

D. JOAQUÍN ESPALLARGAS IBERNI, en su condición de Subdirector General, Director Financiero y de Desarrollo Corporativo de la sociedad "BANCO GALLEGO, S.A.", domiciliada en Calle Hórreo, número 38, 15702 Santiago de Compostela, con CIF A-80042112

DECLARA

Que el contenido de la Nota de Valores relativa a la Quinta Emisión de Obligaciones Subordinadas Banco Gallego 2009 que ha sido registrado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 8 de octubre de 2009, coincide exactamente con la que se presenta adjunta a la presente certificación en soporte informático;

Y AUTORIZA

La difusión de la citada Nota de Valores a través de la página de Internet de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Y para que conste a los efectos oportunos, expido la presente en Madrid, a 8 de octubre de 2009.

D. Joaquín Espallargas Iberni
Subdirector General, Director Financiero y de Desarrollo Corporativo

NOTA DE VALORES

BANCO GALLEGO, S.A.

**QUINTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES
SUBORDINADAS 2009**

La presente Nota de Valores ha sido elaborada de conformidad con el Anexo V del Reglamento (CE) nº 809/2004 de la Comisión, aprobada e inscrita en el Registro Oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 8 de octubre de 2009.

La presente Nota de Valores se complementa con el Documento de Registro del Emisor, (elaborado de conformidad con el Anexo XI del Reglamento (CE) nº 809/2004 de la Comisión, registrado en la CNMV el día 24 de septiembre de 2009.

ÍNDICE

I.	RESUMEN.....	4
1	ASPECTOS RELEVANTES A TENER EN CUENTA POR EL INVERSOR.....	4
2	PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN	6
3	PRINCIPALES MAGNITUDES DEL EMISOR.....	8
II.	FACTORES DE RIESGO DE LA EMISIÓN.....	13
III.	NOTA DE VALORES.....	15
1	PERSONAS RESPONSABLES.....	15
1.1	Persona responsable.....	15
1.2	Declaración de las personas responsables.....	15
2	FACTORES DE RIESGO.....	15
3	INFORMACIÓN FUNDAMENTAL.....	15
3.1	Interés de las personas físicas y jurídicas participantes en la oferta	15
3.2	Motivo de la oferta y destino de los ingresos	15
4	INFORMACIÓN RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A ADMITIRSE A COTIZACIÓN. 16	
4.1	Descripción del tipo y la clase de los valores	16
4.2	Legislación de los valores	16
4.3	Representación de los valores	17
4.4	Divisa de la emisión.....	17
4.5	Orden de prelación	17
4.6	Descripción de los derechos vinculados a los valores y procedimiento para el ejercicio de los mismos	17
4.7	Tipo de interés nominal y disposiciones relacionadas.....	18
4.7.2	Fechas, lugar, entidades y procedimiento para el pago de las Remuneraciones.....	20
4.7.3	Plazo válido en el que se puede reclamar la remuneración.....	21
4.7.4	Descripción del subyacente del tipo de remuneración.....	21
4.7.5	Agente de Cálculo	21
4.8	Precio de amortización y disposiciones relativas al vencimiento de los valores..	21
4.8.1	Precio de amortización	21
4.8.2	Fecha y modalidades de amortización	21
4.9	Indicación del rendimiento para el inversor y método de cálculo.....	22
4.10	Representación de los tenedores de los valores	22
4.11	Resoluciones, autorizaciones y aprobaciones en virtud de las cuales se emiten los valores.....	24
4.12	Fecha de emisión.....	25
4.13	Restricciones a la libre transmisibilidad de los valores	25
4.14	Fiscalidad de los valores	25
4.14.1	Imposición Directa en la adquisición y transmisión de Obligaciones Subordinadas.....	25
4.14.2	Imposición Directa sobre las rentas derivadas de la titularidad, amortización o reembolso de Obligaciones Subordinadas.....	27
4.14.3	Imposición sobre el Patrimonio y sobre Sucesiones y Donaciones.....	28
4.14.4	Obligaciones de información	30
5	CLÁUSULAS Y CONDICIONES DE LA OFERTA	30
5.1	Condiciones. Estadísticas de la oferta, calendario previsto y procedimiento para la suscripción de la oferta	30
5.1.1	Condiciones a las que está sujeta la oferta	30
5.1.2	Importe de la oferta	30
5.1.3	Periodo de suscripción. Suscripción incompleta.....	30
5.1.4	Lugar y forma de tramitar la suscripción	31

5.1.5	Procesamiento cronológico de órdenes de suscripción	32
5.1.6	Desembolso.....	33
5.2	Plan de colocación y adjudicación	33
5.2.1	Categorías de inversores a los que se ofertan los valores	33
5.2.2	Plazo y forma de entrega de las Participaciones Preferentes.....	33
5.3	Precios.....	34
5.3.1	Precio al que se ofertaran los valores o método para determinarlo y gastos para el suscriptor	34
5.4	Colocación y aseguramiento.....	34
5.4.1	Entidades coordinadoras y participantes en la colocación.....	34
5.4.2	Agente de pagos y entidades depositarias	34
5.4.3	Entidades aseguradoras y colocadoras y procedimiento de colocación	34
5.4.4	Fecha del acuerdo de aseguramiento	34
6	ACUERDOS DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y NEGOCIACIÓN.....	34
6.1	Solicitudes de admisión a cotización.....	34
6.2	Mercados regulados en los que están admitidos a cotización valores de la misma clase.....	35
6.3	Entidades de liquidez	38
7	INFORMACIÓN ADICIONAL.....	38
7.1	Personas y entidades asesoras en la emisión	38
7.2	Información de la Nota de Valores revisada por los auditores	38
7.3	Otras informaciones aportadas por terceros.....	38
7.4	Vigencia de las informaciones aportadas por terceros.....	38
7.5	Calificación crediticia.....	38

I. RESUMEN

El presente resumen, el Documento de Registro del Emisor y la Nota de Valores serán referidos, conjuntamente, como el "Folleto". 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 primera 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

Por las características propias de las emisiones subordinadas, en cuanto al orden de prelación de créditos, esta emisión se sitúa después de todos los acreedores privilegiados y comunes de la Entidad, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 12.1 apartado h), del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero. No goza de preferencia en el seno de la deuda subordinada del Emisor, cualquiera que sea la instrumentación y fecha de dicha deuda. La Entidad Colocadora ha calificado las Obligaciones Subordinadas a efectos de la normativa MIFID como un producto de riesgo muy alto.

Factores de riesgo de los valores

Riesgo de subordinación y prelación de los inversores ante situaciones concursales

Las Obligaciones Subordinadas de esta Emisión, se sitúan, en caso de insuficiencia de fondos del Emisor, insolvencia o liquidación del mismo, por detrás de todos los acreedores comunes del Emisor y al mismo nivel que sus acreedores subordinados. En todo caso, se situarán por delante de las acciones ordinarias del Emisor y participaciones preferentes emitidas o garantizadas por el Emisor.

Riesgo de mercado

Las Obligaciones Subordinadas constitutivas de esta Emisión, una vez admitidas a negociación, estarán sometidas a posibles fluctuaciones de sus precios en el mercado, en función, principalmente, de la evolución de los tipos de interés y de la duración de la inversión, de las condiciones de mercado y de las condiciones económicas generales. En función de la evolución de dichas condiciones, estas Obligaciones Subordinadas podrían llegar a negociarse por debajo de su precio de emisión.

Riesgo de liquidez

Aunque se vaya a solicitar la admisión a negociación de las Obligaciones Subordinadas en el Mercado AIAF 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 no ha suscrito ningún contrato de liquidez para la presente emisión, por lo que no existe ninguna entidad que se haya comprometido a proporcionar dicha liquidez a la misma.

Teniendo en cuenta el tamaño de la emisión y la no existencia de contrato de liquidez, no se puede garantizar una liquidez rápida y fluida de las Obligaciones Subordinadas.

Riesgo por fluctuación del tipo de interés

La rentabilidad que se pueda obtener por la inversión en los Valores de la presente emisión, estará sometida a fluctuaciones de los tipos de interés.

Riesgo de crédito

Los valores incluidos en la presente Nota de Valores están sujetos al riesgo de pérdida en caso de deterioro de la estructura financiera del Emisor, que puede conllevar ciertos riesgos en el pago de los intereses y/o principal de las Obligaciones Subordinadas y, por tanto, generar una disminución del valor de la inversión.

Riesgo de variación de la calidad crediticia

Los valores incluidos en la presente Nota de Valores no tienen asignadas calificaciones por las agencias de calificación de riesgo crediticio.

El Emisor no tiene asignada calificación crediticia por ninguna agencia de calificación del riesgo.

Riesgo por amortización anticipada

Se establecen cláusulas de amortización anticipada por parte del Emisor; el Emisor podrá amortizar parcial o totalmente la Emisión a la par, libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España, a partir del 29 de diciembre de 2014, en esa fecha o en cada una de las fechas de pago

de intereses posteriores a dicha fecha. En tal caso, un tenedor podría no ser capaz de reinvertir el resultado de dicha amortización anticipada en valores comparables y al mismo tipo de interés.

Factores de riesgo del Emisor

Los principales factores de riesgo del Emisor se mencionan a continuación:

- Riesgo de crédito.
- Riesgo de mercado.
- Riesgo de tipo de interés.
- Riesgo de liquidez.
- Riesgo operacional.
- Calidad crediticia.

La descripción completa de los factores de riesgo puede consultarse en el Documento de Registro de BANCO GALLEGO, S.A. inscrito en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 24 de septiembre de 2009.

2 PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

Emisor:	BANCO GALLEGO, S.A.
Valor nominal:	100 euros
Importe total de la emisión:	Hasta 50.000.000 euros
Importe mínimo de las órdenes de suscripción:	10 Obligaciones Subordinadas
Prima de emisión:	0 euros (se emiten a la par)
Plazo:	Diez años, es decir, se amortizarán el 29 de diciembre de 2019, con posibilidad de que el Emisor amortice anticipadamente en cualquier fecha de pago a partir del quinto año, es decir, a partir del 29 de diciembre de 2014, previa autorización del Banco de España. Las Obligaciones Subordinadas se amortizarán a la par, libre de gastos y comisiones para el tenedor por parte del Emisor.
Tipo de Interés:	<ul style="list-style-type: none">- Durante el periodo comprendido entre la fecha de desembolso y el 29 de diciembre de 2012: 6,00% nominal anual fijo, calculada en base Act/365 pagadera trimestralmente.- A partir del 29 de diciembre de 2012 en adelante,

variable referenciada al Euribor a tres (3) meses más un diferencial de 490 pbs (con un mínimo nominal anual del 5,40%), calculada en base Act/365 pagadera trimestralmente.

Periodicidad de Remuneración:	Trimestral (trimestres vencidos a partir de la Fecha de Desembolso), los días 29 de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año. La primera fecha de pago tendrá lugar el 29 de marzo de 2010.
Periodo de Solicitudes de Suscripción:	Comenzará a las 8:30 horas del día siguiente a la inscripción del Folleto en los registros de la CNMV (siempre y cuando el Folleto haya sido publicado o, en caso contrario, desde el momento de su publicación) y finalizará a las 14:00 horas del día 23 de diciembre de 2009. 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 del Emisor, BANCO GALLEGO, S.A., actuando como Entidad Colocadora.
Fecha de Emisión y Desembolso:	Único desembolso el día 29 de diciembre de 2009. No obstante, se solicitará a los peticionarios provisión de fondos para asegurar el pago de los importes de las suscripciones. El depósito de provisión de fondos se remunerará al 4% nominal anual.
Cotización:	Mercado AIAF de Renta Fija
Liquidez:	No se garantiza una liquidez rápida y fluida. No obstante, los valores cotizarán en Mercado AIAF de Renta Fija. El Emisor no ha suscrito ningún contrato de liquidez para la presente emisión.
Entidad Colocadora:	BANCO GALLEGO, S.A.
Régimen Fiscal:	Se incluye en el apartado III.4.14 de la Nota de Valores un breve análisis del actual régimen fiscal de las Obligaciones Subordinadas para sus tenedores.

BANCO GALLEGO, S.A. ha obtenido la opinión de "AFI (Analistas Financieros Internacionales)" de fecha 4 de septiembre de 2009 y de "INTERMONEY VALORA, S.A." de fecha 2 de octubre de 2009, consultoras independientes especializadas, sobre las condiciones financieras de la Emisión. Dichos informes se adjuntan como Anexo a la presente Nota de Valores.

3 PRINCIPALES MAGNITUDES DEL EMISOR

Balance de situación consolidado a 30 de junio de 2009 (datos no auditados) y a 31 de diciembre de 2008 y 2007 (datos auditados): (en miles de euros)

ACTIVO	31/12/2007	31/12/2008	30/06/2009	% Variación (dic 07 - dic 08)	% Variación (dic 08 - jun 09)
Caja y depósitos en bancos centrales	49.962	65.659	113.579	31,42%	72,98%
Cartera de negociación:	2.415	1.825	3.220	-24,43%	76,44%
Derivados de negociación	2.415	1.825	3.220	-24,43%	76,44%
Activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias	20.305	9.677	9.672	-52,34%	-0,05%
Valores representativos de deuda	20.305	9.677	9.672	-52,34%	-0,05%
Activos financieros disponibles para la venta:	380.351	515.664	301.908	35,58%	-41,45%
Valores representativos de deuda	349.850	411.820	191.673	17,71%	-53,46%
Otros instrumentos de capital	30.501	103.844	110.235	240,46%	6,15%
Inversiones crediticias:	3.325.361	3.535.927	3.317.410	6,33%	-6,18%
Depósitos en entidades de crédito	231.317	202.178	42.736	-12,60%	-78,86%
Crédito a la clientela	3.094.044	3.333.749	3.274.674	7,75%	-1,77%
Derivados de cobertura	16.209	30.503	19.382	88,19%	-36,46%
Activos no corrientes en venta:	7.909	6.116	21.579	-22,67%	252,83%
Instrumentos de capital	3.581	0	0	-100,00%	-
Activo material	832	523	2.963	-37,14%	466,54%
Crédito a la clientela	3.496	0	0	-100,00%	-
Inversiones inmobiliarias	0	5.593	18.616	-	232,84%
Participaciones:	30.925	19.563	17.222	-36,74%	-11,97%
Entidades asociadas	30.925	19.563	17.222	-36,74%	-11,97%
Activo material:	35.640	66.180	65.063	85,69%	-1,69%
Inmovilizado material	35.640	66.180	65.063	85,69%	-1,69%
De uso propio	35.640	66.180	65.063	85,69%	-1,69%
Diferencias de primera consolidación	306	21		-93,14%	-100,00%
Activo intangible:	14.937	16.734	16.667	12,03%	-0,40%
Fondo de comercio	2.907	2.359	2.381	-18,85%	0,93%
Otro activo intangible	12.030	14.375	14.286	19,49%	-0,62%
Activos fiscales:	42.341	51.064	47.821	20,60%	-6,35%
Corrientes	5.107	21.771	18.516	326,30%	-14,95%
Diferidos	37.234	29.293	29.305	-21,33%	0,04%
Resto de activos	41.450	63.765	79.634	53,84%	24,89%
Existencias	34.487	52.445	65.529	52,07%	24,95%
Otros	6.963	11.320	14.105	62,57%	24,60%
TOTAL ACTIVO	3.968.111	4.382.698	4.013.157	10,45%	-8,43%
PRO-MEMORIA					
	31/12/2007	31/12/2008	30/06/2009	% Variación (dic 07 - dic 08)	% Variación (dic 08 - jun 09)
Riesgos y compromisos contingentes	303.153	257.185	236.852	-15,16%	-7,91%
Compromisos contingentes	783.652	387.257	355.239	-50,58%	-8,27%

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

CUENTA DE RESULTADOS	2008	2007	Variación
Intereses y rendimientos asimilados	227.732	189.025	20,48%
Intereses y cargas asimiladas	-146.848	-117.608	24,86%
MARGEN DE INTERÉS	80.884	71.417	13,26%
Rendimientos de Instrumentos de Capital	2.293	3.627	-36,78%
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación	-4.599	1.246	-469,10%
Comisiones percibidas	26.032	25.492	2,12%
Comisiones pagadas	-1.911	-2.230	-14,30%
Resultados de Operaciones Financieras (neto):	7.241	14.892	-51,38%
Cartera de negociación	7.491	2.114	254,35%
Otros instrumentos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias	-638	-1.244	-48,71%
Activos financieros disponibles para la venta	488	13.072	-96,27%
Otros	-100	950	-110,53%
Diferencias de Cambio (Neto)	289	89	224,72%
Otros productos de explotación	28.310	18.987	49,10%
Otras cargas de explotación	-22.351	-13.126	70,28%
MARGEN BRUTO	116.188	120.394	-3,49%
Gastos de administración	-93.164	-80.003	16,45%
Gastos de personal	-60.146	-52.946	13,60%
Otros gastos generales de administración	-33.018	-27.057	22,03%
Amortización	-12.321	-8.781	40,31%
Pérdidas por deterioro de activo (neto):	-9.127	-16.926	-46,08%
Activos financieros disponibles para la venta	-780	0	-
Inversiones Crediticias	-8.347	-16.926	-50,69%
Dotaciones a provisiones (neto)	-280	-240	16,67%
RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN	1.296	14.444	-91,03%
Pérdidas por deterioro del resto de activos (neto):	-2	0	-
Ganancias (pérdidas) en la baja de activos no clasificados como corrientes en venta	10.890	1.159	839,60%
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	12.184	15.603	-21,91%
Impuesto sobre beneficios	-2.954	-2.444	20,87%
RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	9.230	13.159	-29,86%
Resultado atribuido a la entidad dominante	9.227	12.624	-26,91%
Resultado atribuido a intereses minoritarios	3	535	-99,44%

Como consecuencia, entre otras, de las enajenaciones de participadas mencionadas a pie de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada a 30 de junio de 2009 y 2008 más adelante, las ganancias por la baja de activos financieros no clasificados como corrientes en venta se incrementan en 9.731 miles de euros en 2008 (840% con respecto a 2007). Dicho incremento se debe principalmente a las plusvalías obtenidas por (i) la venta de participaciones (7.785 miles de euros) (ii) la venta de activo material (1.700 miles de euros) (iii) otros conceptos (246 miles de euros).

Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada a 30 de junio de 2009 y 2008 (datos no auditados): (en miles de euros)

CUENTA DE RESULTADOS	30/06/2009	30/06/2008	Variación
Intereses y rendimientos asimilados	108.925	107.854	0,99%
Intereses y cargas asimiladas	-57.412	-67.449	-14,88%
MARGEN DE INTERÉS	51.513	40.405	27,49%
Rendimientos de Instrumentos de Capital	1.479	619	138,93%
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación	-2.142	-967	121,51%
Comisiones percibidas	10.924	14.170	-22,91%
Comisiones pagadas	-845	-695	21,58%
Resultados de Operaciones Financieras (neto):	769	968	-20,56%
Cartera de negociación	1.691	497	240,24%
Otros instrumentos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias	-32	-1.706	-98,12%
Activos financieros disponibles para la venta	-158	434	-136,41%
Otros	-732	1.743	-142,00%
Diferencias de Cambio (Neto)	212	140	51,43%
Otros productos de explotación	8.977	21.058	-57,37%
Otras cargas de explotación	-5.643	-19.868	-71,60%
MARGEN BRUTO	65.244	55.830	16,86%
Gastos de administración	-45.962	-46.371	-0,88%
Gastos de personal	-29.495	-29.621	-0,43%
Otros gastos generales de administración	-16.467	-16.750	-1,69%
Amortización	-7.135	-5.585	27,75%
Pérdidas por deterioro de activo (neto):	-8.534	-5.399	58,07%
Activos financieros disponibles para la venta	-1.670	0	-
Inversiones Crediticias	-6.864	-5.399	27,13%
Dotaciones a provisiones (neto)	-1.009	-83	1115,66%
RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN	2.604	-1.608	-261,94%
Pérdidas por deterioro del resto de activos (neto):	0	0	-
Ganancias (pérdidas) en la baja de activos no clasificados como corrientes en venta	-1.172	5.890	-119,90%
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	1.432	4.282	-66,56%
Impuesto sobre beneficios	-688	-1.593	1593,00%
RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	744	2.689	-72,33%
Resultado atribuido a la entidad dominante	890	2.709	-67,15%
Resultado atribuido a intereses minoritarios	-146	-20	630,00%
Beneficio por acción			
Básico	0,038	0,194	-80,41%
Diluido	0,038	0,194	-80,41%

A destacar, en 2008, el resultado no recurrente, derivado de que el 25 de abril de 2008 el Grupo procedió a enajenar, a Caixa de Aforros de Vigo, Ourense e Pontevedra – Caixanova, del cual forma parte el Grupo Banco Gallego, la totalidad de las participaciones que poseía en el capital de Geriatros, S.A., representativas de un 50% de los derechos de voto. El beneficio obtenido por esta operación ascendió a 7.015 miles de euros, que figura registrados en el capítulo "Ganancias (pérdidas) en la baja de activos no clasificados como no corrientes en venta" de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada.

Recursos propios, morosidad y cobertura del Emisor a 30 de junio de 2009 y 31 de diciembre de 2008 y 2007

	30/06/2009	31/12/2008	31/12/2007
Coeficiente de solvencia	12,97%	11,79%	9,73%
Ratio Tier I	8,02%	7,12%	4,87%
Recursos propios de Primera Categoría (Millones de euros)	249,5	238,1	168,1
Recursos propios de segunda categoría (Millones de euros)	154,2	155,9	168,1
Recursos propios computables (Millones de euros)	403,7	394,1	336,2
Ratio de morosidad	3,68%	2,09%	0,80%
Ratio de cobertura	67,40%	100,18%	265,69%

A 31 de agosto de 2009, el ratio de morosidad del emisor era de 4,06%, y el ratio de cobertura de 63,84%.

II. FACTORES DE RIESGO DE LA EMISIÓN

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

Riesgo de subordinación y prelación de los inversores ante situaciones concursales

Las Obligaciones Subordinadas de esta Emisión, se sitúan, en caso de insuficiencia de fondos del Emisor, insolvencia o liquidación del mismo, por detrás de todos los acreedores comunes del Emisor y al mismo nivel que sus acreedores subordinados. En todo caso, se situarán por delante de las acciones ordinarias del Emisor y participaciones preferentes emitidas o garantizadas por el Emisor.

Riesgo de mercado

Las Obligaciones Subordinadas constitutivas de esta Emisión, una vez admitidas a negociación, estarán sometidas a posibles fluctuaciones de sus precios en el mercado, en función, principalmente, de la evolución de los tipos de interés y de la duración de la inversión, de las condiciones de mercado y de las condiciones económicas generales. En función de la evolución de dichas condiciones, estas Obligaciones Subordinadas podrían llegar a negociarse por debajo de su precio de emisión.

Riesgo de liquidez

Aunque se vaya a solicitar la admisión a negociación de las Obligaciones Subordinadas en el Mercado AIAF 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 no ha suscrito ningún contrato de liquidez para la presente emisión, por lo que no existe ninguna entidad que se haya comprometido a proporcionar dicha liquidez a la misma.

Teniendo en cuenta el tamaño de la emisión y la no existencia de contrato de liquidez, no se puede garantizar una liquidez rápida y fluida de las Obligaciones Subordinadas.

Riesgo por fluctuación del tipo de interés

La rentabilidad que se pueda obtener por la inversión en los Valores de la presente emisión, estará sometida a fluctuaciones de los tipos de interés.

Riesgo de crédito

Los valores incluidos en la presente Nota de Valores están sujetos al riesgo de pérdida en caso de deterioro de la estructura financiera del Emisor, que puede conllevar ciertos riesgos en el pago de los intereses y/o principal de las Obligaciones Subordinadas y, por tanto, generar una disminución del valor de la inversión.

Riesgo de variación de la calidad crediticia

Los valores incluidos en la presente Nota de Valores no tienen asignadas calificaciones por las agencias de calificación de riesgo crediticio.

El Emisor no tiene asignada calificación crediticia por ninguna agencia de calificación del riesgo.

Riesgo por amortización anticipada

Se establecen cláusulas de amortización anticipada por parte del Emisor; el Emisor podrá amortizar parcial o totalmente la Emisión a la par, libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España, a partir del 29 de diciembre de 2014, en esa fecha o en cada una de las fechas de pago de intereses posteriores a dicha fecha. En tal caso, un tenedor podría no ser capaz de reinvertir el resultado de dicha amortización anticipada en valores comparables y al mismo tipo de interés.

Factores de riesgo del Emisor

Los principales factores de riesgo del Emisor se mencionan a continuación:

- Riesgo de crédito.
- Riesgo de mercado.
- Riesgo de tipo de interés.
- Riesgo de liquidez.
- Riesgo operacional.
- Calidad crediticia.

La descripción completa de los factores de riesgo puede consultarse en el Documento de Registro de BANCO GALLEGO, S.A. inscrito en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 24 de septiembre de 2009.

III. NOTA DE VALORES

1 PERSONAS RESPONSABLES

1.1 Persona responsable

D. Joaquín Espallargas Iberní, Subdirector General, Director Financiero y de Desarrollo Corporativo, en virtud de las facultades conferidas por el acuerdo del Consejo de Administración de fecha 21 de julio de 2009, asume la responsabilidad del contenido de la presente Nota de Valores, en nombre y representación de BANCO GALLEGO, S.A., con domicilio social en la calle Hórreo número 38, 15702, de Santiago de Compostela (el "Emisor").

1.2 Declaración de las personas responsables

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

2 FACTORES DE RIESGO

Los factores de riesgo que puedan afectar a la emisión han sido detallados en el apartado I del presente Folleto.

3 INFORMACIÓN FUNDAMENTAL

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

No existen intereses particulares de las personas físicas y jurídicas que participan en la oferta que sea importante para la misma, salvo lo indicado en el apartado 3.2 siguiente.

3.2 Motivo de la oferta y destino de los ingresos

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

Se ha solicitado al Banco de España la computabilidad como recursos propios de segunda categoría de la presente emisión de Obligaciones Subordinadas.

Suponiendo que se suscriba totalmente el importe inicial de la Emisión, esto es, 50.000.000 euros, 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	Importe (euros)
Registro de la Nota de Valores en la CNMV	7.000
Supervisión del proceso de admisión a cotización por la CNMV	1.500
Tarifa de admisión a cotización en AIAF Mercado de Renta Fija	5.000
Inclusión de la emisión en el registro de anotaciones en cuenta	500
TOTAL	14.000

4 INFORMACIÓN RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A ADMITIRSE A COTIZACIÓN

4.1 Descripción del tipo y la clase de los valores

La presente Nota de Valores se realiza con motivo de la Oferta Pública de Obligaciones Subordinadas denominada "Quinta Emisión de Obligaciones Subordinadas 2009 de Banco Gallego, S.A." por un importe de 50.000.000 de euros representado por 500.000 valores de 100 euros de nominal cada uno.

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

4.2 Legislación de los valores

Los valores se emiten de conformidad con la legislación española que resulte aplicable al Emisor o a los mismos. En particular, se emiten de conformidad con la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores, modificada sucesivamente por la Ley 37/1998 de 16 de noviembre, por la Ley 44/2002 de 22 de noviembre y por el Real Decreto-Ley 5/2005 de 11 de marzo; de conformidad con el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, o la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, por la que se regula la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas o por asociaciones u otras personas jurídicas, y la constitución del sindicato de obligacionistas, por el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos, y de acuerdo con aquellas otras normativas que las han desarrollado.

Las emisiones de instrumentos de Deuda Subordinada están sujetas, además, a lo establecido en la Ley 13/1985 de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y la Ley 13/1992

de 1 de junio, Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero de recursos financieros de las entidades financieras y a la normativa reglamentaria que la desarrolla.

La presente Nota de Valores se ha elaborado siguiendo los modelos previstos en el Reglamento (CE) nº 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004, relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en cuanto a la información contenida en los folletos así como al formato, incorporación por referencia, publicación de dichos folletos y difusión de publicidad.

4.3 Representación de los valores

Los valores estarán representados mediante anotaciones en cuenta gestionadas por la Sociedad Gestora de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación (Iberclear), sita en Plaza de la Lealtad, 1, 28014 Madrid.

4.4 Divisa de la emisión

Los valores estarán denominados en euros.

4.5 Orden de prelación

La presente Emisión de Obligaciones Subordinadas no tendrá garantía real ni de terceros. El capital y los intereses de la misma están garantizados por el total patrimonio del Emisor.

Las Obligaciones Subordinadas presentan la condición de financiación subordinada para los acreedores y, a efectos del orden de prelación de pago, se sitúa detrás de los siguientes acreedores:

1. Acreedores con privilegio
2. Acreedores ordinarios y depositantes

En caso de concurso, estas Obligaciones Subordinadas no gozarán de preferencia en el seno de la deuda subordinada del Emisor, cualquiera que sea la instrumentación y fecha de dicha deuda. Se situarán por delante de las acciones ordinarias del emisor, en su caso, y participaciones preferentes emitidas o garantizadas por el Emisor.

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

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

Los derechos económicos y financieros para el inversor asociados a la adquisición y tenencia de los valores, son los derivados de las condiciones de tipo de interés,

rendimientos y precios de amortización con que se emitan y que se encuentran recogidos en la presente Nota de Valores.

El inversor no deberá realizar ninguna actuación a efectos de disponer de dichos derechos, sino que serán directamente, o de forma automática, puestos a favor del inversor por el agente de pagos de los valores en cada fecha de pago.

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

4.7 Tipo de interés nominal y disposiciones relacionadas

Las Obligaciones Subordinadas objeto de esta Emisión devengarán a favor de sus tenedores un tipo de interés nominal fijo aplicable durante los tres primeros años a contar desde la fecha de emisión, 29 de diciembre de 2009, hasta el 29 de diciembre de 2012. Durante el resto de la vida de la Emisión, el tipo de interés será variable.

Los cupones serán satisfechos, por trimestres vencidos, los días 29 de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año hasta el 29 de diciembre de 2019 o hasta el momento en que se produzca la amortización anticipada, en el caso de que la misma se produzca con anterioridad. La primera fecha de pago tendrá lugar el 29 de marzo de 2010.

Desde la fecha de desembolso, 29 de diciembre de 2009, hasta el 29 de diciembre de 2012, la Emisión devengará un tipo de interés fijo de 6,00% nominal anual.

Siendo el importe nominal de 100 euros por Obligación Subordinada, los intereses devengados por cada Obligación Subordinada serán durante los doce (12) primeros periodos de interés y según la fórmula descrita a continuación, los siguientes:

PERIODO	FECHAS	REMUNERACIÓN (Euros)
1º	del 29/12/2009 al 28/03/2010	1,48
2º	del 29/03/2010 al 28/06/2010	1,51
3º	del 29/06/2010 al 28/09/2010	1,51
4º	del 29/09/2010 al 28/12/2010	1,50
5º	del 29/12/2010 al 28/03/2011	1,48
6º	del 29/03/2011 al 28/06/2011	1,51
7º	del 29/06/2011 al 28/09/2011	1,51
8º	del 29/09/2011 al 28/12/2011	1,50
9º	del 29/12/2011 al 28/03/2012	1,50
10º	del 29/03/2012 al 28/06/2012	1,51
11º	del 29/06/2012 al 28/09/2012	1,51
12º	del 29/09/2012 al 28/12/2012	1,50

Desde el 29 de diciembre de 2012 hasta el 29 de diciembre de 2019, la Emisión devengará un tipo de interés nominal, que se determinará sumando 490 puntos básicos (4,90%) al tipo de interés de referencia Euribor a tres (3) meses correspondiente, revisado trimestralmente dos días hábiles antes del 29 de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año.

En cualquier caso, el tipo de interés resultante no podrá estar en ningún momento por debajo del 5,40% anual. En caso de ser el tipo anual resultante inferior al 5,40% en algún periodo, la Emisión devengará en dicho periodo el 5,40% anual.

Comparación con otras emisiones: A fin de evaluar las condiciones financieras de la Emisión, el Emisor ha obtenido la opinión de "AFI (Analistas Financieros Internacionales)" e "Intermoney Valora, S.A.", consultoras independientes especializadas. Se adjuntan como Anexo copia de dichos informes.

A efectos meramente informativos, se indica a continuación la evolución del tipo Euribor a tres (3) meses en base 365 días entre el 26 de septiembre de 2008 y el 25 de septiembre de 2009:

SESION	EURIBOR 3 MESES (%)
26/09/2008	5,213
27/10/2008	4,980
27/11/2008	3,933
24/12/2008	3,033
27/01/2009	2,160
27/02/2009	1,850
27/03/2009	1,552
27/04/2009	1,411
27/05/2009	1,288
26/06/2009	1,136
27/07/2009	0,927
27/08/2009	0,841
25/09/2009	0,751

FUENTE: EBF

El tipo aplicable a cada periodo trimestral siguiente, será comunicado por el Agente de Pagos a los titulares de las Obligaciones Subordinadas el primer día hábil anterior al inicio de cada periodo trimestral de intereses mediante anuncio en el Boletín de Operaciones del Mercado AIAF de Renta Fija.

En ausencia de la publicación del tipo Euribor a tres (3) meses en la página de Reuters, se tomará el Euribor a tres (3) meses señalado en la pantalla TELERATE, página 248 (o cualquier otra que la pudiera sustituir en el futuro) a las 11:00 horas de la mañana de Bruselas del segundo día hábil inmediatamente anterior a la fecha de inicio del periodo de interés y se aplicará al siguiente periodo trimestral de devengo de intereses.

Por imposibilidad de obtención del Euribor a tres (3) meses en la forma determinada anteriormente, el tipo de interés de referencia sustitutivo será el tipo de interés que resulte de aplicar la media aritmética simple de los tipos de interés interbancarios de oferta para operaciones de depósitos en euros a tres meses de vencimiento, el segundo día hábil inmediatamente anterior al día en que comience el periodo de cálculo de que se trate, que declaren las entidades reseñadas a continuación:

Confederación Española de Cajas de Ahorro
Banco Popular Español, S.A.
Caja de Ahorro y Monte de Piedad de Madrid.
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.

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

En ausencia de los tipos según lo expuesto en los apartados anteriores, se aplicará el tipo determinado para el cálculo de intereses en tanto por ciento que se hubiese aplicado en el periodo trimestral anterior.

4.7.2 Fechas, lugar, entidades y procedimiento para el pago de las Remuneraciones.

Los intereses se devengarán desde la Fecha de Desembolso, serán pagaderos por trimestres vencidos, y se calculará sobre la Base Actual/365.

Serán calculados conforme a la siguiente regla:

$$C = \frac{N \times i \times d}{365 \times 100}$$

Donde:

C = Cupón bruto
N = Importe nominal obligación
I = Tipo de interés bruto anual
d = Número de días

Si alguna fecha de pago no fuera día hábil a los efectos de realización de operaciones en euros, el pago de la Remuneración se efectuará, el día hábil inmediatamente posterior, sin que ello tenga repercusión de ningún tipo en la cuantía del abono. A estos efectos se entenderá por día hábil cualquier día así considerado por el sistema "TARGET" ("Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer").

Tendrán derecho al cobro de los intereses los titulares inscritos en los registros contables de las Entidades Participantes en Iberclear el día anterior del señalado como fecha de pago.

El Agente de Pagos (BNP Paribas Securities Services, Sucursal en España) calculará la cuantía de los intereses que deban satisfacerse respecto de las Obligaciones Subordinadas.

El servicio financiero será atendido por el Agente de Pagos, quien, con motivo del pago de intereses, recibirá la cantidad que corresponda por tal concepto para su distribución entre los titulares de Obligaciones Subordinadas.

4.7.3 Plazo válido en el que se puede reclamar la remuneración

De acuerdo con la normativa general aplicable se fija un plazo máximo de cinco años para la reclamación de los intereses y de quince años para la reclamación del principal, ambas contadas a partir de sus respectivas fechas efectivas de pago.

4.7.4 Descripción del subyacente del tipo de remuneración

La Remuneración está referida al tipo Euribor a tres (3) meses más un diferencial, tal y como este se establece en el apartado 4.7.1. Véase dicho apartado para una descripción del tipo Euribor, su forma de cálculo y normas de ajuste de acontecimientos relativos al subyacente.

4.7.5 Agente de Cálculo

La entidad que actuará en calidad de agente de cálculo en la Emisión realizada al amparo de la presente Nota de Valores será el Emisor, BANCO GALLEGO, S.A.

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

4.8.1 Precio de amortización

Las Obligaciones Subordinadas se amortizarán a la par, libre de gastos y comisiones para el tenedor por parte del Emisor, es decir, por cada Obligación Subordinada se abonarán 100 euros.

4.8.2 Fecha y modalidades de amortización

Las Obligaciones Subordinadas serán amortizadas el día 29 de diciembre de 2019.

No obstante, el Emisor podrá amortizar parcial o totalmente la Emisión, a la par, libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España, a partir del 29 de diciembre de 2014, en esa fecha o en cada una de las fechas de pago de intereses

posteriores a dicha fecha. No existe la amortización anticipada a petición de los tenedores de las obligaciones.

La amortización también podrá realizarse mediante recompra de Obligaciones Subordinadas por el Emisor para su amortización. Si el Emisor, previa autorización del Banco de España, decidiera recomprar Obligaciones Subordinadas para amortizarlas inmediatamente, deberá ofrecer a todos los titulares de las Obligaciones Subordinadas la posibilidad de que vendan dichos valores en las mismas condiciones.

4.9 Indicación del rendimiento para el inversor y método de cálculo

El interés efectivo previsto para un inversor que hubiera adquirido los valores amparados por la presente Nota de Valores en el momento de la emisión y los mantuviese hasta su vencimiento, si se cumplen las hipótesis previstas posteriormente, sería de 5,78%.

