y	36,54	26,69	20,34	16,27	14,31	14,14	14,82	15,74	16,65
20Y	35,11	25,83	19,90	16,11	14,30	14,16	14,81	15,66	16,52

- Volatilidades de EUR Swaptions:

Opción \ Swap	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y	15Y	20Y
1M	40.42	38.06	35.80	35.58	35.50	33.91	32.99	32.38	32.02	32.06	32.33	34.21
3M	42.97	37.54	34.97	35.29	35.00	33.69	32.66	32.59	32.14	31.80	31.05	32.82
6M	41.61	36.15	32.24	32.10	31.57	30.64	30.28	30.04	29.92	29.91	29.36	31.00
1Y	31.12	29.19	28.12	27.49	27.15	26.70	26.51	26.29	26.28	26.42	25.44	26.31
2Y	22.80	21.82	21.20	21.09	21.38	21.53	21.54	21.85	22.05	22.12	21.49	22.30
3Y	19.87	19.23	18.74	18.97	19.04	19.42	19.41	19.70	19.84	19.98	19.56	20.54
4Y	17.91	17.42	17.46	17.88	18.01	18.29	18.31	18.38	18.44	18.50	18.45	19.45
5Y	16.43	16.34	16.52	16.96	17.07	17.21	17.21	17.18	17.13	17.19	17.39	18.45
7Y	15.24	15.22	15.39	15.56	15.59	15.57	15.53	15.54	15.50	15.56	16.35	17.52
10Y	13.76	13.70	13.93	14.06	14.27	14.34	14.46	14.60	14.74	14.89	16.16	17.42
15Y	13.37	13.75	14.22	14.82	15.46	15.77	16.13	16.52	16.92	17.31	18.96	20.25
20Y	17.43	18.21	19.00	19.76	20.41	20.64	20.85	21.03	21.21	21.40	22.42	22.94
25Y	21.31	21.78	22.18	22.45	22.65	22.64	22.66	22.70	22.73	22.74	22.70	21.92
30Y	22.47	22.69	23.05	23.19	23.21	23.08	22.87	22.66	22.44	22.18	20.58	19.66

## **Solventis**

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

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

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



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

---

---

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

10 de marzo de 2009

---

Informe para



---

## 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 Cupones.....	4
2.1.2 Opción de amortización anticipada.....	5
2.2. Modelo e inputs de valoración .....	5
2.2.1 Modelo de cálculo de spread implícito.....	5
2.2.2 Inputs de valoración.....	6
Curva Cupón Cero .....	6
Parámetros HW.....	7
2.3. Valoración: Spreads implícitos.....	7
3. Condiciones vigentes en mercados mayoristas .....	8
3.1. Emisiones recientes en mercados .....	8
3.1.1 Emisiones con similar orden de prelación.....	8
3.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación.....	9
3.2. Niveles indicativos de cotizaciones en mercado secundario.....	10
3.2.1 Información de los índices SUSI de JP Morgan.....	11
3.2.2 Información de los índices ET10 de Merrill Lynch .....	13
3.2.3 Información de Bloomberg para referencias de índices Iboxx-Markit.....	13
3.2.4 Spreads a vencimiento para referencias de índices Iboxx/Markit.....	14
3.2.5 Cotizaciones indicativas del panel de BME / AIAF .....	18
4. Conclusiones .....	19
5. Disclaimer .....	20

