



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

## CERTIFICA

Que el contenido de las Condiciones Finales y el Tríptico correspondientes a la emisión de OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAJA DUERO 2009, inscritas en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 10 de junio de 2009, coinciden exactamente con los que se adjuntan a la presente certificación en soporte informático y

## AUTORIZA

La difusión de los documentos citado a través de la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Y para que conste a los efectos oportunos, expide la presente certificación en Madrid a 15 de junio de 2009.



Fdo.: Antonio Antoniles García



## **CONDICIONES FINALES**

# **EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAJA DUERO 2009**

**Importe nominal: 200.000.000 euros**

**Junio 2009**

**Caja de Ahorros de Salamanca y Soria**

**Emitida bajo el Folleto de Base de Valores de Renta Fija, registrado en  
la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 10 de julio de 2008**

---

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

Las presentes Condiciones Finales complementan el Folleto de Base de Valores de Renta Fija registrado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 10 de julio de 2008 y deben leerse en conjunto con el mencionado Folleto así como con el Documento de Registro del Emisor registrado en CNMV con fecha 29 de enero de 2009.

---

## I. RESUMEN

---

El presente resumen, las Condiciones Finales, el Folleto de Base de Valores de Renta Fija y el Documento de Registro del emisor y sus suplementos 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 por parte del inversor del Folleto en su conjunto.
- (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.

En caso de iniciarse ante un 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.

### 1. Factores de riesgo de los valores

#### **Riesgo de subordinación y prelación de los inversores ante situaciones concursales:**

En caso de producirse una situación concursal de Caja de Ahorros de Salamanca y Soria (Caja Duero), las obligaciones subordinadas estarán situadas por detrás de los acreedores comunes y de los privilegiados, y no gozarán de preferencia entre ellos. En todo caso se situarán por delante de las cuotas participativas y participaciones preferentes emitidas o garantizadas por el Emisor.

#### **Riesgo de mercado**

Las Obligaciones Subordinadas están sometidas a posibles fluctuaciones de sus precios en el mercado en función, principalmente, de la evolución de los tipos de interés, 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 podrán llegar a negociarse a un precio menor que el precio que pagó al adquirirlas.

#### **Riesgo de Liquidez**

Aunque se vaya a solicitar la admisión a negociación de las Obligaciones Subordinadas Caja Duero 2009 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. En las actuales condiciones del mercado sería posible que el inversor se encontrase con dificultades para hacer líquida su inversión a un precio razonable.

### **Riesgo de Amortización Anticipada de la Emisión.**

Las Condiciones Finales de la presente emisión de Obligaciones Subordinadas Caja Duero 2009 establecen la posibilidad de amortización anticipada a opción del Emisor, es posible que Caja Duero proceda a amortizar los valores anticipadamente. En tal caso, un inversor podría no ser capaz de reinvertir el resultado de dicha amortización anticipada en valores comparables y al mismo tipo de interés.

### **Riesgo de solvencia.**

Es la contingencia de pérdida por deterioro de la estructura financiera de la entidad emisora o garantía del valor y que puede generar disminución en el valor de la inversión o en la capacidad de pago del Emisor.

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

La Emisión no ha sido objeto de calificación crediticia por agencias de rating.

A la fecha de registro de estas Condiciones Finales, Caja Duero, entidad emisora tiene asignada la siguiente calificación (“ratings”):

<u>RATINGS</u>	<u>Largo</u>	<u>Corto</u>	<u>Fortaleza</u>	<u>Perspectiva</u>	<u>Fecha última</u>
<u>Agencia de calificación</u>	<u>plazo</u>	<u>plazo</u>	<u>financiera</u>		<u>calificación</u>
Moody's	A2	P-1	C	En Revisión	08/2008

Con fecha 19 de mayo de 2009 Moodys ha puesto en revisión esta calificación con posible revisión a la baja. Una variación de los ratings asignados a Caja Duero, podría afectar al valor de mercado de las Obligaciones Subordinadas Caja Duero 2009.