Para el cálculo de dicho rendimiento se han establecido las siguientes hipótesis:

- Desembolso del total de las Obligaciones Subordinadas: 29 de diciembre de 2009.
- Amortización de la Emisión el 29 de diciembre de 2019.
- El tipo de interés nominal fijo para los tres primeros años será del 6,00%.
- El tipo de referencia Euribor a tres (3) meses se mantiene fijo en el 0,751%, correspondiente al tipo Euribor a tres (3) meses publicado el 25 de septiembre de 2009.
- No se ejerce la opción de amortización anticipada a lo largo de la vida de la Emisión.
- Si la emisión se amortizase el 29 de diciembre de 2014, la T.I.R. sería del 5,88%, manteniendo el resto de hipótesis constantes.

4.10 Representación de los tenedores de los valores

Se ha nombrado Comisario del Sindicato, cuyo cargo ha sido aceptado, a D. Álvaro Grande Royo-Villanova.

Se incluyen seguidamente los Estatutos del Sindicato.

REGLAMENTO DEL SINDICATO DE OBLIGACIONISTAS DE BANCO GALLEGO, S.A.

Artículo 1º.- Con la denominación de SINDICATO DE OBLIGACIONISTAS DE BANCO GALLEGO, de QUINTA EMISION DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS BANCO GALLEGO 2009, y a los efectos previstos en la Ley 211/64, de 24 de diciembre y disposiciones

complementarias, queda constituida esta Asociación de la que formarán parte todos los tenedores de las obligaciones emitidas por el Banco, con fecha 29 de diciembre de 2009.

Artículo 2º.- El objeto del Sindicato es unificar y salvaguardar cuantos derechos y acciones corresponden a los obligacionistas para la mejor defensa de sus intereses frente al Emisor.

Artículo 3º.- El domicilio del Sindicato se fija en Henri Dunant, 17, 28036 Madrid.

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

Artículo 5º.- La posesión de una sola de las obligaciones emitidas, implica la completa sumisión al presente Reglamento y a los Acuerdos de la Asamblea de Obligacionistas, válidamente adoptados, en los términos previstos en el artículo 11 de la Ley 211/64 de 24 de diciembre y demás disposiciones de aplicación.

Artículo 6º.- El gobierno y administración del Sindicato, corresponde a la Asamblea General de Obligacionistas y al Comisario.

Artículo 7º.- La Asamblea General de Obligacionistas podrá ser convocada por el Consejo de Administración de la Entidad Emisora o por el Comisario. Este último deberá convocarla necesariamente cuando lo soliciten obligacionistas que representen, por lo menos la vigésima parte de los valores emitidos y no amortizados.

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

Cuando la Asamblea haya de tratar asuntos relativos a la modificación en las condiciones de la emisión u otras de trascendencia análoga a juicio del Comisario, la convocatoria deberá hacerse mediante anuncio en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, y en uno de los diarios de mayor circulación de la provincia.

En uno y otro caso, la convocatoria deberá hacerse con una antelación mínima de quince días al fijado para la celebración de la Asamblea, expresándose claramente en aquélla el lugar, día y hora de celebración, así como los asuntos que hayan de tratarse.

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

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

Artículo 9º.- Tendrán derecho de asistencia todos los obligacionistas cualquiera que sea el número de obligaciones que posean, siempre que acrediten su condición de tales con cinco días de antelación, como mínimo, a aquel en que se haya de celebrar la Asamblea mediante depósito de sus valores en la forma que se determine en la convocatoria. Los obligacionistas podrán asistir a la Asamblea personalmente o mediante representación conferida a favor de otro obligacionista.

Artículo 10º.- Las reuniones de la Asamblea de obligacionistas se celebrarán en el domicilio del Sindicato, siendo Presidente de la Asamblea Constituyente el Comisario nombrado para el otorgamiento de la Escritura de Emisión, hasta tanto se proceda por la Asamblea a elegir un Presidente y un Secretario en los términos previstos en el artículo 8 de la Ley 211/64 de 24 de diciembre.

Antes de entrar en el orden del día se formará la lista de asistentes con expresión del carácter con el que concurren y el número de obligaciones propias o ajenas que representen.

La Asamblea adoptará sus acuerdos en la forma prevista en el artículo 11 de la Ley 211/64 de 24 de diciembre, entendiéndose a estos efectos que cada obligación presente o representada da derecho a un voto. El acta de la reunión será aprobada por la misma Asamblea, se extenderá en el libro correspondiente e irá autorizada con la firma del Presidente y del Secretario.

Artículo 11º.- Los Acuerdos adoptados en la forma prevista en el artículo anterior, vincularán a todos los obligacionistas, incluso a los no asistentes y a los disidentes pudiendo ser impugnados en los mismos casos que establecen los artículos 115 y siguientes de la Ley de Sociedades Anónimas.

Artículo 12º.- En lo no previsto por este Reglamento, el Sindicato de Obligacionistas se regirá por lo dispuesto en la Ley 211/64, de 24 de diciembre, capítulo X de la Ley de Sociedades Anónimas y demás disposiciones de aplicación.

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

Las resoluciones y acuerdos por los que se procede a la realización de la presente emisión, cuya vigencia consta en certificación remitida a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, son los que se enuncian a continuación:

- Acuerdo de la Junta General de Accionistas del Emisor de fecha 19 de mayo de 2009.
- Acuerdo del Consejo de Administración del Emisor de fecha 21 de julio de 2009.

4.12 Fecha de emisión

La fecha de emisión, que coincidirá con la Fecha de Desembolso de los valores, será el 29 de diciembre de 2009.

4.13 Restricciones a la libre transmisibilidad de los valores

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

4.14 Fiscalidad de los valores

A la Emisión le será de aplicación el régimen fiscal vigente en cada momento para las emisiones de valores del mismo tipo en España. A continuación se expone una descripción general del régimen fiscal establecido por la legislación española vigente en la fecha de registro de la presente Nota de Valores, sin perjuicio de los regímenes tributarios forales de Concierto y Convenio económico en vigor, respectivamente, en los territorios históricos del País Vasco y en la Comunidad Foral de Navarra, o aquellos otros, excepcionales, que pudieran ser aplicables por las características específicas del inversor.

En cualquier caso, es recomendable que los inversores interesados en la adquisición de los valores objeto de la Oferta consulten con sus abogados o asesores fiscales, quienes les podrán prestar un asesoramiento personalizado a la vista de sus circunstancias particulares.

4.14.1 Imposición Directa en la adquisición y transmisión de Obligaciones Subordinadas

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.

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

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

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

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

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

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

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

1. El adquirente sea una persona o entidad no residente en territorio español o sea sujeto pasivo del impuesto sobre Sociedades.
2. El adquirente no esté sujeto a retención por los rendimientos explícitos (i.e., los intereses) derivados de las Obligaciones Subordinadas 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 Obligaciones Subordinadas, tanto en concepto de intereses como con motivo de la transmisión, amortización o reembolso de dichos valores, así como los gastos inherentes a la participación, en la forma prevista en el artículo 10 y siguientes del TRLIS.

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

4.14.2 Imposición Directa sobre las rentas derivadas de la titularidad, amortización o reembolso de Obligaciones Subordinadas

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

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

(a) Rentas obtenidas por inversores que actúen sin mediación de establecimiento permanente en España

Tal y como establece la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, las rentas derivadas de las Obligaciones Subordinadas obtenidas por personas o entidades no residentes en territorio español que actúen a estos efectos sin establecimiento permanente en España, estarán exentas de tributación en el IRNR (y, por tanto, de retención a cuenta de este impuesto) siempre que se cumplan determinados procedimientos de identificación de los titulares de los valores. De no cumplirse dicha

condición, el rendimiento obtenido estará sujeto a una retención del 18% a cuenta del IRNR.

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

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

(b) Rentas obtenidas por inversores que actúen mediante establecimiento permanente en España

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

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

4.14.3 Imposición sobre el Patrimonio y sobre Sucesiones y Donaciones

4.14.3.1. Inversores residentes en España

(a) Impuesto sobre el Patrimonio

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

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

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

(b) Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones

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

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

4.14.3.2. Inversores no Residentes en España

(a) Impuesto sobre el Patrimonio

Véase el apartado 4.14.3.1.(a), "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.

4.14.4 Obligaciones de información

De conformidad con lo previsto en el apartado 3 de la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, el Emisor tendrá la obligación de informar a la Administración tributaria de la identidad de los titulares de las Obligaciones Subordinadas 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.

5 CLÁUSULAS Y CONDICIONES DE LA OFERTA

5.1 Condiciones. Estadísticas de la oferta, calendario previsto y procedimiento para la suscripción de la oferta

5.1.1 Condiciones a las que está sujeta la oferta

La Emisión no está sujeta a ninguna condición.

5.1.2 Importe de la oferta

El importe total de la Emisión será de hasta 50.000.000 euros.

El número de valores objeto de la presente Emisión es de quinientos mil.

El importe total de la Emisión quedará fijado, una vez finalizado el Periodo de Solicitudes de Suscripción, por el importe efectivamente suscrito.

Todas las Obligaciones Subordinadas que se ofrecen pertenecen a la misma clase y serie.

5.1.3. Periodo de suscripción. Suscripción incompleta

La suscripción de las Obligaciones Subordinadas se iniciará a las 8:30 horas del día siguiente a la inscripción de 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 23 de diciembre de 2009, ambos días inclusive (en adelante "Periodo de Solicitudes de Suscripción").

Las peticiones de suscripción se atenderán por orden cronológico conforme al procedimiento descrito en el apartado 5.1.5 siguiente.

Si con anterioridad a la finalización del Periodo de Solicitudes de Suscripción se hubiese cubierto íntegramente la Emisión, el Emisor podrá dar por finalizado el Periodo de Solicitudes de Suscripción, comunicando dicha circunstancia a la CNMV.

Se prevé expresamente la posibilidad de suscripción incompleta de la Emisión, en cuyo caso el importe de la Emisión quedara reducido a la cantidad efectivamente suscrita. Si al término del Periodo de Solicitudes de Suscripción no se hubiese producido la colocación total, el Emisor reducirá el importe de la Emisión a la cifra colocada declarando la suscripción incompleta de la Emisión. Esta decisión será comunicada a la CNMV.

5.1.4 Lugar y forma de tramitar la suscripción

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

La suscripción de las Obligaciones Subordinadas se realizará en cualquiera de las oficinas de BANCO GALLEGO, S.A. (a estos efectos, la "Entidad Colocadora"), dentro del horario de apertura al público. A tal efecto, los suscriptores deberán abrir cuentas de efectivo y de valores en la Entidad Colocadora si no dispusieran de ellas con anterioridad a la formulación de las órdenes de suscripción. El modelo de orden de suscripción estará a disposición de los suscriptores en todas las oficinas de la Entidad Colocadora.

La apertura y cancelación de estas cuentas estará libre de gastos.

La Entidad Colocadora solicitará a los peticionarios provisión de fondos para asegurar el pago de los importes de las suscripciones. El depósito de la provisión de fondos se remunerará al 4% nominal anual. Los citados intereses se devengarán desde el primer día del depósito hasta el 28 de diciembre de 2009, incluido. En el supuesto de que dicha provisión de fondos hubiera de ser devuelta, ésta se realizará libre de cualquier gasto o comisión, con fecha valor no más tarde del día hábil posterior al del cierre del Periodo de Solicitudes de Suscripción.

Las órdenes de suscripción son irrevocables y deberán ser otorgadas por escrito y firmadas por el suscriptor en el impreso que la Entidad Colocadora deberá facilitarle y del que se entregará copia al cliente. 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, NIF o número de la tarjeta de residencia tratándose de extranjeros con residencia en España o, en caso de tratarse de no residentes en España que no dispongan de NIF, número de pasaporte y

nacionalidad). En las órdenes formuladas en nombre de menores de edad deberá recogerse el NIF de su representante legal y, del menor de edad.

La oficina ante la que se formule la orden de suscripción deberá poner a disposición del peticionario la Nota de Valores 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, así como copia de la orden de suscripción realizada.

Las órdenes de suscripción deberán reflejar el número entero de Obligaciones Subordinadas que desea suscribir el suscriptor, que deberá ser como mínimo de diez (10) Obligaciones Subordinadas. Dicho número se confirmará mediante la firma de la orden por el suscriptor.

La oficina ante la que se formule la orden de suscripción rechazará aquellas órdenes que no cumplan cualesquiera de los requisitos exigidos. Las órdenes de suscripción no podrán ser cursadas telefónica ni electrónicamente.

La oficina ante la que se formule la orden de suscripción podrá rechazar aquellas órdenes que no estén debidamente cumplimentadas, así como aquellas órdenes que no cumplan cualesquiera de los requisitos exigidos por los procedimientos internos establecidos por la Entidad Colocadora en virtud de la normativa MIFID para la adquisición de obligaciones subordinadas.

5.1.5 Procesamiento cronológico de órdenes de suscripción

Las órdenes de suscripción se atenderán de forma cronológica, conforme al siguiente procedimiento:

1. La oficina ante la que se formule la orden de suscripción grabará en el sistema la orden de suscripción del cliente.
2. Considerando que las órdenes de suscripción se atenderán de forma cronológica, la Entidad Colocadora atenderá dichas órdenes de suscripción reservando el número de Obligaciones Subordinadas correspondiente a las mismas y determinará el importe de la Emisión que se encuentre pendiente de suscribir.
3. Llegado el caso de que el número total de Obligaciones Subordinadas correspondientes a las órdenes tramitadas en un momento dado excediese el número total de Obligaciones Subordinadas que aún no hubiesen sido suscritas, se asignará el excedente por orden cronológico. En caso de varias órdenes de suscripción coincidentes en el tiempo, el mencionado excedente de Obligaciones Subordinadas se repartirá a prorrata, redondeándose, en su caso, al número entero más próximo.

5.1.6 Desembolso

El desembolso de las peticiones aceptadas se efectuará el 29 de diciembre de 2009 (la "Fecha de Desembolso"), mediante adeudo en la cuenta corriente, de ahorro o a la vista, asociada a una cuenta de valores, que el suscriptor mantenga con la Entidad Colocadora.

No se cobrará gasto alguno por la apertura y cancelación de las citadas cuentas de efectivo y de valores. Se cobrarán las comisiones correspondientes para cada tipo de cuenta, en concepto de mantenimiento de la misma. Dichas comisiones se podrán consultar por cualquier inversor en las correspondientes tarifas de gastos y comisiones repercutibles, que están obligadas a publicar las entidades sujetas a supervisión del Banco de España y la CNMV. Copia de dichas tarifas se pueden consultar en los organismos supervisores mencionados y en la propia entidad.

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 la Entidad Colocadora en virtud de la normativa MIFID para la adquisición de este tipo de producto y será colocada a través de la red de oficinas de la Entidad Colocadora. La Entidad Colocadora ha calificado las Obligaciones Subordinadas a efectos de la normativa MIFID como un producto de riesgo muy alto.

5.2.2 Plazo y forma de entrega de las Obligaciones Subordinadas

Las Obligaciones Subordinadas estarán representadas mediante anotaciones en cuenta, procediéndose a la inscripción de las mismas en el registro contable de Iberclear y sus Entidades Participantes a favor de los suscriptores.

Una vez inscritas en el registro contable de Iberclear y de sus Entidades Participantes, los titulares de las Obligaciones Subordinadas tendrán derecho a obtener de las Entidades Participantes los certificados de legitimación correspondientes a dichas Obligaciones Subordinadas, 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 aquel en que se hayan solicitado por los suscriptores.

Las peticiones efectuadas en cualquiera de las oficinas de la Entidad Colocadora se atenderán por orden cronológico respetándose lo establecido en el apartado 5.1.5.

5.3 Precios

5.3.1 Precio al que se ofertaran los valores o método para determinarlo y gastos para el suscriptor

El valor nominal unitario de las Obligaciones Subordinadas es de 100 euros.

Las Obligaciones Subordinadas se emiten a la par, no existiendo prima ni descuento en la Emisión.

La suscripción de estas Obligaciones Subordinadas se hace libre de gastos para los suscriptores, quienes no vendrán obligados a realizar desembolso alguno por dichos conceptos, sin perjuicio de los gastos, corretajes y comisiones previstos expresamente en sus folletos de tarifas que pueden cobrar las Entidades Participantes de Iberclear en función de operaciones distintas de la suscripción de los valores objeto de esta Nota de Valores.

5.4 Colocación y aseguramiento

5.4.1 Entidades coordinadoras y participantes en la colocación

No existen entidades coordinadoras y participantes en la colocación.

5.4.2 Agente de pagos y entidades depositarias

La Entidad Agente de Pagos de la Emisión será BNP Paribas Securities Services, Sucursal en España.

Serán Entidades Depositarias, las entidades participantes en Iberclear, designadas por el suscriptor.

5.4.3 Entidades aseguradoras y colocadoras y procedimiento de colocación

La Entidad Colocadora de las Obligaciones Subordinadas será el propio Emisor, BANCO GALLEGO, S.A.

5.4.4 Fecha del acuerdo de aseguramiento

No existe aseguramiento de la Emisión.

6 ACUERDOS DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y NEGOCIACIÓN

6.1 Solicitudes de admisión a cotización

El Emisor solicitará la admisión a cotización oficial de la emisión en el Mercado AIAF de Renta Fija. Para tal efecto, llevará a cabo las correspondientes solicitudes, elaborará y

presentará todos los documentos oportunos en los términos que considere convenientes y realizará cuantos actos sean necesarios para la admisión a negociación de los valores en el plazo máximo de un mes desde su fecha de emisión y desembolso (29 de diciembre de 2009).

En caso de que no se cumpla este plazo, el Emisor dará a conocer las causas del incumplimiento a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al público mediante la inclusión de un anuncio en un periódico de difusión nacional o en el Boletín Diario de Operaciones de AIAF Mercado de Renta Fija, sin perjuicio de las responsabilidades incurridas por este hecho.

El Emisor hace constar que conoce los requisitos y condiciones que se exigen para la admisión, permanencia y exclusión de los valores en el Mercado AIAF de Renta Fija, según la legislación vigente así como los requerimientos de sus Órganos Rectores y acepta cumplirlos.