## 1. Introducción

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

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

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

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

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

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

## 2. Descripción, análisis del producto y valoración

### 2.1. Estructura de flujos y condiciones del instrumento

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

- Emisor: Cantabria Preferentes, S.A.U
- Garante: Caja de Ahorros de Santander y Cantabria (“Caja Cantabria”)
- Naturaleza de los valores: participaciones preferentes
- Importe nominal: 63 millones de euros
- Importe nominal de cada valor: 1.000 euros
- Importe mínimo de la colocación: 1.000 euros o 1 participación preferente
- Fecha de emisión y único desembolso: 10 de junio de 2009
- Precio de emisión: a la par
- Forma de representación: anotaciones en cuenta en IBERCLEAR
- Retribución: no acumulativa, en función al siguiente esquema:
  - Desde la fecha de la fecha de emisión (inclusive) hasta su amortización, un tipo variable del EURIBOR a 3 meses más un margen del 6,75%, pagadero trimestralmente.
  - La retribución tanto en el período de retribución a tipo fijo como variable, será pagadera con carácter trimestral durante toda la vida de la emisión, por trimestres vencidos los días 28 de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año (calculados en base 30/360) siendo la primera fecha de liquidación el 28 de junio de 2009, que será pagadera el 29 de junio de 2009
- Amortización anticipada: podrán amortizarse total o parcialmente a voluntad del emisor con autorización previa del Banco de España y del garante, a partir del quinto año desde la fecha de desembolso, coincidiendo con cada pago de retribución trimestral, reembolsando a su titular el valor nominal y la parte correspondiente de las retribuciones que, en su caso, le hubieren correspondido respecto del período corriente de retribución.
- Colectivo de inversores a los que se ofrecen los valores: todo tipo de inversores.
- Vencimiento: a perpetuidad
- Cotización: mercado AIAF de renta fija

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

#### 2.1.1 Cupones

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



- Durante toda la vida de la emisión (recordamos que es una emisión perpetua) *Euribor-3M + spread*, pagadero trimestralmente. Es decir:

A vencimiento de cada trimestre desde la fecha de inicio de la emisión (bajo la convención del día hábil especificada), la nota pagara el siguiente cupón:

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

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 (675 p.b.)
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años de cada periodo trimestral

### 2.1.2 Opción de amortización anticipada

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

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

## 2.2. Modelo e inputs de valoración

### 2.2.1 Modelo de cálculo de spread implícito

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

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

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

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

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

### 2.2.2 Inputs de valoración

La fecha valor a la que se realizan los cálculos es el 27 de febrero de 2009, utilizando los datos de cierre de la curva de tipos IRS y los precios de los swaptions empleados para el calibrado del modelo. Estos datos se muestran a continuación:

#### Curva Cupón Cero

Depo/Swap	Plazo	Tipo
Depósito	O/N	1.1000
Depósito	1E	1.3000
Depósito	2W	1.3500
Depósito	3W	1.4500
Depósito	1M	1.3250
Depósito	2M	1.7000
Depósito	3M	1.7750
Depósito	4M	1.8250
Depósito	5M	2.0200
Depósito	6M	1.8750
Depósito	7M	1.8950
Depósito	8M	1.9050
Depósito	9M	2.0250
Depósito	10M	2.0950
Depósito	11M	2.1250
Depósito	12M	2.0800
Swap	2Y	2.0760
Swap	3Y	2.3935
Swap	4Y	2.6195
Swap	5Y	2.8120
Swap	6Y	2.9835
Swap	7Y	3.1200
Swap	8Y	3.2465
Swap	9Y	3.3745
Swap	10Y	3.4670
Swap	15Y	3.8135
Swap	20Y	3.8660
Swap	25Y	3.6780
Swap	30Y	3.5050
Swap	35Y	3.3520
Swap	40Y	3.2255
Swap	45Y	3.1580

Swap	50Y	3.0910
------	-----	--------

#### Parámetros HW

<b>a (Reversión a la media)</b>	2.60%
<b>sigma (Volatilidad)</b>	0.77%

### 2.3. Valoración: Spreads implícitos

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

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

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

En la siguiente tabla se muestran los resultados para el nivel de spread en los tres supuestos antes mencionados:

<b>Spreads sobre Swaps</b>	
<b>Considerando toda la estructura</b>	6.740%
<b>A Primera Call</b>	6.750%
<b>A vencimiento sin Call</b>	6.750%