## **2. Factores de riesgo del Emisor**

El emisor Caja de Ahorros de Salamanca y Soria (Caja Duero), es una Caja de Ahorros constituida por tiempo indefinido, sus factores de riesgos están circunscritos a los propios de una entidad de crédito y son los que se mencionan a continuación.

- Riesgo de Crédito
- Riesgo País
- Riesgo de Tipo de Interés
- Riesgo de Tipo de Cambio
- Riesgo de Mercado

- Riesgos Crediticio
- Riesgo de Liquidez
- Riesgo Operacional

La descripción completa de los factores de riesgo del Emisor puede consultarse en el Documento de Registro inscrito en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 29 de enero de 2009.

### **3. Principales Características De La Emisión.**

Emisor	Caja de Ahorros de Salamanca y Soria (Caja Duero)
Perfil del Inversor	Caja Duero ha clasificado las obligaciones subordinadas como instrumento financiero complejo de riesgo moderado.
Importe total de la Emisión:	Hasta DOSCIENTOS MILLONES (200.000.000) euros
Valor Nominal Unitario:	MIL (1.000) euros
Importe Mínimo de las órdenes de suscripción	UNA Obligación (1) es decir MIL (1.000) euros.
Prima de Emisión:	CERO (0) euros. Se emiten a la par.
Fechas de Emisión	30 de junio, 30 de julio, 31 de Agosto y 28 septiembre 2009
Plazo	Los valores serán amortizados a la par, libre de gastos y comisiones para los tenedores a su vencimiento es decir el 28 de septiembre 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 28 de septiembre de 2014, en esa fecha o en cada una de las fechas de pago de intereses posteriores a dicha fecha.
Tipo de interés nominal:	Las Obligaciones Subordinadas otorgan a su titular el derecho a percibir un interés nominal anual, según se indica a continuación:  Para el periodo comprendido entre la respectiva fecha de desembolso y el 28 de septiembre de 2009 el tipo de interés será el 5,30 % nominal anual.  Desde el 28 de septiembre de 2009 hasta el 28 de septiembre de 2014, las obligaciones subordinadas devengarán por cada Periodo de Devengo de Intereses un Tipo de Interés Nominal Anual, que variará trimestralmente y que será el resultante de aplicar un diferencial del 4,10 % al Euribor a 3 meses, que se hará efectivo en las fechas previstas a pago de intereses.  Desde el 28 de septiembre de 2014 hasta el vencimiento total de la emisión las obligaciones subordinadas devengarán por cada Periodo de Devengo de Intereses un Tipo de Interés Nominal Anual, que variará trimestralmente y que será el resultante de aplicar un diferencial del 4,60 % al Euribor a 3 meses, que se hará efectivo en las fechas previstas a pago de intereses.
Remuneración de la provisión de fondos:	Durante el periodo de Suscripción, desde la fecha en la que se constituye el depósito con la provisión de fondos de la orden de suscripción (inclusive) hasta la fecha de Desembolso correspondiente el Emisor remunerará el depósito al 5,30% nominal anual, calculado en base Act/365.