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

A la fecha de registro de esta Nota de Valores, los valores del Emisor y de otras entidades del Grupo Banco Gallego admitidos a cotización de la misma clase que las Obligaciones Subordinadas son los siguientes:

Emisor	Nombre	Cotización	Cupón	Vencimiento	Importe Nominal	Nominal unitario	Precios medios cotización ¹	Negociación acumulada del 2009.	Cupón unitario *	Inversores
Banco Gallego, S.A.	Primera Emisión de Bonos Subordinados Banco Gallego 2003	AIAF	Mixto: Euribor 12 meses publicado en el boletín económico mensual del segundo mes inmediateamente anterior a la fecha de revisión. Tipo mínimo de 3%.	30/06/2013	18.000.000 €	600€	99,78	3.158.484,50	14,460€	Minoritarios
Banco Gallego, S.A.	Segunda Emisión de Bonos Subordinados Banco Gallego 2003	AIAF	Mixto: Euribor 12 meses publicado en el boletín económico mensual del segundo mes inmediateamente anterior a la fecha de revisión. Tipo mínimo 2%.	30/10/2013	18.000.000 €	600€	99,58	1.369.128,50	15,960€	Minoritarios
Banco Gallego, S.A.	Tercera Emisión de Bonos Subordinados Banco Gallego 2006	AIAF	Variable: Euribor a 3 meses del segundo día inmediateamente anterior + 0,50. A partir de abril 2011 el margen será de 1%.	21/04/2016	30.000.000 €	50.000€	94,65	4.272.330,50	240,77€	Institucional
Banco Gallego, S.A.	Cuarta Emisión de Obligaciones Subordinadas Banco Gallego 2006	AIAF	Variable: Euribor a 3 meses del segundo día inmediateamente anterior + 0,65. A partir de octubre 2011 el margen será de 1,15%.	30/10/2016	10.250.000 €	50.000€	93,90	187.878,44	257,075€	Institucional

Banco Gallego, S.A.	Primera Emisión de Obligaciones Subordinadas Especiales Banco Gallego 2006	AIAF	Variable: Euribor a 3 meses del segundo día inmediateament e anterior + 1,45. A partir de octubre 2016 el margen será de 2,95%.	Perpetua	22.500.000 €	50.000€	78,41	31.653.582,00	358,186€	Institucional
Gallego Preferentes, S.A.U.	Emisión de Participaciones Preferentes 2006 Serie 1	AIAF	Variable: Euribor a 3 meses del segundo día inmediateament e anterior + 1,85. A partir de octubre 2016 el margen será de 2,85%.	Perpetua	30.000.000 €	50.000€	71,82	216.794,47	408,74€	Institucional
Gallego Preferentes, S.A.U.	Emisión de Participaciones Preferentes 2006 Serie 2	AIAF	Variable: Euribor a 3 meses del segundo día inmediateament e anterior + 2,25.	Perpetua	22.000.000 €	50.000€	0	0	459,297€	Institucional

* Señalamos el último cupón unitario pagado de la emisión.

¹ Comprende los precios medios de cotización del periodo transcurrido entre octubre 2008 y octubre 2009.

6.3 Entidades de liquidez

No hay ninguna Entidad 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

En la presente Nota de Valores no se incluye ninguna información que haya sido objeto de auditoría o revisión por los auditores, con excepción de los datos relativos al Emisor relativos al 31 de diciembre de 2008 y al 31 de diciembre de 2009, incluidos en el Resumen, que corresponden a las cuentas anuales auditadas del Emisor.

7.3 Otras informaciones aportadas por terceros

A fin de evaluar las condiciones financieras de la Emisión, el Emisor ha obtenido la opinión de "AFI (Analistas Financieros Internacionales)", con fecha 4 de septiembre de 2009, y de "Intermoney Valora, S.A.", con fecha 2 de octubre de 2009, consultoras independientes especializadas. Se adjunta como Anexo copia de dichas opiniones.

7.4 Vigencia de las informaciones aportadas por terceros.

No aplicable.

7.5 Calificación crediticia

Los valores incluidos en la presente Nota de Valores no tienen asignadas calificaciones por las agencias de calificación de riesgo crediticio.

El Emisor no tiene asignada calificación crediticia por ninguna agencia de calificación del riesgo.

Como responsable de la presente Nota de Valores:

D. Joaquín Espallargas Iberní
BANCO GALLEGO, S.A.

Comisario del sindicato de obligacionistas:

D. Álvaro Grande Royo-Villanova

ANEXO:

INFORMES DE EXPERTOS INDEPENDIENTES

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

Septiembre de 2009



Afi

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

Índice

1. Introducción.....	3
2. Análisis de la calidad crediticia del emisor	4
2.1. Aproximación al rating genérico hipotético de Banco Gallego.....	4
2.1.1 Información de comparación para el estudio	4
2.1.2 Regresión múltiple y obtención de un rating genérico <i>composite</i>	5
A partir de los coeficientes del modelo presentado en la tabla 3, calculamos el rating numérico para Banco Gallego a partir de sus datos para las variables independientes -tasa de morosidad, ratio de solvencia Tier I, rentabilidad sobre activos (ROA) y tamaño del balance en logaritmo-. En la tabla 3 se muestran los resultados.....	6
2.1.3 Conclusión	6
3. Descripción, análisis del producto y valoración	7
3.1. Estructura de flujos y condiciones del instrumento.....	7
3.1.1 Opción de amortización anticipada.....	8
3.2. Modelo e inputs de valoración	9
3.2.1 Modelo de cálculo de spread implícito.....	9
3.2.2 Inputs de valoración	9
Curva Cupón Cero	9
Parámetros HW.....	10
3.3. Valoración: Spreads implícitos	10
4. Condiciones vigentes en mercados mayoristas	12
4.1. Emisiones recientes en mercados.....	12
4.1.1 Emisiones con similar orden de prelación.....	12
4.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación.....	13
4.2. Niveles indicativos de cotizaciones en mercado secundario	15
4.2.1 Evolución reciente del mercado secundario de deuda bancaria	16
4.2.2 Spreads a vencimiento para referencias contenidas en los índices SUSI de JP Morgan, ELT2 de Merrill Lynch e Iboxx/Markit Financials.....	18
5. Conclusiones.....	21
6. Disclaimer.....	22

1. Introducción

El **objetivo** del presente informe es reflejar la opinión de Afi acerca de si las condiciones de una emisión de obligaciones subordinadas (Lower Tier II) de Banco Gallego 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. Análisis de la calidad crediticia del emisor

2.1. Aproximación al rating genérico hipotético de Banco Gallego

Al no disponer de una calificación crediticia de agencia de rating, es necesario realizar una aproximación a la calidad crediticia de Banco Gallego por otra vía. Para ello, realizaremos un análisis de comparables vía ratios con el conjunto de entidades de crédito españolas con rating de Agencia, y asignaremos un "rating" teórico a Banco Gallego. De esta forma, podremos comparar la calidad crediticia del emisor de la emisión sobre la que verter opinión en este informe, con otros emisores con calidad crediticia similar medida por el rating de agencia.

2.1.1 Información de comparación para el estudio

Para la aproximación al rating genérico de Banco Gallego, partiremos de un panel de datos de balance y cuenta de resultados para el conjunto del sector de entidades de crédito españolas con rating de Agencia.

Tabla 1: Entidades de crédito españolas con rating: selección de ratios y obtención de rating composite en base a clave numérica (Aaa/AAA/AAA = 12)

Entidad	Liquidez estructural	ROA		ROE		Eficiencia		Mora		Cobertura		Solvencia		TIER I	Tamaño (log)	Moody's			S&P	Fitch	Rating numérico	Rating Composite
	dic-08	dic-08	dic-08	dic-08	dic-08	dic-08	dic-08	dic-08	dic-08	dic-08	dic-08	dic-08	dic-08	dic-08	dic-08	jun-09	jun-09	jun-09	jun-09	jun-09	jun-09	jun-09
BANCO SANTANDER	86,7%	1,22%	11,6%	60,3%	2,0%	90,6%	12,2%	8,8%	5,84	Aa1	AA	AA	10,33	AA								
BBVA	81,6%	0,84%	15,2%	56,2%	2,1%	91,0%	12,2%	7,9%	5,59	Aa1	AA	AA-	10,00	AA								
BANESTO	85,2%	0,79%	14,5%	44,6%	1,6%	105,0%	10,7%	7,7%	5,09	Aa2	AA	AA	10,00	AA								
BANCO POPULAR	77,7%	1,26%	19,8%	35,8%	2,8%	73,0%	9,0%	8,0%	5,01	Aa3	A+	AA-	8,67	AA-								
BANCO SABADELL	61,6%	0,42%	19,1%	53,7%	2,4%	107,0%	9,8%	7,3%	4,90	A2	A	A+	7,33	A								
BANKINTER	68,7%	0,51%	12,0%	56,2%	1,3%	120,3%	10,2%	7,4%	4,75	A1	A	A+	7,67	A+								
BANCO PASTOR	57,9%	0,85%	13,1%	47,9%	3,6%	117,3%	10,6%	7,5%	4,43	A3	-	-	6,00	A-								
LA CAIXA	80,8%	0,53%	10,7%	58,9%	2,5%	66,0%	10,8%	10,1%	5,38	Aa2	AA-	AA-	9,33	AA-								
MADRID	62,2%	0,62%	9,7%	58,6%	4,9%	46,6%	10,0%	7,5%	5,25	A1	A	A+	7,67	A+								
BANCAJA	59,2%	0,21%	6,9%	47,2%	4,3%	56,8%	11,2%	7,7%	4,93	A3	-	BBB+	5,50	A-								
MEDITERRANEO	65,1%	0,38%	16,9%	50,7%	4,0%	50,0%	10,6%	7,6%	4,86	A3	-	A-	6,00	A-								
CATALUNYA	56,0%	0,72%	15,5%	56,8%	5,3%	56,7%	10,1%	6,3%	4,79	A3	-	BBB+	5,50	A-								
GALICIA	61,8%	0,36%	11,0%	66,1%	3,4%	59,0%	10,8%	6,6%	4,66	A3	-	BBB+	5,50	A-								
IBERCAJA	85,2%	0,53%	8,8%	64,0%	2,2%	104,0%	13,3%	8,9%	4,62	A2	A	-	7,00	A								
UNICAJA	74,1%	0,89%	10,9%	48,6%	6,1%	3,9%	65,0%	12,1%	7,5%	4,39	Baa1	-	BBB+	5,00	BBB+							
CAIXANOVA	75,2%	0,72%	14,9%	73,0%	3,3%	77,7%	11,1%	6,3%	4,42	A3	-	A-	6,00	A-								
CASTILLA-MANCHA	57,8%	0,37%	10,7%	64,3%	9,3%	32,5%	11,0%	7,1%	4,42	-	-	BB+	2,00	BB+								
CAJA ESPAÑA	86,1%	0,31%	7,3%	61,6%	3,9%	65,0%	12,1%	7,5%	4,39	Baa1	-	BBB+	5,00	BBB+								
PENEDÉS	60,4%	0,42%	8,4%	56,5%	3,4%	53,9%	12,6%	8,7%	4,36	-	-	A-	6,00	A-								
MURCIA	73,0%	0,99%	15,5%	43,0%	1,7%	140,0%	13,3%	9,5%	4,33	-	-	A+	8,00	A+								
GIPUZKOA Y S.S.	96,6%	0,61%	6,5%	60,6%	1,8%	125,0%	14,6%	13,4%	4,32	-	A+	-	8,00	A+								
CAJA DUERO	86,5%	0,38%	7,9%	63,8%	3,7%	72,0%	11,6%	7,4%	4,31	A3	-	-	6,00	A-								
CAJASUR	76,3%	0,35%	6,5%	59,8%	6,4%	46,6%	10,0%	6,0%	4,28	-	-	BB+	2,00	BB+								
NAVARRA	74,7%	0,89%	13,9%	64,2%	1,9%	115,6%	10,4%	8,2%	4,27	-	-	A	7,00	A								
ASTURIAS	84,2%	1,07%	12,5%	58,8%	1,8%	94,0%	12,1%	10,1%	4,18	-	-	A	7,00	A								
GRANADA	72,3%	0,34%	6,2%	62,8%	3,2%	89,1%	10,8%	6,5%	4,14	-	-	BBB+	5,00	BBB+								
BALEARES	61,8%	0,60%	11,5%	62,1%	2,9%	58,2%	10,9%	7,3%	4,12	-	-	BBB+	5,00	BBB+								
GENERAL CANARIAS	62,1%	0,70%	9,2%	52,2%	3,2%	51,0%	12,3%	8,2%	4,12	-	-	A	7,00	A								
SABADELL	64,0%	0,74%	16,8%	65,2%	3,4%	122,1%	11,8%	7,6%	4,09	-	-	BBB+	5,00	BBB+								
BURGOS MPAL.	61,3%	0,79%	8,3%	48,6%	3,0%	83,0%	12,1%	9,1%	4,09	Baa1	-	-	5,00	BBB+								
TARRAGONA	57,0%	0,57%	11,3%	53,2%	4,2%	39,5%	11,1%	7,6%	4,06	-	-	BBB	4,00	BBB								
TERRASSA	77,6%	1,11%	20,0%	62,2%	3,0%	107,0%	13,4%	7,7%	4,06	Baa2	-	BBB+	4,50	BBB+								
SANTANDER-CANTABR	62,0%	0,66%	13,3%	48,0%	3,6%	65,0%	9,9%	6,7%	4,04	A3	-	-	6,00	A-								
INMACULADA	83,9%	0,83%	6,8%	48,0%	2,4%	91,0%	13,5%	8,5%	4,02	-	-	A	7,00	A								
LAJETANA	50,9%	0,42%	7,6%	64,4%	3,9%	50,0%	10,8%	6,8%	3,96	-	-	BBB	4,00	BBB								
VITAL	89,4%	1,03%	10,6%	53,6%	1,8%	113,0%	12,9%	10,7%	3,94	A2	-	A	7,00	A								
GIRONA	68,2%	0,40%	8,0%	54,6%	3,9%	62,3%	11,9%	7,7%	3,89	-	-	BBB+	5,00	BBB+								
EXTREMADURA	93,8%	1,05%	12,2%	38,7%	2,7%	114,0%	12,6%	8,1%	3,85	-	-	A-	6,00	A-								
SEGOVIA	65,4%	0,62%	11,4%	42,7%	2,5%	104,7%	10,3%	6,1%	3,80	Baa3	-	-	3,00	BBB-								
BURGOS C.C.O.	91,6%	0,52%	4,6%	50,6%	1,7%	197,0%	12,2%	8,9%	3,70	-	-	BBB+	5,00	BBB+								
RIOJA	75,5%	0,53%	7,0%	54,0%	2,5%	99,8%	11,7%	8,9%	3,57	A3	-	-	6,00	A-								
BANCO GALLEG0	65,3%	0,37%	5,9%	89,8%	2,4%	101,0%	11,8%	7,1%	3,83	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.								

Como puede observarse en la tabla 1, hemos asignado una categoría numérica a cada rating de agencia de las entidades de crédito del panel, y calculado un rating genérico *composite* equiponderado los ratings *numéricos*, redondeando al entero más cercano. Una vez realizado este proceso, y dada la correspondencia entre la escala numérica y las categorías de rating que se muestra en la tabla 2, procedemos a asignar un rating genérico *composite* a cada entidad.

Tabla 2: traslación de rating numérico a rating genérico *composite*

Valor	Moody's	S&P y Fitch
12	Aaa	AAA
11	Aa1	AA+
10	Aa2	AA
9	Aa3	AA-
8	A1	A+
7	A2	A
6	A3	A-
5	Baa1	BBB+
4	Baa2	BBB
3	Baa3	BBB-
2	Ba1	BB+
1	Ba2	BB

2.1.2 Regresión múltiple y obtención de un rating genérico *composite*

A partir de estas variables (rating genérico y panel de datos de balance y cuenta de resultados) realizamos una serie de regresiones múltiples hasta extraer aquella que tiene mayor poder explicativo. La regresión que mejor se ajusta al panel de entidades de crédito españolas se muestra en la tabla 3, y permite explicar, mediante sólo 4 variables –todas ellas muy significativas y con razonabilidad económica– el 86% del rating genérico *composite* de las entidades de crédito españolas.

Tabla 3: Regresión múltiple que mejor ajusta el rating genérico *composite* del conjunto de entidades de crédito españolas

Resumen

Estadísticas de la regresión	
Coef. de correlación múltiple	0,94
Coef. de determinación R ²	0,88
R ² ajustado	0,86
Error típico	0,72
Observaciones	41

ANÁLISIS DE VARIANZA

	G. de libertad	Sum cuadrados	m. de cuadrac	F	Valor crítico de F
Regresión	4	134,195	33,549	64,587	6,29796E-16
Residuos	36	18,700	0,519		
Total	40	152,894			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-5,538	1,374	-4,032	0,000	-8,324	-2,752	-8,324	-2,752
ROA	109,012	47,769	2,282	0,028	12,131	205,892	12,131	205,892
Mora	-62,555	9,476	-6,602	0,000	-81,773	-43,337	-81,773	-43,337
TIER I	29,758	9,227	3,225	0,003	11,044	48,472	11,044	48,472
Tamaño (log)	2,411	0,227	10,614	0,000	1,950	2,872	1,950	2,872

A partir de los coeficientes del modelo presentado en la tabla 3, calculamos el rating numérico para Banco Gallego a partir de sus datos para las variables independientes -tasa de morosidad, ratio de solvencia Tier I, rentabilidad sobre activos (ROA) y tamaño del balance en logaritmo-. En la tabla 3 se muestran los resultados.

Tabla 4: rating genérico composite para Banco Gallego a partir de sus datos de balance y cuenta de resultados

	(A)	(B)	=(A)*(B)
B.Gallego	Var. Indep.	Coef. Regresión	Producto
		-5,538	-5,538
ROA	0,37%	109,012	0,402
Mora	2,38%	-62,555	-1,489
TIER I	7,13%	29,758	2,121
Tamaño (log)	3,6301	2,411	8,752
		Suma =	4,249
		Rating composite =	Baa2/BBB

2.1.3 Conclusión

Como puede comprobarse en la tabla 4, el rating numérico de Banco Gallego se sitúa en un valor de 4,249, que redondeado al entero mas cercano arrojaría un valor de 4,00 y se correspondería con un rating genérico composite de Baa2/BBB. En la práctica se encontraría "a caballo" entre los ratings genéricos composite Baa1/BBB+ y Baa2/BBB, más cercano a este último. A la hora de establecer un nivel de spread vs swaps de referencia razonable teórico para la emisión de subordinadas (LTII) de Banco Gallego, el rating asignable a la emisión se encontraría por tanto más en calificaciones Baa3/BBB-.

3. Descripción, análisis del producto y valoración

3.1. Estructura de flujos y condiciones del instrumento

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

- Emisor: Banco Gallego, S.A.
- Garante: Banco Gallego, S.A.
- Naturaleza de los valores: Bonos subordinados
- Precio de emisión: a la par
- Desembolso de los valores: 29 de diciembre de 2009
- Forma de representación: anotaciones en cuenta en IBERCLEAR
- Retribución: no acumulativa, en función al siguiente esquema:
 - Durante los tres primeros años, desde el período comprendido entre la fecha de emisión (inclusive) y hasta el tercer año, un tipo fijo anual del 6%.
 - De ahí en adelante, EURIBOR a 3 meses más un margen del 4,90%, con una retribución mínima del 5,40%.
 - La retribución tanto en el período de retribución a tipo fijo como variable, será pagadera con carácter trimestral durante toda la vida de la emisión, por trimestres vencidos (calculados en base Act/365).
- Amortización anticipada: podrán amortizarse total o parcialmente a voluntad del emisor con autorización previa del Banco de España, a partir del 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: La Emisión va dirigida a todo tipo de inversores que cumplan con los perfiles y requisitos exigidos por los mecanismos y procedimientos internos establecidos por las Entidades Colocadoras en virtud de la normativa MIFID para la adquisición de este tipo de producto y será colocada a través de la red de oficinas de la Entidad Colocadora.
- Vencimiento: a los diez años
- Cotización: mercado AIAF de renta fija.

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

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

- Los tres primeros años, 6,00% fijo anual pagadero trimestralmente.