### 3. Condiciones vigentes en mercados mayoristas

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

#### 3.1. Emisiones recientes en mercados

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

##### 3.1.1 Emisiones con similar orden de prelación

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

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

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

- Hasta la primera fecha de Call
- Desde la Call y a perpetuidad
- Spread sobre el tipo swap, en pb
- Moody's, S&P y Fitch

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

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

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

- Desembolso de los valores
- Spread sobre el tipo swap, en pb
- Hasta la primera fecha de Call
- Los dos primeros años
- Desde el tercer año a perpetuidad
- Hasta la primera fecha de Call
- Desde el 5º año a perpetuidad
- Moody's, S&P y Fitch
- Hasta 18 de mayo de 2012
- Floor actúa a partir del sexto año.

### 3.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación

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

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

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

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

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

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

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

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

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

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

2. Spread a vencimiento

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

4. Fijo a vencimiento

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

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

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

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

2. Spread a la primera call

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

4. Euribor 3m + 100 pb

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

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

### 3.2. Niveles indicativos de cotizaciones en mercado secundario

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

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

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

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

Fuente: Agencias de rating

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

son dos de los mayores intermediarios de bonos corporativos y financieros a nivel global, y sus índices ampliamente utilizados por los participantes del mercado.

### 3.2.1 Información de los índices SUSI<sup>1</sup> de JP Morgan

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

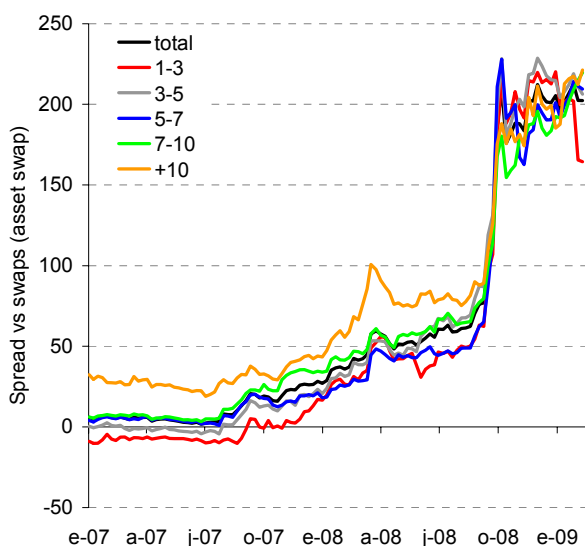
Hay que tener en cuenta que JP Morgan proporciona datos (ya sea índices o bonos que los constituyen) calculados, i) para emisiones sin call a la fecha de vencimiento y, ii) para emisiones con call, a la fecha de primer ejercicio de la opción de amortización.

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

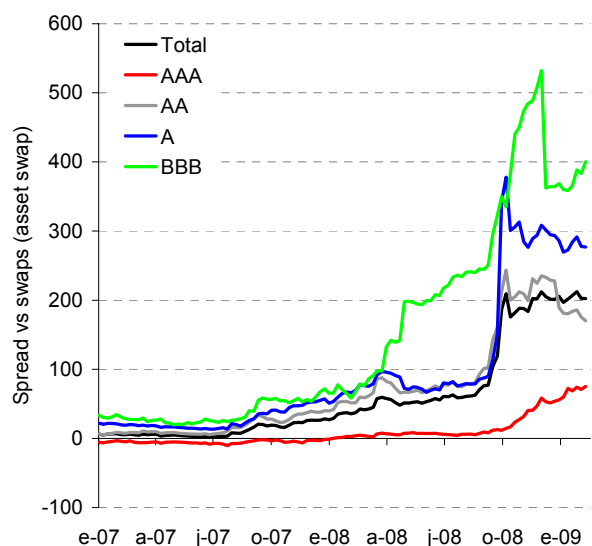
En el caso de la deuda senior, los spreads han repuntado fuertemente desde el verano de 2007, situándose actualmente cerca o en los máximos históricos, dependiendo del rating. Para el caso de los spreads de participaciones preferentes *Tier I* la evolución es similar, aunque de mayor magnitud, hasta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