Periodicidad de Pago Intereses:	<p>Durante el periodo de Suscripción, es decir desde cada una de las fechas de desembolso hasta el 28 de septiembre de 2009, los intereses se pagarán mensualmente los días 30/07/09, 31/08/09 y 28/09/09.</p> <p>A partir del 28 de septiembre de 2009 y durante el resto de vigencia de la emisión los intereses se pagarán por trimestres vencidos los días 28 de marzo, 28 de junio, 28 de septiembre y 28 de diciembre de cada año (cada una, una “Fecha de Pago de Intereses”), siendo el primer pago de intereses trimestral el 28 de diciembre de 2009</p>
Periodo de Suscripción:	<p>El periodo de solicitud de Suscripciones estará comprendido entre las 8:30 horas del siguiente día hábil al registro de esta emisión en la CNMV y las 14:00 horas del día 24 de septiembre de 2009.</p> <p>Las órdenes de suscripción son irrevocables y en el momento de efectuar su orden de suscripción, los inversores deberán efectuar una provisión de fondos por el importe suscrito, que se materializará en un depósito.</p> <p>En el caso de que dicha provisión tenga que ser devuelta, ésta se realizará libre de gastos, con fecha valor no más tarde del primer día hábil siguiente a cierre del periodo de revocación de ordenes indicado en el apartado siguiente, liquidándose la provisión al 5,30% nominal anual hasta la fecha de finalización del periodo de Revocación.</p>
Periodo de Revocación de ordenes de suscripción.	<p>Sólo en el caso en el que durante el periodo de suscripción y siempre antes de la fecha de desembolso correspondiente a dicho periodo, se produjera un descenso en la calificación crediticia del Emisor o de emisiones de similares características del emisor, se abrirá un periodo de revocación a favor de los suscriptores de 2 días hábiles a contar desde la publicación por el emisor de un suplemento a las presentes Condiciones Finales comunicando el descenso en el rating. En dicho periodo de revocación los inversores que así lo deseen, podrán revocar las solicitudes de suscripción presentadas en el periodo de suscripción en el que se comunicó la bajada del rating correspondiente. En el caso de que no haya dos días hábiles hasta la fecha de desembolso, se modificará ésta con el fin de que existan estos dos días hábiles hasta la revocación.</p>
Sistema de Colocación	<p>Las ordenes de solicitud de Suscripción se realizarán a través de las oficinas de la Entidad Colocadora y se atenderán las ordenes de solicitud de Suscripción por orden cronológico de recepción en las oficinas de ésta.</p>
Fechas de Desembolso:	<p>Las fechas de Desembolso serán las siguientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>❖ el 30/06/09 para las obligaciones suscritas entre el día en el que se inicie el periodo de suscripción y el 26 de junio de 2009 (ambos inclusive).</li> <li>❖ el 30/07/09 para las obligaciones suscritas entre el día 29 junio de 2009 y el 28 de julio de 2009 (ambos inclusive).</li> <li>❖ el 31/08/09 para las obligaciones suscritas entre el día 29 julio de 2009 y el 27 de agosto de 2009 (ambos inclusive).</li> <li>❖ el 28/09/09 para las obligaciones suscritas entre el día 29 agosto de 2009 y el 24 de septiembre de 2009 (ambos inclusive).</li> </ul>
Cotización	A.I.A.F. Mercado de Renta Fija

Liquidez:	No se suscrito ningún contrato de liquidez para la presente emisión.
Entidad Colocadora:	Caja de Ahorros de Salamanca y Soria (Caja Duero)

#### 4. Principales Magnitudes Del Emisor

A continuación se reflejan los balances resumidos y cuentas de pérdidas y ganancias (datos individuales y consolidados), de los ejercicios 2007 y 2008 debidamente auditados. Estos balances ya se encuentran disponibles en las páginas web de la CNMV ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)) y de Caja Duero ([www.cajaduro.es](http://www.cajaduro.es)).

### CAJA DE AHORROS DE SALAMANCA Y SORIA (CAJA DUERO) BALANCE DE SITUACIÓN INDIVIDUAL

(Miles de euros redondeados)

ACTIVO	31-dic-2008	31-dic-2007	% Variación
CAJA Y DEPÓSITOS EN BANCOS CENTRALES	154.518	261.812	-40,98%
CARTERA DE NEGOCIACIÓN	350.038	107.584	225,36%
ACTIVOS FINANCIEROS DISPONIBLES PARA LA VENTA	3.273.070	3.294.185	-0,64%
INVERSIONES CREDITICIAS	14.487.425	14.002.579	3,46%
CARTERA DE INVERSIÓN A VENCIMIENTO	968.879	0	-
DERIVADOS DE COBERTURA	72.543	36.604	98,18%
ACTIVOS NO CORRIENTES EN VENTA	110.293	5.345	1963,48%
PARTICIPACIONES	365.120	359.295	1,62%
CONTRATOS DE SEGUROS VINCULADOS A PENSIONES	6.314	5.578	13,19%
ACTIVO MATERIAL	593.462	531.584	11,64%
ACTIVO INTANGIBLE	176	293	-39,93%
ACTIVOS FISCALES	201.005	157.452	27,66%
RESTO DE ACTIVOS	15.129	29.098	-48,01%
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>20.597.972</b>	<b>18.791.409</b>	<b>9,61%</b>