A vencimiento de cada trimestre durante los tres primeros años desde la fecha de inicio de la emisión (bajo la convención del día hábil especificada), la nota pagara un cupón del 6,00%. Esto es:

$$\text{Cupon} = \text{Nominal} \cdot 6,00\% \cdot \text{Fraccion_año}$$

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años
- Del 4º año en adelante (recordamos que es una emisión perpetua) *Euribor-3M + spread*, pagadero trimestralmente sujeto a un cupón mínimo del 5,40%. Es decir:

A partir del 4º año y de forma trimestral la nota pagará el siguiente cupón:

$$\text{Cupon} = \text{Nominal} \cdot \max(\text{Euribor3M} + \text{spread}, \text{Floor}) \cdot \text{Fraccion_año}$$

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 (490 p.b.)
- *Floor*: suelo para la retribución mínima del 5,40%.
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años de cada periodo trimestral

3.1.1 Opción de amortización anticipada

Recordar que la estructura es amortizable anticipadamente por parte del emisor en cada fecha de pago de cupón (trimestralmente), a partir del 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.

3.2. Modelo e inputs de valoración

3.2.1 Modelo de cálculo de spread implícito

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

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

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

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

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

3.2.2 Inputs de valoración

La fecha valor a la que se realizan los cálculos es el 29 de julio 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	0.2450
Depósito	1E	0.3100
Depósito	2W	0.5000
Depósito	3W	0.4450
Depósito	1M	0.6000
Depósito	2M	0.7550
Depósito	3M	0.8000
Depósito	4M	0.9250
Depósito	5M	1.0000
Depósito	6M	1.0600

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

Depo/Swap	Plazo	Tipo
Depósito	7M	1.0800
Depósito	8M	1.1450
Depósito	9M	1.2750
Depósito	10M	1.2250
Depósito	11M	1.2650
Depósito	12M	1.2800
Swap	2Y	1.7740
Swap	3Y	2.2390
Swap	4Y	2.5820
Swap	5Y	2.8480
Swap	6Y	3.0690
Swap	7Y	3.2483
Swap	8Y	3.4000
Swap	9Y	3.5225
Swap	10Y	3.6290
Swap	15Y	4.0238
Swap	20Y	4.1663
Swap	25Y	4.1460
Swap	30Y	4.0815
Swap	35Y	3.9950
Swap	40Y	3.9090
Swap	45Y	3.8490
Swap	50Y	3.8180

Parámetros HW

a (Reversión a la media)	2.000%
sigma (Volatilidad)	0.890%

3.3. Valoración: Spreads implícitos

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

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

- El primero de los spreads ("Modelo Completo") corresponde a efectuar una valoración de la estructura completa, con todas sus características de cupones y opcionalidades. Se está utilizando un modelo que recoge la posible variabilidad de tipos de interés, suponiendo un spread crediticio futuro constante.
- El segundo de los spreads ("A la 1ª Call") corresponde a realizar el ejercicio anterior pero suponiendo que el emisor cancelará (ejercerá la call) en la primera ocasión siempre.

- El tercero de los ejercicios ("A vencimiento, o sin Call") corresponde a realizar el primer ejercicio pero suponiendo en este caso que el emisor nunca cancelará (no ejercerá la call) en ninguna ocasión, y por tanto el instrumento se considera hasta vencimiento.

Recordamos que la fecha valor a la que se realizan los cálculos es el 29 de julio de 2009, utilizando los datos de cierre, y suponiéndose esta como fecha de inicio de la emisión.

En la siguiente tabla se muestran los resultados:

Spreads sobre Swap	
Considerando toda la estructura	4.185%
A Primera Call	4.185%
A vencimiento sin Call	4.481%

4. 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 Banco Gallego planea emitir. La entidad no tiene rating de emisor por ninguna Agencia de calificación crediticia, así que tomaremos como tal la estimación del rating de emisor en base a ratios de balance y cuenta de resultados realizada en el punto 2 de este informe, que se sitúa entre Baa1/BBB+ y Baa2/BBB, si bien más cercana a Baa2/BBB.

4.1. 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.

4.1.1 Emisiones con similar orden de prelación

En cuanto a emisiones de deuda subordinada Lower Tier II, en los mercados mayoristas (ver tabla 5) 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. La última emisión de deuda Lower Tier II realizada por **Credit Agricole** (Aa1/AA-/AA-) el 28 de mayo de 2009 a un spread vs swaps de 220 pb cotiza a 29 de julio de 2009 un spread vs swaps de 125/130 pb.

En el mercado doméstico español contamos con varias emisiones de deuda subordinada Lower Tier II, ambas colocadas entre inversores minoristas (ver tabla 6). En diciembre de 2008 Caja de Salamanca y Soria ("Caja Duero") emitió 132,5 millones de euros en deuda subordinada Lower Tier II con un spread frente a swaps de 400 pb. En enero de 2009 "la Caixa" emitió 2.500 millones de deuda subordinada Lower Tier II con un spread vs swaps a vencimiento equivalente a 188,5 pb. Posteriormente, Banco Gallego emitía 250 millones de euros en marzo de 2009, Bancaja colocaba 1.000 millones en abril, Caixa Sabadell y Caja Navarra emitían 60 y 200 millones respectivamente en mayo y, finalmente, Caja Duero colocaba 200 millones el 10 de junio.

Tabla 5: emisiones recientes de deuda subordinada Lower Tier II denominadas en EUR, en el mercado mayorista

Fecha	Emisor	Características de la emisión						Spreads emisión ²		Ratings ³
		Vol ¹	Divisa	Clase	Cupón	Vencimiento	Fecha Call	Tesoro	Swaps	Emisor
11-dic-08	Credit Agricole SA	250,0	GBP	LT2	7,375% ⁴	18/12/2023	-	291,0	330,0	Aa1/AA-/AA-
12-dic-08	Credit Agricole SA	500,0	EUR	LT2	6,867% ⁴	19/12/2018	-	n.d.	325,0	Aa1/AA-/AA-
14-ene-09	Credit Agricole SA	75,0	GBP	LT2	7,375% ⁴	18/12/2023	-	280,0	310,0	Aa1/AA-/AA-
28-may-09	Credit Agricole SA	1.000,0	EUR	LT2	5,875% ⁴	11/06/2019	-	n.d.	220,0	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

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

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

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

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

4. Euribor 3m + 100 pb

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

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

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

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

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

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

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

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

4.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación

En el mercado primario mayorista y desde el verano de 2008, tan sólo se han realizado dos emisiones² de participaciones preferentes Tier I (ver tabla 7):

- o Mizuho Capital Investment USD 2, filial al 100% de Mizuho Financial Group colocó en febrero de 2009 un importe de 850 millones de dólares con cupón fijo anual de 14,95% hasta la fecha de primera call y, a partir de entonces, Libor-dólar 6m + 1.234 pb. El rating de Mizuho es Aa2 *- por Moody's, A+ por S&P y A+ por Fitch.
- o Credit Agricole, SA emitió el 17 de junio de 2009 un total de 850 millones de USD con cupón fijo del 9,75% a perpetuidad, con opción de amortización al quinto año, equivalente a un spread vs swaps de 570 pb. El rating de Credit Agricole es Aa1 por Moody's, AA- por S&P y AA- por Fitch.

En el mercado doméstico (ver tabla 8) 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, Caixa Galicia, Caja Murcia, Caja Duero, Banco Pastor, Caja España, Caja

² Otras emisiones de participaciones preferentes, como la realizada por Rabobank en junio de 2009 en el marco de un canje por preferentes antiguas a precio muy por debajo de la par; y la colocación en el secundario de un paquete de valores Tier I de Barclays por parte de Credit Suisse en nombre de IPIC, no las consideramos como emisiones de referencia de cara al objetivo de este informe.

Cantabria, Caja General de Canarias, Caixanova, "la Caixa", Caja Madrid, Banesto, Santander, Insular de Canarias y Caixa Penedés.

Tabla 7: emisiones recientes de participaciones preferentes Tier I denominadas en cualquier divisa, en mercado mayorista

Fecha	Emisor	Características de la emisión		Spread ³		Ratings ⁴		
		Volumen Divisa	Cupón inicial	Cupón posterior	1ª Call	Vencimiento	Emisor	
20-feb-09	Mizuho Fin. Grp.	850,0 USD	14,95% ¹	Libor USD 6m + 12,34% ²	30-jun-14	1.211	1.235	Aa2 *-/A+/A+
17-jun-09	Credit Agricole. SA	850,0 USD	9,75% ⁵		26-dic-14	-	570	Aa1/AA-/AA-

- 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
- Cupón fijo a perpetuidad

Tabla 8: emisiones recientes de participaciones preferentes Tier I denominadas en EUR, en el mercado doméstico español minorista

Fecha ¹	Emisor	Vol (Millones €)	Características de la emisión		Spread ²		Ratings ⁸	
			Cupón inicial	Cupón posterior	1ª Call	Vencimiento	Emisor	
10-dic-08	BBVA	1.000	6,50% ⁷	EUR3m, floor en 3,50%	dic-13	203	175	Aa1/AA/AA-
29-ene-09	Banco Sabadell	500	6,50% ⁴	EUR3m + 2,50%; floor en 4,50% ⁵	feb-14	349	317	Aa3/A+/NR
3-feb-09	Banco Popular	600	6,75% ⁶	EUR3m + 1,50%; floor en 4,00% ⁷	mar-14	408	303	Aa2/AA-/AA
5-mar-09	Caixa Galicia	150	7,50% ⁹	EUR3m + 5,15%; floor en 6,15% ¹⁰	may-14	508	527	A2/NR/A
18-mar-09	Caja Murcia	100		EUR3m + 4,45%; floor en 5,50% ¹¹	abr-14	451	468	NR/NR/A+
18-mar-09	Caja Duero	100		EUR3m + 7,75% ¹²	may-14	775	775	A2/NR/NR
24-mar-09	Banco Pastor	100	7,25% ¹³	EUR3m + 4,60%; floor en 6,80% ¹⁴	abr-14	497	509	A2/NR/NR
3-abr-09	Caja España	100	8,25%	EUR3m + 7,25% ¹⁵	may-14	606	676	A3/NR/A-
16-abr-09	Caja Cantabria	63		EUR3m + 6,75% ¹²	jun-14	675	675	A3/NR/A-
12-may-09	Caja Canarias	50	7,00% ¹⁰	EUR3m + 5,85%; floor en 6,00% ¹⁷	ago-14	559	584	NR/NR/A
19-may-09	Caixa Nova	130		EUR3m + 6,35%; floor en 7,40% ¹⁸	jun-14	641	651	A1/NR/A-
21-may-09	La Caixa	1.500 / 2.000	6,00%	EUR3m + 3,50% ¹⁹	jun-14	386	361	Aa1/AA-/AA-
21-may-09	Caja Madrid	1.500 / 3.000	7,00%	EUR3m + 4,75% ²⁰	jul-14	440	463	Aa3/A+/A+
28-may-09	Banesto	250 / 500	6,00% ²¹	5,00% ²² y EUR3m + 2,30% floor en 4,00% ²³	jun-14	304	282	Aa2/AA/AA
10-jun-09	Santander	2.000	5,75% ²³	4,75% ²⁴ y EUR3m + 2,20% ²⁵	jun-14	277	236	Aa1/AA/AA
25-jun-09	Insular Canarias	30	8,00% ²⁶	EUR3m + 7,15% ²⁷	sep-14	697	707	Baa1/NR/NR
28-jul-09	Caixa Penedés	150 / 250	7,25% ²⁸	EUR3m + 5,95%; floor en el 7,00% ²⁹	sep-14	598	611	NR/NR/A-

- | | | |
|--|---|---|
| 1. Registro de los valores en CNMV | 12. Cupón flotante a perpetuidad | 23. Primer año |
| 2. Spread sobre el tipo swap, en pb | 13. Durante los años 1º a 3º | 24. Segundo año |
| 3. Hasta la primera fecha de Call | 14. Floor a partir del 3º año | 25. A partir del 3º año |
| 4. Los dos primeros años | 15. A partir del 4º año | 26. hasta 30 de septiembre de 2010 |
| 5. Desde el tercer año a perpetuidad | 16. Los dos primeros años | 27. A partir del 2º año y a perpetuidad |
| 6. Hasta la primera fecha de Call | 17. A partir del 2º año y a perpetuidad | 28. Primer año |
| 7. Desde el 5º año a perpetuidad | 18. Cupón flotante a perpetuidad | 29. A partir del 2º año y a perpetuidad |
| 8. Moody's, S&P y Fitch, en fecha de emisión | 19. A partir del 3º año | |
| 9. Hasta 18 de mayo de 2012 | 20. A partir del 6º año | |
| 10. Floor actúa a partir del sexto año. | 21. Primer año | |
| 11. Floor aplicable a partir de JUN09 | 22. Segundo año | |

Finalmente, el mercado mayorista de emisiones *senior* de deuda bancaria ha reflejado una actividad bastante más intensa en los últimos tres meses. En la tabla 9 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. Las fuentes utilizadas son Bloomberg y los documentos de colocadores posteriores a la emisión.

Entre los emisores españoles, las emisiones más recientes corresponden a las realizadas por BBVA el 9 de enero de 2009 (colocada a 180 pb sobre mid-swaps), Santander el 7 de abril de 2009 (colocada en mercados mayoristas a un spread vs swaps de 150 pb), Banesto el 24 de abril de 2009 (colocada a un spread vs swaps de

180 pb), Banc Sabadell el 8 de mayo de 2009 (colocada a un spread vs swaps de 240 pb) y Caja Madrid el 29 de junio de 2009 (a un spread vs swaps de 190 pb).

Tabla 9: emisiones recientes en el mercado mayorista de deuda Senior en EUR

Fecha	Emisor	Vol ¹	Divisa	Clase	Cupón	Vencimiento	Rating emisión ²	Spreads emisión vs Swaps
7-ene-09	HSBC France	1.500	EUR	SNR	4,875	15/01/2014	Aa3/AA/AA	175
7-ene-09	Unicredit Spa	1.000	EUR	SNR	5,250	14/01/2014	Aa3/A+/A+	210
9-ene-09	BBVA Senior Finance SA	1.000	EUR	SNR	4,875	23/01/2014	Aa1/AA/AA-	180
12-ene-09	KBC IFIMA NV	250	EUR	SNR	4,750	26/01/2014	Aa3/A+/A+	170
13-ene-09	Rabobank Nederland	5.000	EUR	SNR	4,375	22/01/2014	Aaa/AAA/AA+	150
13-ene-09	Neder Waterschapsbank	1.000	EUR	SNR	3,125	20/01/2012	Aaa/AAA/NA	65
20-ene-09	Bank Nederlandse Gemeenten	2.000	EUR	SNR	2,750	27/01/2011	Aaa/AAA/AAA	60
30-ene-09	Commerzbank AG	1.500	EUR	SNR	5,000	06/02/2014	Aa3/A/A	210
10-feb-09	Caixa Geral de Depósitos	1.250	EUR	SNR	5,125	19/02/2014	Aa1/A+/AA-	225
11-feb-09	Rabobank Nederland	1.500	EUR	SNR	4,750	15/01/2018	Aaa/AAA/AA+	150
12-feb-09	Neder Waterschapsbank	1.500	EUR	SNR	2,750	21/02/2011	Aaa/AAA/NA	65
16-mar-09	Svenska Handelsbanken	1.250	EUR	SNR	4,875	25/03/2014	Aa1/AA-/NR	210
20-mar-09	Credit Suisse London	2.000	EUR	SNR	5,125	30/03/2012	Aa1/A+/AA-	295
25-mar-09	JP Morgan Chase	2.000	EUR	SNR	6,125	01/04/2014	Aa3/A+/AA-e	390
7-abr-09	Santander Intl Debt	1.250	EUR	SNR	3,375	21/04/2011	Aa1/AA/AA	150
8-abr-09	Cie Financiere du cred	1.000	EUR	SNR	5,375	22/04/2014	NR/A+/NR	255
8-abr-09	Lloyds TSB Bank	692	EUR	SNR	6,250	15/04/2014	Aa3/A+/AA-e	350
16-abr-09	Banco Comercio Portugues	1.000	EUR	SNR	5,625	23/04/2014	Aa3/Ae/A+e	295
16-abr-09	Lloyds TSB Bank	774	EUR	SNR	4,375	19/04/2011	Aa3/A+/AA-e	250
20-abr-09	Unicredit Spa	1.000	EUR	SNR	4,125	27/04/2012	Aa3/Ae/Ae	190
23-abr-09	Monte dei Paschi Siena	1.000	EUR	SNR	4,750	30/04/2014	Aa3e/Ae/Ae	205
23-abr-09	HSBC Holdings PLC	1.250	EUR	SNR	4,500	30/04/2014	Aa2/AA-/Aaa	180
24-abr-09	Banesto	1.000	EUR	SNR	4,000	08/05/2012	Aa2/AA/AA	180
27-abr-09	Standard Chartered PLC	1.250	EUR	SNR	5,750	30/04/2014	Aa3e/Ae */-A+e	312
30-abr-09	HSBC	1.250	EUR	SNR	4,250	30/04/2014	Aa2/AA/AA-	180
8-may-09	Banesto	1.000	EUR	SNR	4,000	08/05/2012	Aa2 */-Aae/AA	180
13-may-09	Banco Sabadell	750	EUR	SNR	4,375	22/05/2012	Aa3 */-A+/A	240
19-may-09	UBS London	1.500	EUR	SNR	5,625	19/05/2014	Aa2/A+/A+	290
21-may-09	RBS	1.500	EUR	SNR	5,750	21/05/2014	Aa3/AA-/A+e	315
27-may-09	Barclays Bank PLC	3.000	EUR	SNR	5,250	27/05/2014	Aa3/AA-e/AA-	270
29-may-09	Skandinaviska Enskilda	1.250	EUR	SNR	4,375	29/05/2012	A1/A+/A+	235
29-may-09	DNB Nor Bank	2.000	EUR	SNR	4,500	29/05/2014	Aa1 */-AA-/A+	185
4-jun-09	Danske Bank	1.500	EUR	SNR	4,750	04/06/2014	Aa3/A+/A+	195
5-jun-09	BES	1.750	EUR	SNR	5,625	05/06/2014	Aa3 */-A+/A+	285
12-jun-09	Santander Totta	1.000	EUR	SNR	3,750	12/06/2012	Aa3 */-AA-/AA	160
17-jun-09	BCP	1.000	EUR	SNR	3,750	17/06/2011	Aa3/A-/A+	200
19-jun-09	Lloyds TSB Bank	2.000	EUR	SNR	6,375	17/06/2016	Aa3/A+/AA-	315
26-jun-09	Commerzbank AG	1.000	EUR	SNR	4,750	26/01/2015	Aa3/A+/A+	180
29-jun-09	Caja Madrid	1.000	EUR	SNR	3,625	29/06/2011	A1/A+/A+	190
28-jul-09	Nordea Bank AB	2.000	EUR	SNR	3,000	06/08/2012	Aa1/AA-/AA-	85
29-jul-09	EFG Hellas plc	500	EUR	SNR	4,375	11/02/2013	A1/BBB+/A-	220
29-jul-09	Banco Popolare	1.000	EUR	SNR	3,750	07/08/2012	A2/A-/A-	165

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

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

4.2. 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 hemos comentado al inicio de este epígrafe 4, tomaremos el rating de emisor para Banco Gallego a caballo entre Baa1/BBB+ y Baa2/BBB. De esta forma, el hipotético rating para las obligaciones subordinadas Lower Tier II lo situamos entre Baa3/BBB- y Baa2/BBB, si bien más cercano a este último.