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

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



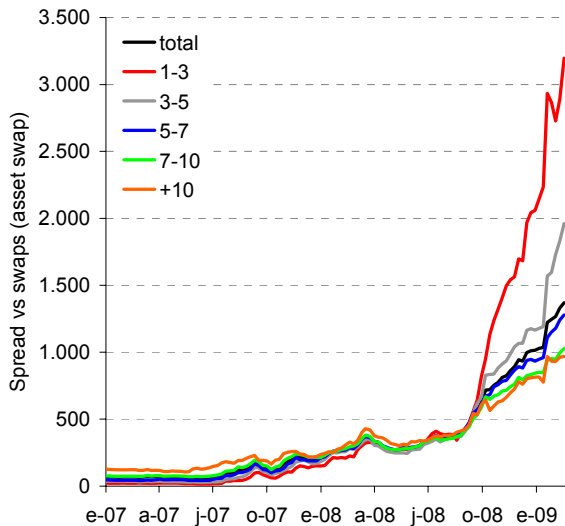
(b) *Spread de emisiones Senior en €: rating*



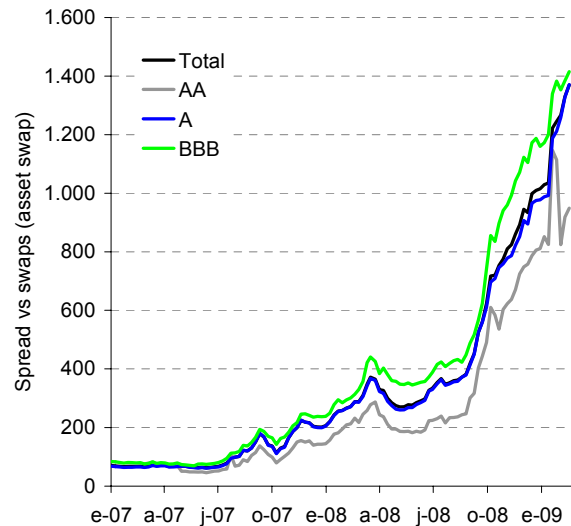
<sup>1</sup> Los índices SUSI de JP Morgan recoge instrumentos de deuda senior y subordinada (Lower Tier 2, Upper Tier 2 y Tier 1) emitidos por bancos y aseguradoras residentes y no residentes en la UE, denominados en EUR. Las cotizaciones son propias de JP Morgan, uno de los intermediarios más importantes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

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

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



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



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

- las participaciones preferentes con rating de emisión genérico “A” que componen el índice SUSI de JP Morgan definen un rango de spreads frente a swaps calculados a fecha de primera call, entre **775 y 2.025 pb**, con un nivel promedio de **1.265 pb**.
- las participaciones preferentes con rating de emisión genérico “BBB” que componen el índice SUSI de JP Morgan con fecha de primera call entre 2013 y 2017 definen un rango de spreads frente a swaps calculados a fecha de primera call, entre **1.060 y 1.740 pb**, con un nivel promedio de **1.425 pb**.

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

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

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



### 3.2.2 Información de los índices ET10<sup>2</sup> de Merrill Lynch

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

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

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

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

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

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

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

### 3.2.3 Información de Bloomberg para referencias de índices Iboxx-Markit

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

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

que refleja las mejores condiciones de oferta y demanda del conjunto de entidades que proporciona cotizaciones indicativas.