PASIVO Y PATRIMONIO NETO	31-dic-2008	31-dic-2007	% Variación
<b>TOTAL P A S I V O</b>	<b>19.496.902</b>	<b>17.630.692</b>	<b>10,59%</b>
CARTERA DE NEGOCIACIÓN	79.339	82.313	-3,61%
PASIVOS FINANCIEROS A COSTE AMORTIZADO	19.118.260	17.115.774	11,70%
DERIVADOS DE COBERTURA	14.853	87.863	-83,10%
PROVISIONES	154.173	151.251	1,93%
PASIVOS FISCALES	72.735	135.050	-46,14%
FONDO DE LA OBRA SOCIAL	34.005	31.104	9,33%
RESTO DE PASIVOS	23.537	27.337	-13,90%
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>1.101.070</b>	<b>1.160.717</b>	<b>-5,14%</b>
<b>FONDOS PROPIOS</b>	<b>1.131.330</b>	<b>1.080.149</b>	<b>4,74%</b>
<b>AJUSTES POR VALORACIÓN</b>	<b>-30.260</b>	<b>80.568</b>	<b>-137,56%</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>	<b>20.597.972</b>	<b>18.791.409</b>	<b>9,61%</b>

## CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS INDIVIDUAL

(Miles de euros redondeados)	31-dic-2008	31-dic-2007	% Variación
<b>MARGEN DE INTERESES</b>	257.943	278.060	-7,23%
<b>MARGEN BRUTO</b>	463.046	473.488	-2,21%
<b>RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN</b>	51.367	148.854	-65,49%
<b>RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS</b>	74.544	144.754	-48,50%
IMPUESTO SOBRE BENEFICIOS	12.637	-29.960	-142,18%
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>	87.181	114.794	-24,05%
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	87.181	114.794	-24,05%

## CAJA DE AHORROS DE SALAMANCA Y SORIA (CAJA DUERO)

### BALANCE DE SITUACIÓN CONSOLIDADO

(Miles de euros redondeados)

ACTIVO	31-dic-2008	31-dic-2007	% Variación
CAJA Y DEPÓSITOS EN BANCOS CENTRALES	154.549	261.843	-40,98%
CARTERA DE NEGOCIACIÓN	350.142	110.163	217,84%
OTROS ACTIVOS FINANCIEROS A VALOR RAZONABLE CON CAMBIOS EN P Y G	0	9.412	-100,00%
ACTIVOS FINANCIEROS DISPONIBLES PARA LA VENTA	3.356.460	3.726.215	-9,92%
INVERSIONES CREDITICIAS	14.477.753	14.109.977	2,61%
CARTERA DE INVERSIÓN A VENCIMIENTO	968.879		
DERIVADOS DE COBERTURA	72.543	36.604	98,18%
ACTIVOS NO CORRIENTES EN VENTA	173.845	5.345	3152,48%
PARTICIPACIONES	292.774	210.358	39,18%
ACTIVOS POR REASEGUROS	5.403	7.587	-28,79%
ACTIVO MATERIAL	599.030	537.636	11,42%
ACTIVO INTANGIBLE	2.268	13.241	-82,87%
ACTIVOS FISCALES	208.177	160.674	29,56%
RESTO DE ACTIVOS	81.833	69.889	17,09%
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>20.743.656</b>	<b>19.258.944</b>	<b>7,71%</b>