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 (ELT2 o Lower Tier II 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.

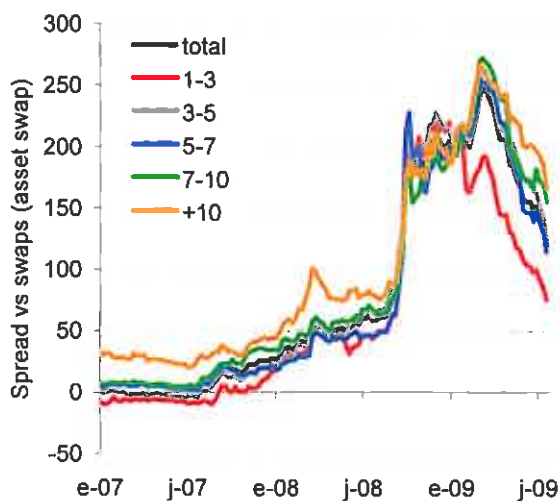
4.2.1 Evolución reciente del mercado secundario de deuda bancaria

Como puede apreciarse en los gráficos 1, 2 y 3 siguientes, el repunte de spreads (en este caso de los índices, que se calculan en base a promedios de spread de instrumentos individuales ponderados por su capitalización de mercado) 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 Lower Tier II y *Tier I*. A finales de junio, todos los índices se sitúan muy por debajo de los máximos históricos, alcanzados durante la primera quincena del mes de marzo de 2009, y en niveles similares a los de la primavera-verano de 2008.

La fuente utilizada son los citados índices SUSI de JP Morgan, con datos actualizados a 29 de julio de 2009. Hay que tener en cuenta que los índices de JP Morgan proporcionan spread vs swaps -tanto para el índices como para los bonos que lo componen- calculados i) para emisiones sin call a la fecha de vencimiento y ii) para emisiones con call, a la fecha de primer ejercicio de la opción de amortización.

Gráfico 1: spread a vencimiento, por plazo y rating de deuda Senior en secundario (asset swap)

(a) Spread de emisiones Senior en €: plazo



(b) Spread de emisiones Senior en €: rating

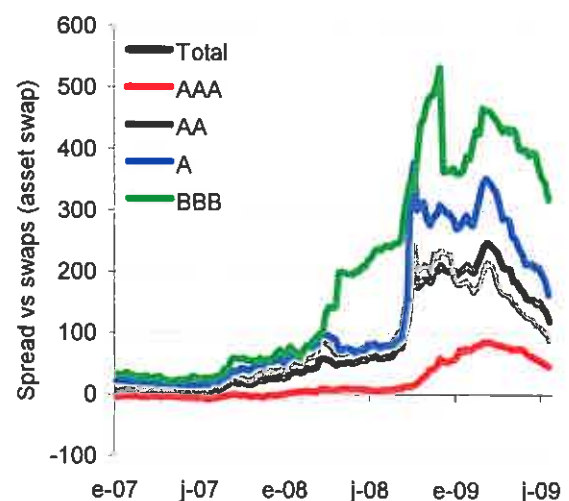
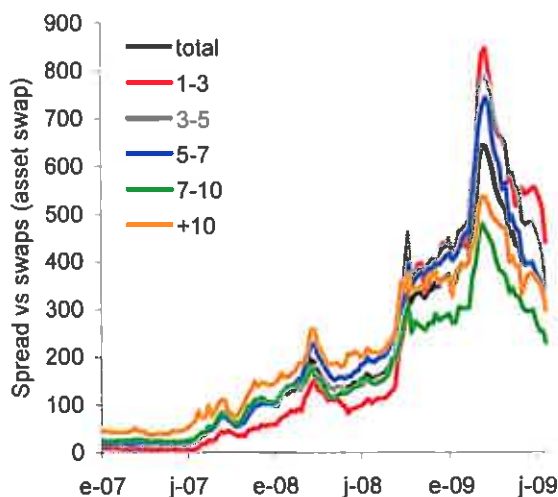


Gráfico 2: spread a la call, por plazo y rating de deuda Lower Tier II en secundario
(asset swap)

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



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

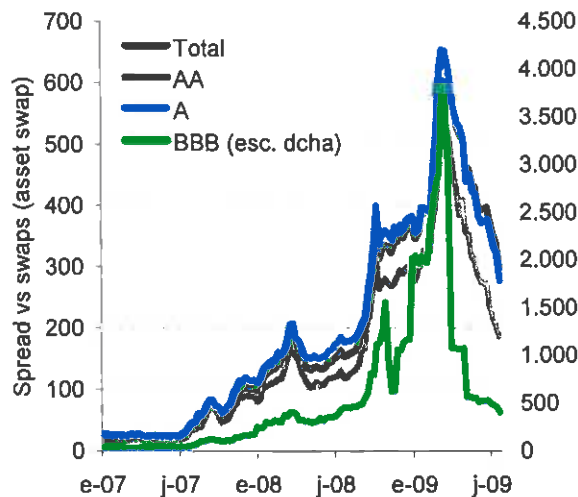
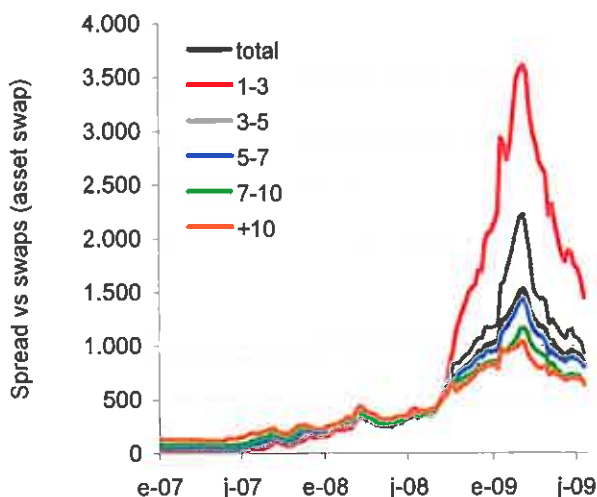
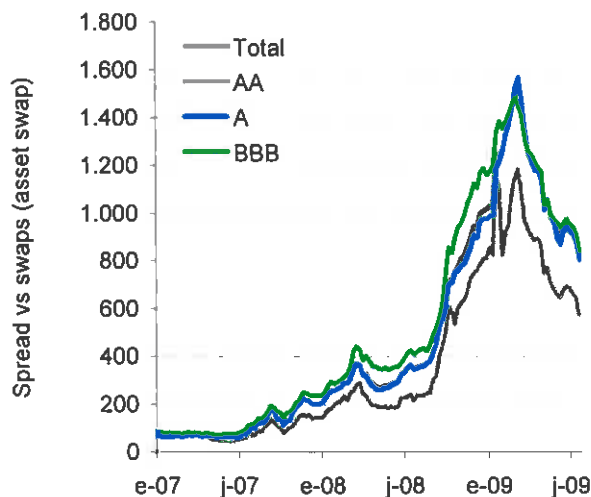


Gráfico 3: spread a la call, por plazo y rating de emisiones Tier I en el secundario
(asset swap)

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



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



Hay que tener en cuenta, no obstante, que al estar calculados a la fecha de primera call, los spreads de deuda subordinada Lower Tier II y participaciones preferentes Tier I no son directamente comparables con los de deuda senior, calculados a vencimiento (en la que no existe, por lo general, opciones call para el emisor).

4.2.2 Spreads a vencimiento para referencias contenidas en los índices SUSI de JP Morgan, ELT2 de Merrill Lynch e Iboxx/Markit Financials.

En los gráficos del punto anterior, queda reflejada la evolución de los spreads vs swaps calculados a fecha de primer ejercicio de la opción de amortización, lo que es práctica habitual en los mercados de capitales para traducir en spreads los precios cotizados de emisiones en mercado secundario.

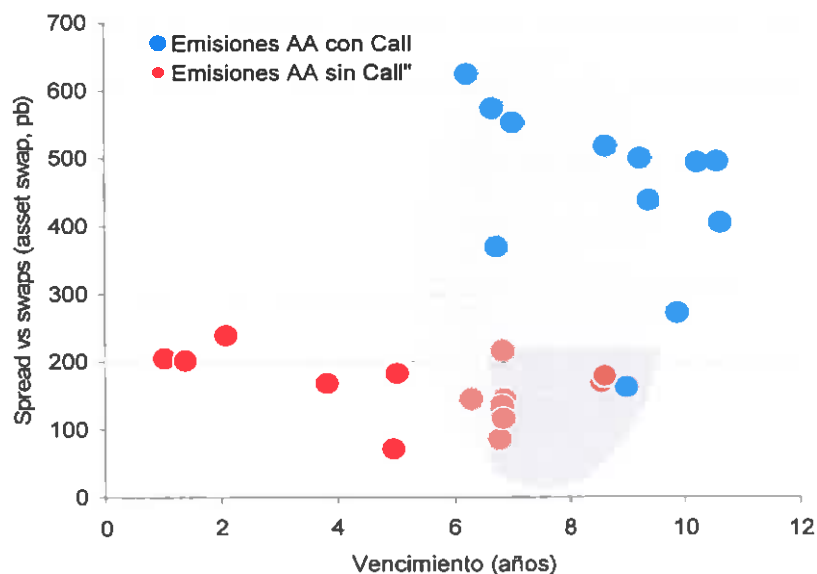
No obstante, las actuales condiciones de mercado, definidas por una elevada expectativa de muy alta probabilidad de no ejercicio de la opción de amortización anticipada (que sitúa el valor de la opción en prácticamente cero), frente a la práctica común hasta 2008 de ejercitar "siempre" dicha opción, ha introducido 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 4, 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 4: 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.



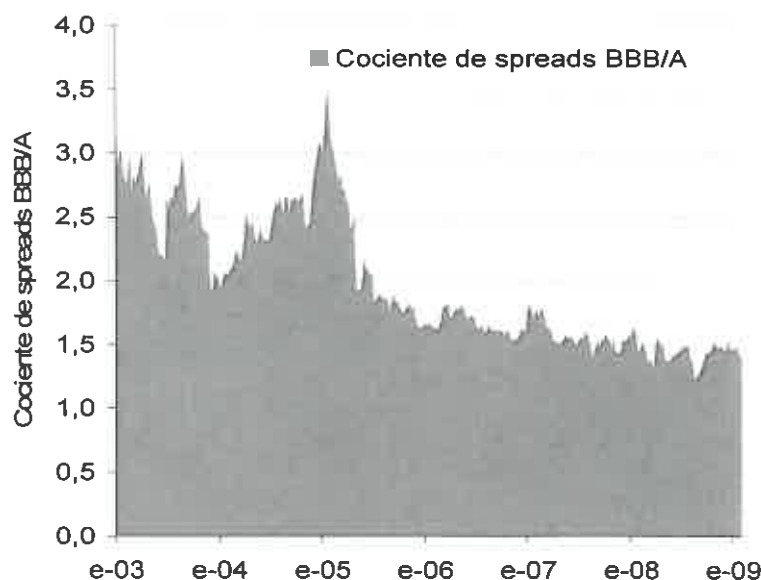
Para obtener spreads vs swaps a vencimiento en obligaciones subordinadas Lower Tier II, hemos obtenido de Bloomberg cotizaciones de rentabilidades, bid y ask, a vencimiento, para las emisiones de obligaciones subordinadas Lower Tier II sin opción de amortización, incluidas en los índices SUSI JP Morgan Lower Tier II, ELT2 de Merrill Lynch e Iboxx/Markit Financials (las emisiones de Tier I) exceptuando las de emisores no pertenecientes a la UE. Se ha utilizado la contribución denominada "Composite Bloomberg Bond Trader o CBBT", que refleja las cotizaciones ejecutables de más reciente actualización.

Se han obtenido datos correspondientes a 29 de julio de 2009 para cada una de las emisiones de participaciones preferentes arriba mencionadas, clasificándose en función de su rating.

Una vez obtenidas las rentabilidades a vencimiento de oferta (ask) y demanda (bid) a vencimiento, se han calculado spreads vs swaps mínimo, máximo, mediano y promedio para cada uno de los ratings, tomando como referencia el tipo IRS interpolado al plazo de vencimiento del instrumento.

Para obligaciones subordinadas Lower Tier II con rating BBB+, BBB y BBB-, al no contar con suficientes emisiones para realizar el análisis en el caso del índice ELT2 de Merrill Lynch y en el índice financials de Iboxx/Markit, se han simulado niveles de spread vs swaps a vencimiento con la información disponible en el tramo de rating genérico A empleando un multiplicador entre escalones. El multiplicador utilizado es 1,175 nivel en el que se sitúa aproximadamente el ratio de los CDS financieros subordinados entre escalones de rating del Itraxx. Dicho multiplicador es en orden de magnitud similar al que se obtiene como la raíz cúbica de la proporción existente entre los spreads vs swaps de emisiones genéricas A y BBB corporativas en los últimos tres años.

Gráfico 5: Cociente entre spreads vs swaps de emisiones A y BBB (índices de Merrill Lynch ER30 y ER40)



Los resultados para los conjuntos de emisiones seleccionadas de cada índice a 29 de julio de 2009 se reflejan en las tablas 10 a y b siguientes. Como puede comprobarse, los spreads vs swaps calculados a vencimiento son muy inferiores a los spreads vs swaps calculados a la fecha de primera call (que pueden observarse en el gráfico 2).

Dado que, en base al epígrafe 2 de este informe, la calidad crediticia de las Obligaciones subordinadas Lower Tier II de Banco Gallego se situarían en el rating Baa3/BBB-, llegamos a un nivel promedio de spread vs swaps aplicable a dicha emisión de **410-460 pb bid/ask**. (tablas 10 a y b)

Tablas 10 a y b: spread vs swaps a vencimiento, bid y ask, para emisiones de obligaciones subordinadas Lower Tier II con vencimiento entre 2017-2021.

BID	Índices SUSI de JP Morgan ¹						ASK	Índices SUSI de JP Morgan ¹					
	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-		A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-
Máximo	165	205	265	325	380	450	Máximo	180	225	315	400	470	550
Promedio	140	175	225	270	320	380	Promedio	160	200	270	310	360	420
Mínimo	125	145	180	200	240	280	Mínimo	150	180	220	250	290	340

	Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹							Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹					
	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-		A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-
Máximo	165	230	270	320	370	440	Máximo	200	270	330	390	460	540
Promedio	150	210	235	290	340	400	Promedio	185	245	275	330	390	460
Mínimo	135	180	205	240	280	330	Mínimo	170	220	225	260	310	370

	Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹							Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹					
	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-		A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-
Máximo	175	350	380	450	520	620	Máximo	185	370	420	490	580	680
Promedio	160	250	270	330	380	450	Promedio	165	265	295	360	420	490
Mínimo	135	170	180	210	250	290	Mínimo	145	180	200	240	280	320

1. Emisiones sin opción call, con vencimiento 2017 - 2021

1. Emisiones sin opción call, con vencimiento 2017 - 2021

5. Conclusiones

No hay suficientes emisiones recientes similares en el mercado **primario mayorista** para realizar una comparativa precisa con la emisión planteada por Banco Gallego.

Ahora bien, hay que destacar que la emisión de Lower Tier II realizada por **Credit Agricole (Aa1/AA-/AA-)** en junio de 2009 a un spread vs swaps de 220 pb cotiza a 29 de julio de 2009 un spread vs swaps de 125/130 pb. La traslación del actual nivel de spread de esta emisión de Credit Agricole a ratings Baa2/BBB y Baa3/BBB- mediante 7 multiplicadores de 1,175 veces, arroja unos niveles de spread vs swaps (que, en nuestra opinión, sitúan el spread vs swaps de la emisión planteada por Banco Gallego en niveles razonables.

La comparación con **emisiones minoristas** no es el objeto de este informe. En todo caso, merece la pena señalar así mismo que el spread planteado contrasta también adecuadamente con emisiones minoristas recientes de similar prelación de emisores con rating cercano, al tener en cuenta la migración de ratings a la baja y la muy fuerte reducción de spreads vs swaps acaecida en los últimos dos meses. También contrasta adecuadamente en tales circunstancias con emisiones realizadas (Tier 1) de menor prelación.

En relación al mercado mayorista, los análisis realizados en este informe sobre el mercado secundario mayorista para emisiones de deuda subordinada LTII arroja la siguiente conclusión:

- o el nivel promedio de spreads vs swaps a vencimiento, para las tres fuentes analizadas de deuda subordinada con rating Baa3/BBB- se situaría, a finales de julio de 2009, en el rango definido por 410 y 460 pb, bid/ask.

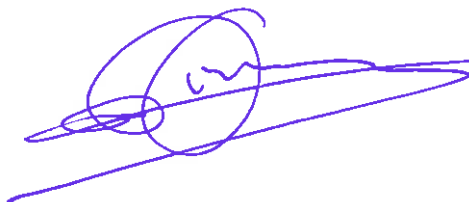
En conclusión, el spread vs swaps para la emisión de Banco Gallego objeto de este informe, si consideramos simplemente el "spread a vencimiento sin la call" (448 pb), se encontraría en nuestra opinión **en el entorno "razonable" de spreads que definen los niveles promedio de spreads vs swaps a vencimiento para emisiones de naturaleza y calidad crediticia similar en mercados mayoristas** en el período de elaboración de este informe, y que se corresponde con la horquilla definida por 410-460 pb.

6. 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.