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

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

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

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

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

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

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

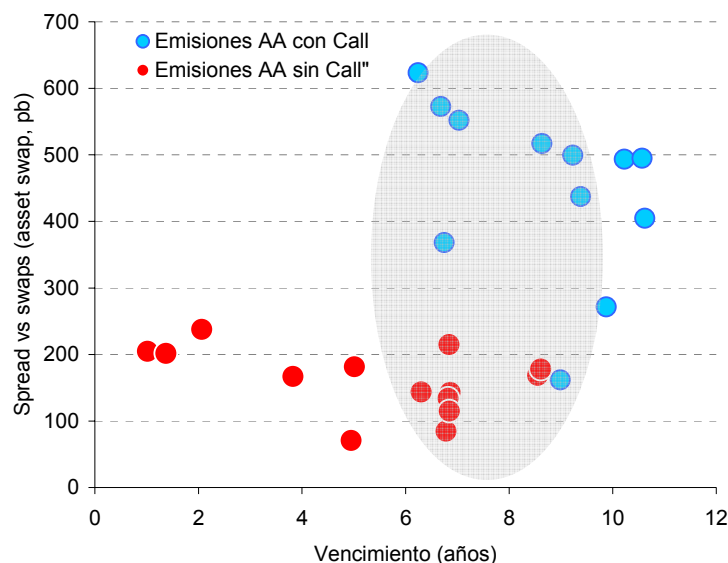
No obstante, las actuales condiciones de mercado, definidas por una elevada expectativa de muy alta probabilidad de no ejercicio de la opción de amortización anticipada (que sitúa el valor de la opción en prácticamente cero), frente a la práctica común hasta 2008 de ejercitar “siempre” dicha opción, están introduciendo una distorsión muy importante a la hora de medir correctamente el riesgo de crédito de la emisión.

Para ilustrar este fenómeno, ponemos el ejemplo de un conjunto de emisiones de deuda subordinada Lower Tier II con rating genérico AA, denominadas en EUR, con y sin opción de amortización anticipada al quinto año (tomamos datos del índice ELT2 de Merrill Lynch, compuesto por emisiones de deuda subordinada Lower Tier II).

Como puede observarse en el gráfico 3, el spread vs swaps de emisiones de deuda subordinada con rating AA sin opción *call*, calculado a vencimiento, resulta muy inferior al spread calculado para emisiones con el mismo rating y con opción de amortización situada cinco años antes del vencimiento.

De esta forma, aunque la convención de mercado secundario sea en 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.

**Gráfico 3: emisiones Lower Tier II con call al quinto año vs emisiones sin call. Spread vs swaps (asset swap) calculado a la call y a vencimiento.**



En las emisiones de participaciones preferentes Tier I se produce algo similar: el mercado traduce, por convención, el precio cotizado en spreads vs swaps calculados a fecha de primera *call*; mientras que, para valorar y descontar flujos se precisa el spread a vencimiento (en este caso, a perpetuidad).

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

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

Finalmente, y dado que la volatilidad de los spreads de crédito ha sido muy intensa en los últimos dos meses, hemos procedido a calcular, para cada una de las series de spreads (combinaciones de *bid*, *ask* y de mínimo, promedio, máximo y mediana) las medias del período de análisis. Los resultados se exponen en la tabla 10. Como puede extraerse de la comparación de estos spreads a vencimiento con los spreads a la *call*

(puntos 3.1.1. a 3.1.3.), estos son muy inferiores a aquellos, siendo la diferencia debida a la forma en la que se calcula uno y otro spread (“a la call” versus, en este caso, “a vencimiento”)