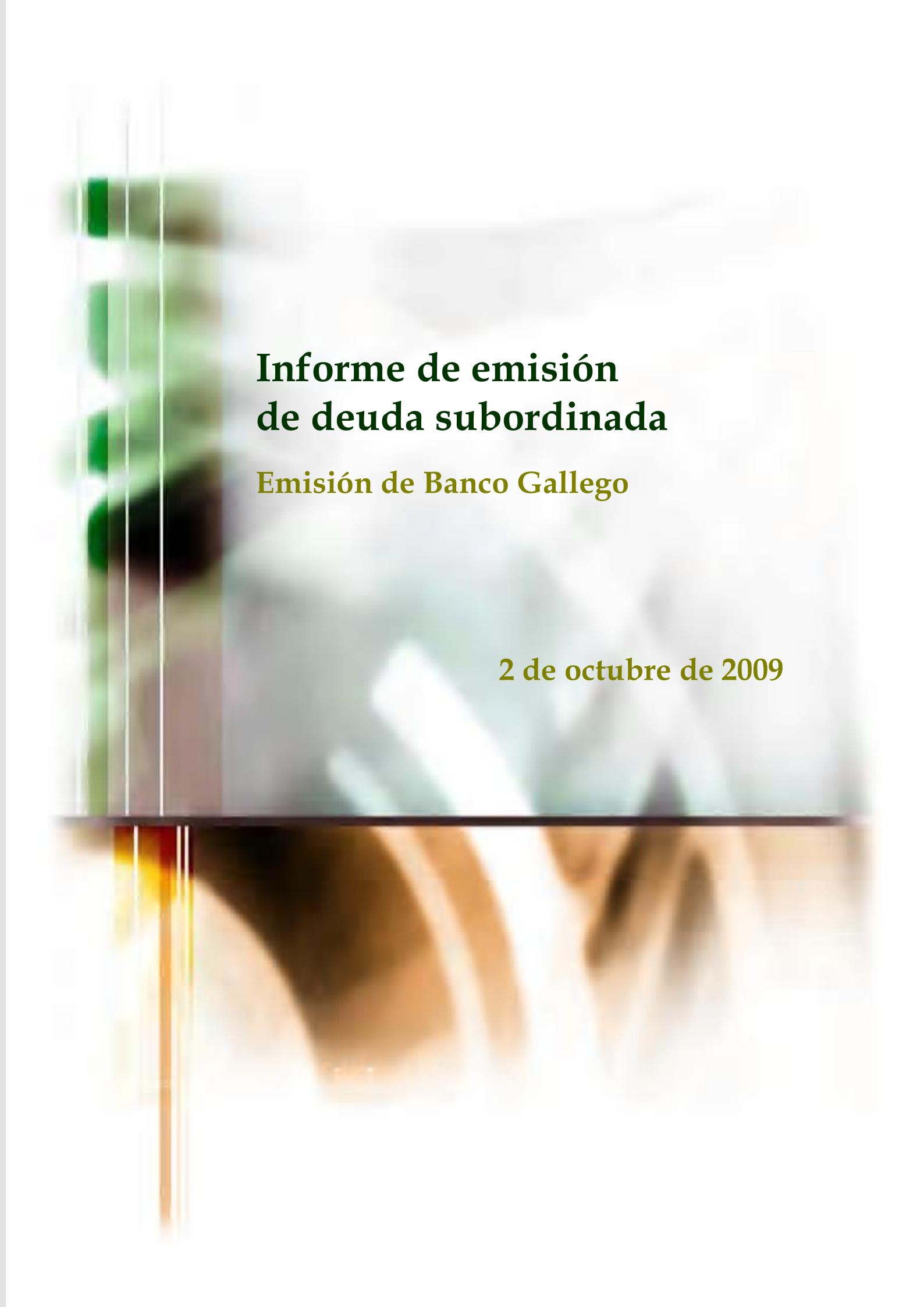
Este informe se ha finalizado el día 4 de setiembre de 2009. El trabajo realizado no incluye la actualización del informe por hechos u otras circunstancias que pudieran producirse con posterioridad a la fecha de emisión del mismo.

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



Fdo: Daniel Manzano Romero

Socio- Analistas Financieros Internacionales



**Informe de emisión
de deuda subordinada**

Emisión de Banco Gallego

2 de octubre de 2009

Informe de emisión de deuda subordinada de Banco Gallego de 2 de octubre de 2009

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

Introducción	2
1. Características de la emisión.....	2
2. Análisis del riesgo crediticio del emisor	3
3. Definición del marco de análisis: mercado y emisiones comparables.....	6
3.1. Situación actual del mercado secundario.....	6
3.2. Indicadores del diferencial de rentabilidad en el mercado secundario.	7
3.3. Situación actual del mercado de CDS.....	8
3.4. Situación del mercado primario. Emisiones de referencia	10
4. Análisis de la emisión de Banco Gallego.....	13
4.1. Valoración de la emisión y de sus comparables.....	13
4.2. Análisis de la rentabilidad de la emisión y sus comparables.....	16
5. Conclusiones	20
Anexo 1. Metodologías de valoración	22
Anexo 2. Inputs de valoración	26
Anexo 3. Emisiones recientes en el mercado español y europeo.....	28

Introducción

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

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

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

1. Características de la emisión

La emisión de deuda subordinada de Banco Gallego presenta las siguientes características principales:

- Importe nominal de la emisión: 50.000.000 euros.
- Vencimiento: Transcurridos 10 años desde la fecha de emisión si no se ejerce la opción de cancelación.
- Estructura de pagos:
 - Durante los tres primeros años: 6% fijo anual.
 - A partir del cuarto año hasta vencimiento: Euribor 3 meses + 490 pb.
- Frecuencia de pago: trimestral.
- Opcionalidad:
 - Cap/Floor: No dispone de cap y el floor se sitúa en el 5.40%.
 - Cancelabilidad: Transcurridos cinco años desde la fecha de emisión y en adelante, coincidiendo con las fechas de pago de cupones por parte del emisor.

- Inversores: Banca minorista.

2. Análisis del riesgo crediticio del emisor

Una medida importante para estimar el riesgo de una entidad y, por tanto, el de sus emisiones es el rating crediticio asignado por las distintas agencias de calificación. Banco Gallego no dispone de calificación crediticia, circunstancia que hace preciso realizar un análisis *ad-hoc* de la entidad para inferir su nivel de riesgo. En este sentido, IM Valora Consulting ha realizado un análisis de las variables y ratios financieros más relevantes del banco tomando como universo de comparación a entidades financieras españolas similares al Banco Gallego. A estos efectos, se han estudiado en especial profundidad medidas de morosidad, solvencia y eficiencia. En la tabla que figura a continuación se muestran las principales variables y ratios financieros analizados.

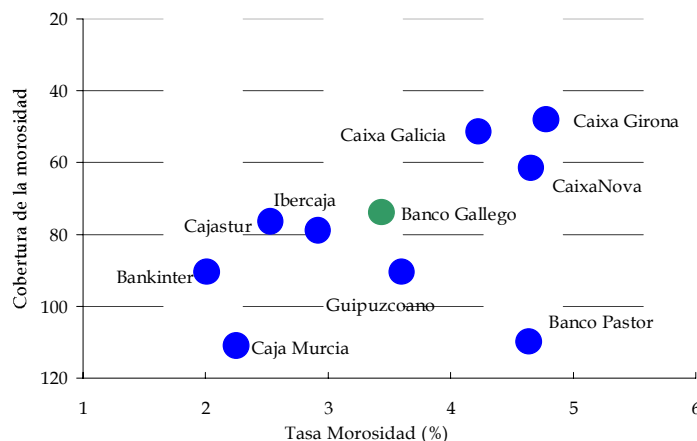
Tabla 1
Ratios Financieros. Fuente CECA, Entidades Financieras.

Entidad	Morosidad	Cobertura de la morosidad	Ratio BIS			ROA	ROE	Ratings	
			Tier 1	(solvencia)	Eficiencia			Moody's	Fitch
Banco Gallego	3.44	73.88	7.44	12.22	66.43	0.23	3.85	-	-
Banco Pastor	4.64	110	10	11.93	33.93	0.66	13.27	A3	-
Bankinter	2.01	90.45	7.42	10.29	44.28	0.51	13.28	A1	A+
Caixa Galicia	4.23	51.4	7.91	11	49.44	0.39	9.6	A3	BBB+
Caixa Girona	4.78	48	8.5	13.1	46.00	0.34	6.47	-	BBB+
CaixaNova	4.66	61.7	6.82	11.59	38.66	0.68	14	A3	A-
Caja Murcia	2.25	111	10.2	14	35.3	0.81	14.55	-	A+
Cajastur	2.53	76.58	11	15	39.93	1.19	13.91	-	A
Guipuzcoano	3.6	90.5	8.53	12.24	53.9	0.62	10.33	Baa1	A-
Ibercaja	2.92	79.12	9.41	13.55	43.44	0.63	9.01	A2	-

datos Junio 2009 datos Diciembre 2008

El gráfico que figura a continuación recoge la relación entre la Cobertura de la Morosidad y la Tasa de Morosidad de algunas entidades financieras españolas incluida Banco Gallego.

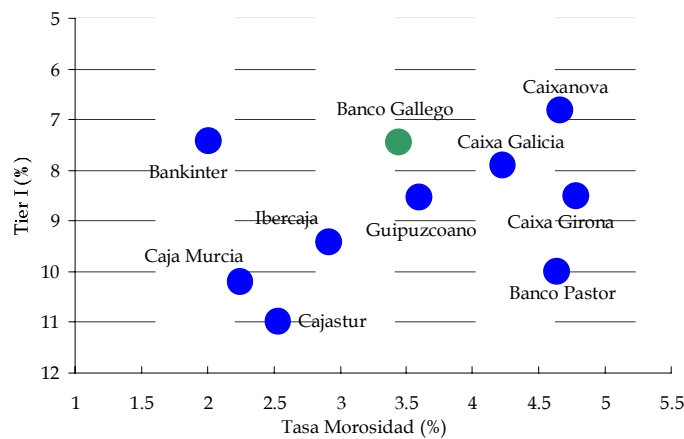
Gráfico 1
Relación Cobertura de la Morosidad - Tasa de Morosidad



A partir de los datos presentados en el gráfico se infiere que Banco Gallego se encuentra en una situación mejor que Caixa Girona, ligeramente mejor que Caixa Galicia y algo peor que Banco Guipuzcoano.

En lo relativo a la solvencia y su relación con el nivel de morosidad, el gráfico 2 que figura a continuación muestra la situación entre la tasa de morosidad y el Tier I de las entidades.

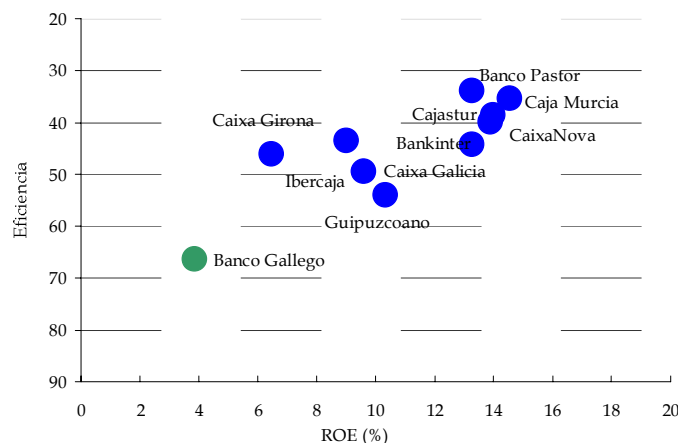
Gráfico 2
Relación TIER 1 - Tasa de Morosidad



Según se observa en el gráfico, podemos enclavar el Banco Gallego en una posición ligeramente mejor que Caixanova, similar al de Caixa Galicia y ligeramente peor que Banco Guipuzcoano.

Para analizar la situación en términos de eficiencia de la entidad, se han relacionado el ROE y la Eficiencia Ordinaria. El gráfico 3 muestra la citada relación. La eficiencia ordinaria nos indica cuanto dinero necesita invertir la entidad financiera para ganar 100 Euros. En este caso, al contrario que en los otros gráficos, cuanto más abajo y a la izquierda esté situada una entidad peor posición tendrá.

Gráfico 3
Relación ROE - Eficiencia



Del análisis del gráfico anterior se concluye que Banco Gallego se encuentra en una situación inferior al resto de las entidades financieras analizadas.

Considerando de forma conjunta la situación que se deriva del estudio de las relaciones de morosidad, solvencia y eficiencia de la entidad, y una composición accionarial en la que Caixanova posee un porcentaje cercano al 50% de las acciones del Banco Gallego, se puede concluir que éste se sitúa en un nivel de riesgo superior a Banco Guipuzcoano y similar o ligeramente superior a Caixanova y Caixa Galicia. Esta comparación y ordenación es extensiva a entidades con similares niveles de riesgo.

Como complemento al análisis del riesgo, la tabla 2 recoge las calificaciones crediticias atribuidas por las agencias especializadas para algunos de los principales bancos y cajas de ahorro españoles. Se incluye, asimismo, la información acerca de sus correspondientes revisiones (*credit watch*), en caso de haberlas y perspectivas (*outlook*).

Tabla 2
Calificaciones crediticias de principales cajas y bancos españoles

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

Las emisiones de deuda subordinada dentro del orden de prelación de los pagos se sitúan por delante de las acciones ordinarias del emisor y las emisiones de participaciones preferentes y por detrás de las emisiones de deuda senior del mismo. Trasladando el análisis de riesgo realizado de la entidad al marco de las emisiones de deuda subordinada, el riesgo de la emisión objeto de estudio se

sitúa ligeramente por encima de las emisiones subordinadas de las entidades analizadas y otras de similar riesgo.

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

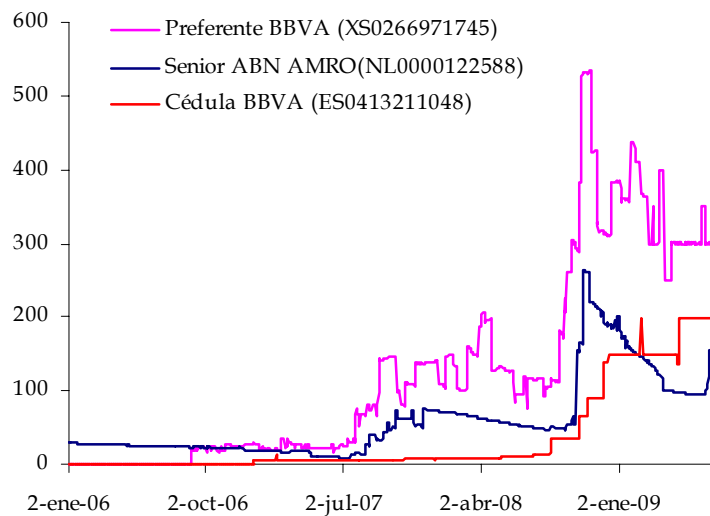
3.1. Situación actual del mercado secundario

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

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

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

Gráfico 4
Evolución del diferencial bid-ask



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

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

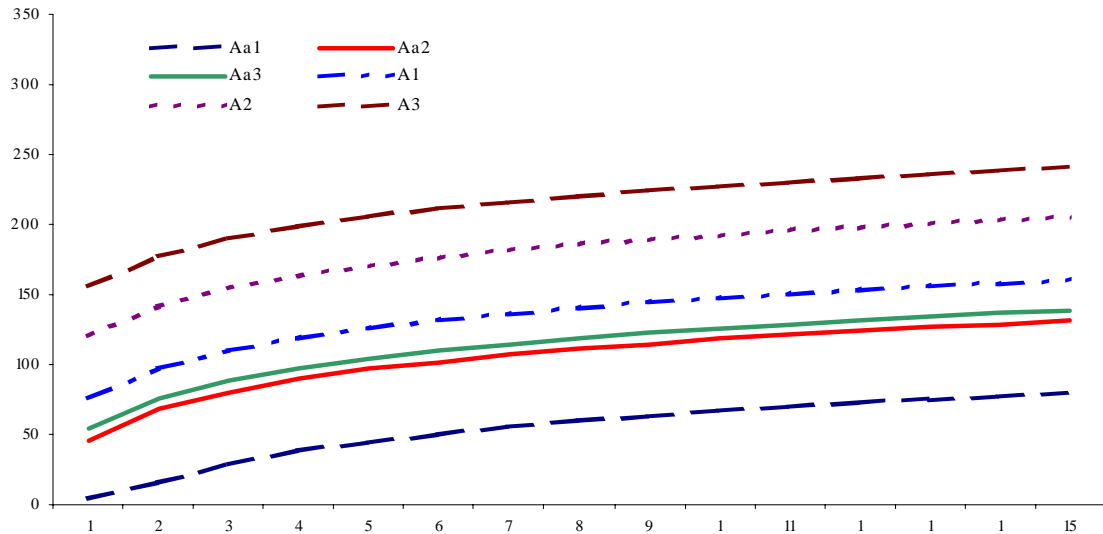
3.2. Indicadores del diferencial de rentabilidad en el mercado secundario

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

curva swap de mercado. No se incluyen sin embargo emisiones de participaciones preferentes debido a su iliquidez.

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

Gráfico 5
Spread emisiones perfil riesgo-plazo



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

En el mercado secundario, se obtendría para una emisión con las características de la de Banco Gallego unos niveles de spread orientativos extrapolando a partir de las curvas que representan el spread para emisiones con peor calidad crediticia. Actualmente, en la base de datos que recoge IM Valora Consulting los niveles de spread más altos vienen dados por la curva A3.

3.3. Situación actual del mercado de CDS

El análisis del riesgo crediticio inherente a la emisión de una entidad requiere de la observación de la cotización de los *credit default swap*. Para este propósito los más fiables en las circunstancias actuales son los CDS Senior y Subordinado a cinco años. Al no disponer de cotizaciones de Banco Gallego y para complementar el análisis del punto anterior se recogen niveles de CDS genéricos a partir de una cartera constituida por emisiones financieras senior y subordinadas tanto domésticas como internacionales con distintos niveles de

calidad crediticia que van desde la máxima calificación (AAA) hasta niveles bajos dentro del grado de inversión (BBB).

A continuación, en los gráficos 6 y 7, se muestra la evolución de los niveles de los CDS senior y subordinados de las carteras seleccionadas desde julio de 2007.

Gráfico 6
Spread emisiones senior

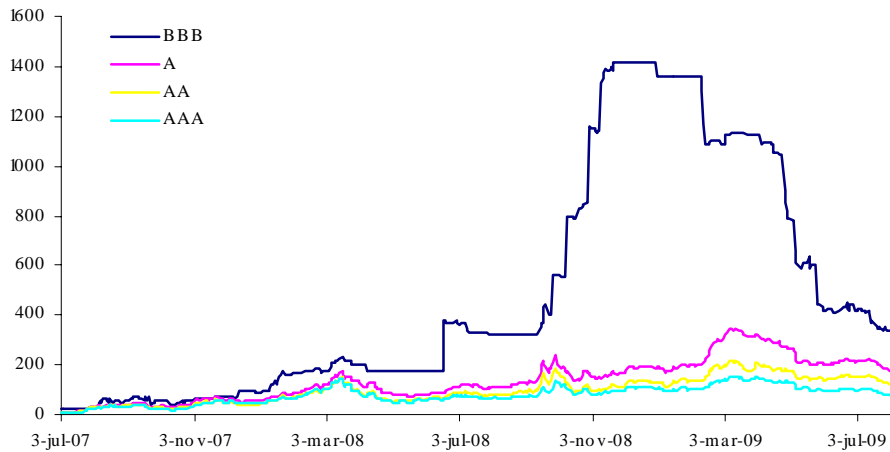
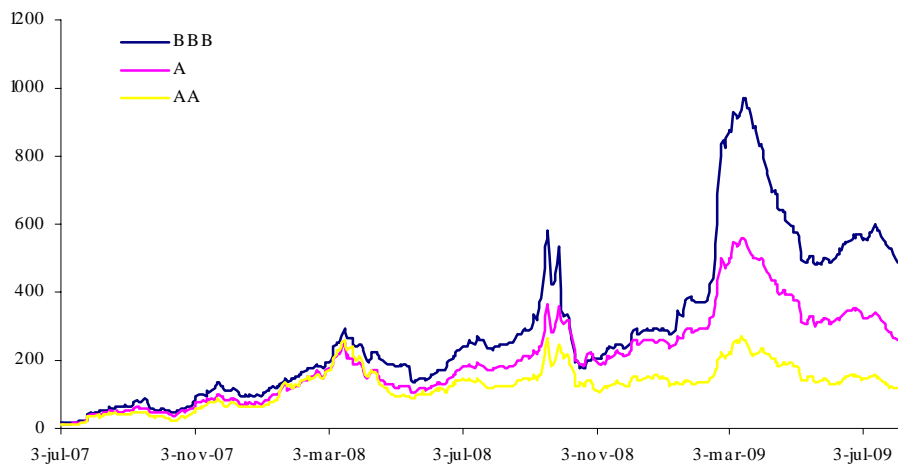


Gráfico 7
Spread emisiones subordinadas



De la observación de los gráficos se desprende que las emisiones que llevan asociado un mayor riesgo crediticio incorporan un mayor spread, de ahí que las emisiones con calificaciones BBB registren los niveles más altos. Los diferenciales se han acentuado en el último semestre, registrándose máximos en enero y marzo de 2009 para las emisiones senior y subordinadas, respectivamente. A fecha de valoración (1/10/2009) los niveles de spread genéricos construidos para las emisiones BBB se encontraban en 293 y 468 pb para emisiones senior y subordinadas, respectivamente.

3.4. Situación del mercado primario. Emisiones de referencia

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

Dentro del universo de emisiones preferentes, de deuda *senior* y deuda subordinada del mercado primario tanto doméstico como europeo encontramos emisiones recientes que constituyen el marco de referencia para nuestro análisis. En las tablas 3, 4 y 5 se describen las características de emisiones *senior*, subordinadas y preferentes, respectivamente, realizadas en el sector financiero para el mercado doméstico. Por otro lado, en la tabla 6 se presentan las emisiones *senior*, subordinadas y de participaciones preferentes en el mercado europeo. Y por último en la tabla 7 se exponen emisiones *senior* relativas a sectores no financieros tanto en el mercado español como en el resto de Europa.

Tabla 3
Emisiones de deuda *senior* en el mercado doméstico

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Descripción
Gob España	Aaa/AA+/AAA	Aaa/AA+/AAA	Senior	02/06/2009	31/10/2019	Cupón anual 4.3%
BBVA	Aa1/AA/AA-	Aa1/AA/AA-	Senior	23/01/2009	23/01/2014	Cupón anual 4.875%
BBVA	Aa1/AA/AA-	Aa1/AA/AA-	Senior	03/06/2009	03/06/2022	EUR 3M+120pb
Banesto	Aa2/AA/AA	Aa2/AA/AA	Senior	08/05/2009	08/05/2012	Cupón anual 4%
Caja Madrid	Aa3/A+/AA-	Aa3e/A+/AA-e	Senior	28/01/2009	28/07/2010	Cupón anual 3.65%
Caja Madrid	A1/A/A+	A1/A/A+	Senior	29/06/2009	29/06/2011	Cupón anual 3.625%
La Caja de Canarias	Baa1/_/_	Baa1/_/_	Senior	11/08/2009	11/02/2012	Cupón EUR3M+20pb con step up en fechas de pago

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

Tabla 4
Emisiones de deuda subordinada en el mercado doméstico

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

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

Tabla 5
Emisiones de participaciones preferentes en el mercado doméstico

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

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

Tabla 6
Emisiones de deuda *senior*, subordinada y participaciones preferentes en el mercado europeo

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

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

Tabla 7
Emisiones sectores no financieros

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

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

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

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

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

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

Finalmente, en cuanto a las emisiones realizadas por sectores no financieros se encuentra mucha diversidad en cuanto a calidad crediticia pudiendo destacar las emisiones de Toyota, Reseau Ferre de France, E.ON, Groupe Auchan, EDP Finance e Iberdrola.

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

4. Análisis de la emisión de Banco Gallego

4.1. Valoración de la emisión y de sus comparables

Por las características de la emisión de Banco Gallego su metodología de valoración consiste en la utilización de métodos de simulación en árboles trinomiales. Los procesos estocásticos que se simulan son aquellos que recogen el comportamiento de toda la estructura temporal de tipos de interés en modelos de no arbitraje. Para su implementación IM Valora Consulting utiliza el modelo de Hull y White.

La valoración de la emisión a fecha a 1 de octubre de 2009 arroja un resultado de 455 pb (spread asset swap sobre Euribor 3 meses).

Tabla 8
Emisión de deuda subordinada de Banco Gallego

Emisor	Rating emisor (*)	Tipo Emisión	Fecha Valoración	Fecha Vto	Spread Implícito	Spread Floor	Spread Call
Banco Gallego	_/ _	Subordinada	01/10/2009	10 años	455 pb	1 pb	-1 pb

(*) Moody's/Fitch

Por otro lado, para la valoración de las emisiones comparables que incorporan opcionalidad se utiliza la misma metodología usada para la valoración de la emisión de Banco Gallego. Mientras que en la valoración de aquellas comparables que no incorporan opcionalidad se ha utilizado una metodología de valoración consistente en el descuento de flujos generados a lo largo de la vida de los mismos, utilizando los tipos forward estimados a partir de la curva cupón cero (CCC) para calcular los cupones flotantes futuros. Por su parte, la CCC se estima a partir de los depósitos y los swaps cotizados en el mercado.

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

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

Tabla 9
Emisiones de deuda *senior* en el mercado doméstico

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Spread implícito
Gob Español	Aaa/AA+/AAA	Aaa/AA+/AAA	Senior	02/06/2009	31/10/2019	57 pb
BBVA	Aa1/AA/AA-	Aa1/AA/AA-	Senior	23/01/2009	23/01/2014	177 pb
BBVA	Aa1/AA/AA-	Aa1/AA/AA-	Senior	03/06/2009	03/06/2022	120 pb
Banesto	Aa2/AA/AA	Aa2/AA/AA	Senior	08/05/2009	08/05/2012	180 pb
Caja Madrid	Aa3/A+/AA-	Aa3e/A+/AA-e	Senior	28/01/2009	28/07/2010	125 pb
Caja Madrid	A1/A/A+	A1/A/A+	Senior	29/06/2009	29/06/2011	180 pb
La Caja de Canarias	Baa1/_/_	Baa1/_/_	Senior	11/08/2009	11/02/2012	169 pb

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

Tabla 10
Emisiones de deuda subordinada en el mercado doméstico

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

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

Tabla 11
Emisiones de participaciones preferentes en el mercado doméstico

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

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

Tabla 12
Emisiones de deuda senior, subordinada y participaciones preferentes en el mercado europeo

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

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

Tabla 13
Emisiones de deuda *senior* de sectores no financieros

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

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

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

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

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

- La rentabilidad de la emisión de deuda española constituye un primer *floor*, 57 pb, superado por la emisión de Banco Gallego que paga 455 pb.
- Entre las emisiones de deuda senior se encuentran las dos de BBVA, Banesto y las más recientes de Caja Madrid y de La Caja de Canarias con spreads de 120, 177, 180, 180 y 169 pb, respectivamente. El *floor* que suponen dichas emisiones es superado por la emisión de deuda subordinada objeto de estudio.
- Entre las emisiones de deuda subordinada se encuentran las de Bancaja, Caja Burgos, Caixa Sabadell, Caixa Penedes, Caja Navarra, Cajastur, Sa Nostra, Caixa Terrassa, Caja Duero, Caja Madrid, Bankinter y La Caja de Canarias con primas implícitas de 458, 450, 533, 482, 345, 336, 520, 506, 430, 205, 300 y 425 pb, respectivamente. La rentabilidad de la emisión de Banco Gallego es superior a las de Caja Madrid, Bankinter, Caja Navarra y Cajastur asociada a un nivel de riesgo también mayor. El resto de emisiones de deuda subordinada pagan rentabilidades similares a la de Banco Gallego para unos niveles de riesgo también similares a excepción de las emisiones de Caixa Sabadell, Sa Nostra y Caixa Terrassa que pagan rentabilidades algo superiores.
- Entre las emisiones de participaciones preferentes se encuentran las emisiones de Banco Popular y la de Banco Sabadell con primas implícitas

de 253 y 290 pb, respectivamente. Por tanto, se observa que la emisión de deuda subordinada de Banco Gallego paga una rentabilidad mayor asociada a un riesgo igualmente mayor respecto a las emisiones anteriores.

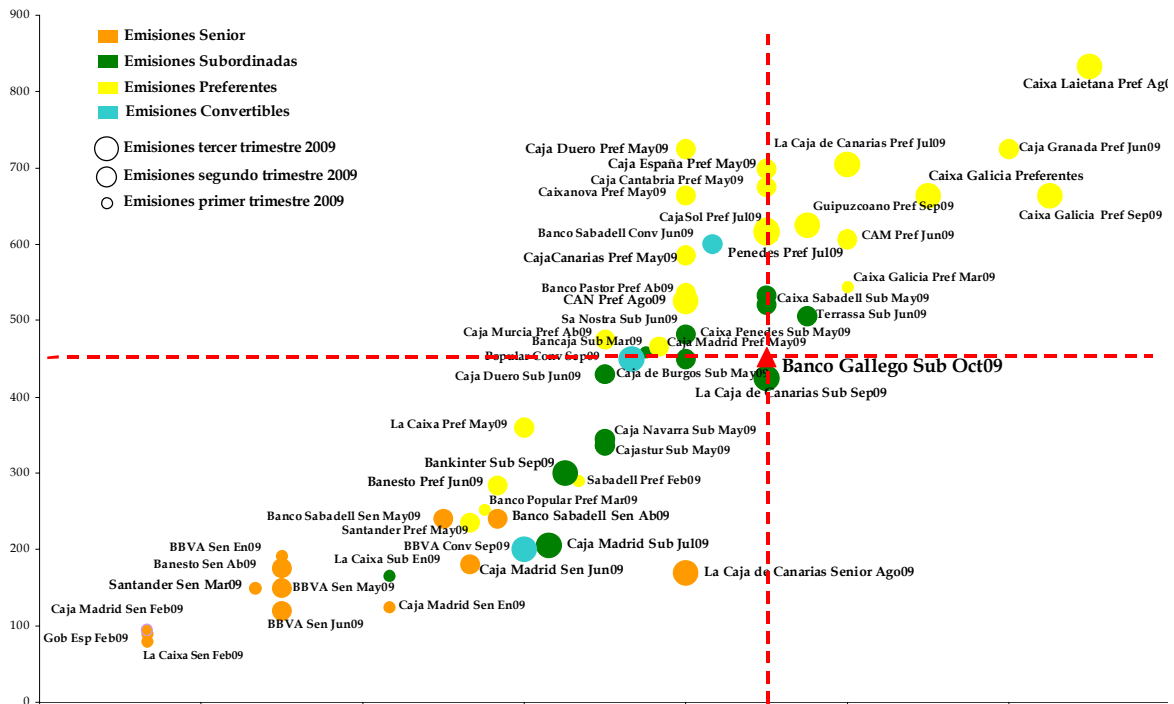
- Las emisiones de participaciones preferentes, aprobadas en los primeros meses del 2009, de Caja Murcia, Banco Pastor y Caixa Galicia, tienen primas implícitas de 475, 537 y 544 pb, respectivamente. La nueva emisión de Banco Gallego paga una rentabilidad inferior a todas ellas como era de esperar dada su mayor riesgo asociado.
- Entre las emisiones preferentes más recientes se encuentran las emisiones de Caja España, Caja Cantabria, Caixanova, Caja Duero, CAM, CajaCanarias, CajaSol, Caixa Penedes, Caja Navarra, Caja Granada, La Caja de Canarias, Caixa Laietana, Banco Guipuzcoano y Caixa Galicia con unas primas implícitas de 698, 675, 663, 725, 606, 585, 615, 617, 525, 724, 705, 833, 625 y 663 pb respectivamente. Todas ellas presentan un nivel de riesgo superior a la del Banco Gallego y pagan, por tanto, primas superiores en consonancia con su riesgo asociado.
- Entre el resto de emisiones preferentes más recientes, se encuentran las de Caja Madrid y La Caixa con primas implícitas de 465 y 350 pb, respectivamente. Dado el nivel de riesgo de la emisión de Banco Gallego respecto a dichas emisiones, su rentabilidad, 455 pb, se encuentra en línea con las mismas.
- En el marco de las emisiones europeas senior, las emisiones de Banco Popolare, Societe Generale, WestLB AG y Lloyds TSB Bank pagan rentabilidades implícitas de 165, 83, 130 y 195 pb, respectivamente. El spread pagado por la emisión de Banco Gallego es superior a todas ellas en línea con lo esperado dado el mayor riesgo de su emisión.
- En el caso de las emisiones subordinadas de HSBC, Credit Agricole y Rabobank, se observa que ambas emisiones tienen mejor calidad crediticia que la emisión de deuda subordinada de Banco Gallego y por tanto se le exige a esta última una rentabilidad superior.
- Las recientes emisiones de participaciones preferentes europeas de Deutsche Bank y Societe Generale pagan rentabilidades de 550 y 750 pb. La emisión de Banco Gallego paga una rentabilidad inferior a ambas.
- Entre las emisiones senior correspondientes a sectores no financieros que se han tomado como marco de referencia se encuentran las emisiones de Toyota, Reseau Ferre, E.ON, Groupe Auchan y EDP que se encuentran en niveles de rentabilidad inferiores (80, 69, 161, 250 y 273 pb,

respectivamente) con calidades crediticias superiores a la de Banco Gallego. El floor que representan estas emisiones es superado por la emisión objeto de estudio.

- En cuanto al resto de emisiones del sector no financiero se observa que las emisiones de Iberdrola, Telefónica, Suez y Accor pagan rentabilidades de 175, 250, 270, y 430 pb, respectivamente. Todas ellas presentan perfiles de riesgo sensiblemente mejores a la de la emisión analizada. Los spreads pagados por todas ellas son inferiores al pagado por la de Banco Gallego.

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

Gráfico 8
Mapa Rentabilidad-Riesgo



El análisis del gráfico, además de ratificar lo expuesto en los puntos anteriores, permite analizar si la emisión de Banco Gallego se encuentra dentro de la región de elección razonable, entendiendo por ésta aquella en la que no existe una emisión alternativa que, i) para el mismo nivel de riesgo proporcione una

rentabilidad superior y, ii) para el mismo nivel de rentabilidad el riesgo asociado a la misma sea menor.

Se observa que las emisiones de deuda subordinada emitidas antes del verano de Sa Nostra, Caixa Terrassa y Caja Duero pagan rentabilidades similares o algo mejores para niveles de riesgo también similares o algo mejores. Por otro lado, en este mes de septiembre, La Caja de Canarias ha emitido deuda subordinada pagando un spread algo inferior al de Banco Gallego teniendo un nivel de riesgo similar. De este modo, considerando la mejora de los mercados financieros y la consiguiente corrección que se ha producido en los niveles de crédito en los últimos meses, y teniendo en cuenta como punto de comparación más reciente la emisión de deuda de La Caja de Canarias, se concluye que **la emisión de Banco Gallego se encuentra dentro de la región de elección razonable**. Este hecho nos lleva a concluir que la emisión de Banco Gallego paga una rentabilidad que compensa el riesgo asociado a la misma y, por tanto, se encuentra dentro del rango razonable de mercado.

5. Conclusiones

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

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

El presente trabajo se ha desarrollado en el periodo comprendido entre el 20 de julio y el 1 de octubre de 2009. La validez de sus resultados y conclusiones está circunscrita estrictamente a la información de mercado y a las emisiones existentes hasta el 1 de octubre de 2009.

Madrid, 2 de octubre de 2009



Ana Castañeda Ortega
Directora General

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

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

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

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

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

Anexo 1. Metodologías de valoración

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

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

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

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

Valoración de instrumentos de renta fija sin opcionalidad

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

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

Cuando los flujos de un instrumento son variables y están ligados a un tipo de referencia (p.ej. Euribor), estos se estiman a partir de los tipos forward

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

Valoración de títulos con opcionalidad simple

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

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

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

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

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

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

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

Para valorar estos títulos se estiman en primer lugar, a partir de cotizaciones de las volatilidades de los caps y swaptions, los argumentos del modelo: volatilidad del tipo a corto plazo (subyacente del modelo) y el parámetro que indica la reversión a la media del proceso. Posteriormente se construye un árbol

trinomial, que no es sino una representación discreta en el tiempo del proceso estocástico para el tipo de interés a corto plazo. Dicho árbol permite calcular los pagos contingentes en cada nodo y valorar, en su caso, la opción calculando el valor esperado de los mismos.

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

Estimación de la Curva Cupón Cero

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

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

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

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

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

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

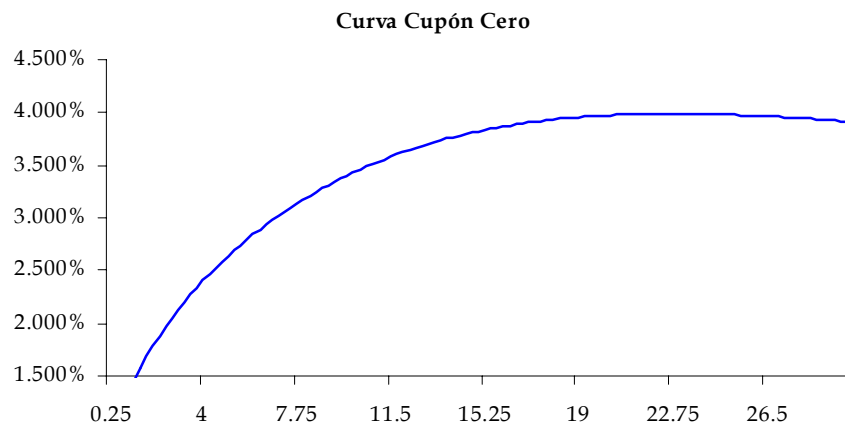
Anexo 2. Inputs de valoración

Fecha Valor: 1 de octubre de 2009.

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

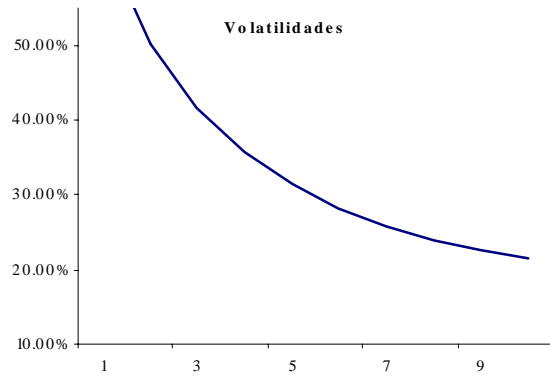
Money Market		Tipos Swap	
O/N	0.282%	2Y	1.670%
1W	0.323%	3Y	2.089%
1M	0.393%	4Y	2.409%
2M	0.550%	5Y	2.665%
3M	0.704%	6Y	2.878%
4M	0.810%	7Y	3.056%
5M	0.900%	8Y	3.195%
6M	1.003%	9Y	3.315%
9M	1.143%	10Y	3.421%
12M	1.231%	12Y	3.594%
		15Y	3.792%
		20Y	3.942%
		25Y	3.951%
		30Y	3.901%
		40Y	3.772%
		50Y	3.726%

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



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

Plazo	Tipo ATM	Volatilidad
1	0.9660	64.50%
2	1.6700	50.20%
3	2.0890	41.50%
4	2.4090	35.60%
5	2.6650	31.50%
6	2.8780	28.20%
7	3.0560	25.80%
8	3.1950	24.00%
9	3.3150	22.60%
10	3.4210	21.50%



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

a	Sigma
0.30807	0.01577

Anexo 3. Emisiones recientes en el mercado español y europeo

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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