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

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

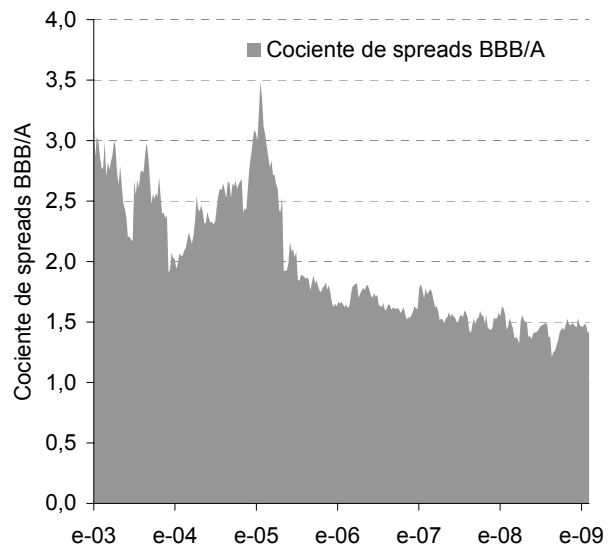
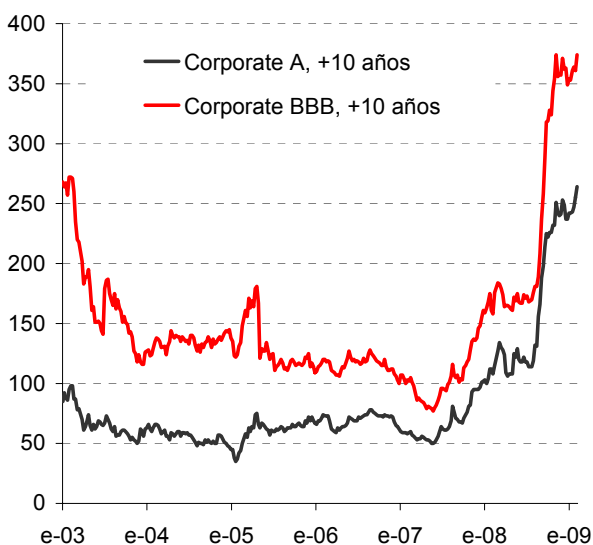
ASK	A genérico				A+				A-			
	mín	media	mediana	max	mín	media	mediana	max	mín	media	mediana	max
06/02/2009	273	688	644	1.640	273	502	496	890	316	761	725	1.198
13/02/2009	318	811	782	1.711	318	594	547	1.114	360	902	862	1.331
20/02/2009	264	887	878	1.716	264	649	673	1.099	423	993	1.046	1.398
27/02/2009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

La ausencia mencionada de una muestra significativa de emisiones de participaciones preferentes Tier I con rating genérico BBB obliga, para obtener referencias de spreads vs swaps en este segmento, a realizar un estudio de comparación entre ratings de emisión y spreads asociados en otras categorías de crédito. En el gráfico 4 ofrecemos los niveles de spread vs swaps (asset swap) para emisiones con ratings BBB y A genéricos de emisores corporativos y financieros a plazo superior a 10 años en euros (obtenidas de los índices ER39 y ER49 de Merrill Lynch). Como puede comprobarse, los spreads BBB genéricos se encuentran aproximadamente 1,5 veces por encima de los spreads A genéricos durante los últimos 3 años.

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

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

(b) cociente entre spreads BBB y A



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

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

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

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

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

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

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

### 3.2.5 Cotizaciones indicativas del panel de BME / AIAF

La última fuente considerada corresponde al panel de contribución de bonos corporativos de BME/AIAF<sup>3</sup>, a 2 de marzo de 2009. La opinión sobre el promedio de los diferenciales frente a swaps cotizados por este panel de entidades, para referencias españolas Tier I con rating A- y cinco años de plazo (es decir, plazo al ejercicio de la primera opción Call para el emisor) se sitúa en un promedio de 649 pb. Los resultados se ofrecen en la tabla 12, junto con los niveles promedio para otras emisiones senior y subordinadas.

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

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

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

#### 4. Conclusiones

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

La comparación con emisiones minoristas no es el objeto de este informe. En todo caso, el spread vs swaps a vencimiento calculado para la participación preferente *Tier I* de Caja Cantabria (rating de emisor A3 por Moody's) se encuentra en torno a 125/150 pb por encima de los niveles de emisión en el mercado doméstico minorista de otros emisores españoles (Caixa Galicia) con un escalón de rating de emisor superior y, por tanto, también un escalón superior en participaciones preferentes Tier I.

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

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

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

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

## **5. Disclaimer**

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

Este informe se ha finalizado el día 10 de marzo de 2009. El trabajo realizado no incluye la actualización del informe por hechos u otras circunstancias que pudieran producirse con posterioridad a la fecha de emisión del mismo.

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