PASIVO Y PATRIMONIO NETO	31-dic-2008	31-dic-2007	% Variación
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>19.585.065</b>	<b>18.016.799</b>	<b>8,70%</b>
CARTERA DE NEGOCIACIÓN	79.339	43.912	80,68%
OTROS PASIVOS FINANCIEROS A VALOR RAZONABLE CON CAMBIOS EN P Y G	0	5.467	-100,00%
PASIVOS FINANCIEROS A COSTE AMORTIZADO	19.115.556	17.266.086	10,71%
DERIVADOS DE COBERTURA	14.853	87.863	-83,10%
PASIVOS ASOCIADOS CON ACTIVOS NO CORRIENTES EN VENTA	62.138		
PASIVOS POR CONTRATOS DE SEGUROS	22.185	236.688	-90,63%
PROVISIONES	150.664	159.531	-5,56%
PASIVOS FISCALES	81.295	155.430	-47,70%
FONDO DE LA OBRA SOCIAL	34.005	31.104	9,33%
RESTO DE PASIVOS	25.030	30.718	-18,51%
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>1.158.591</b>	<b>1.242.145</b>	<b>-6,73%</b>
<b>FONDOS PROPIOS</b>	<b>1.182.234</b>	<b>1.135.119</b>	<b>4,15%</b>
<b>AJUSTES POR VALORACIÓN</b>	<b>-23.782</b>	<b>106.498</b>	<b>-122,33%</b>
<b>PATRIMONIO NETO ATRIBUIDO A LA ENTIDAD DOMINANTE</b>	<b>1.158.452</b>	<b>1.241.617</b>	<b>-6,70%</b>
<b>INTERESES MINORITARIOS</b>	<b>139</b>	<b>528</b>	<b>-73,67%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>20.743.656</b>	<b>19.258.944</b>	<b>7,71%</b>



## CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA

(Miles de euros redondeados)	31-dic-2008	31-dic-2007	% Variación
<b>MARGEN DE INTERESES</b>	260.100	303.969	-14,43%
<b>MARGEN BRUTO</b>	426.557	499.575	-14,62%
<b>RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN</b>	-2.951	164.570	-101,79%
<b>RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS</b>	75.144	169.900	-55,77%
IMPUESTO SOBRE BENEFICIOS	2.660	-39.809	-106,68%
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>	77.804	130.091	-40,19%
<b>RESULTADO DE OPERACIONES INTERRUMPIDAS (NETO)</b>	110		
<b>RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO</b>	77.914	130.091	-40,11%

En la cuenta de resultados del Grupo Consolidado en el ejercicio 2008, ha existido un resultado de explotación negativo, pero un beneficio neto positivo que es consecuencia de la obtención de resultados positivos no recurrentes por importe de 78.094 miles de euros, dichos resultados provienen fundamentalmente de la venta del 50% (la Caja sigue conservando el 50% restante) de las sociedades *Duero Pensiones EGFP* y *Unión del Duero Cia de Seguros de Vida S.A.*

<b>RATIOS –Grupo Caja Duero</b>	31-dic-2008	31-dic-2007
CORE CAPITAL	6,27%	5,05%
TIER I	6,99%	5,73%
TIER II	3,64%	4,01%
COEFICIENTE DE SOLVENCIA	10,63%	9,74%
RIESGOS DUDOSOS	510.693	113.447
RATIO DE MOROSIDAD	3,65%	0,85%
RATIO DE COBERTURA DE DUDOSO	71,69%	260,41%

A continuación se presentan el Balance de Situación y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, tanto individuales como consolidadas a fecha 31 de marzo de 2009, comparados con los saldos a 31 de diciembre de 2008 y 31 de marzo de 2008 respectivamente, así como los datos de riesgos dudosos, ratio de morosidad y ratios de cobertura referidos a los últimos meses de este año.

**CAJA DE AHORROS DE SALAMANCA Y SORIA (CAJA DUERO)**  
**BALANCE DE SITUACIÓN INDIVIDUAL**

(Miles de euros redondeados)

<b>ACTIVO</b>	<b>31-marz-2009</b>	<b>31-dic-2008</b>	<b>% Variación</b>
CAJA Y DEPÓSITOS EN BANCOS CENTRALES	151.537	154.518	-1,93%
CARTERA DE NEGOCIACIÓN	211.236	350.038	-39,65%
ACTIVOS FINANCIEROS DISPONIBLES PARA LA VENTA	1.774.942	3.273.070	-45,77%
INVERSIONES CREDITICIAS	14.119.905	14.487.425	-2,54%
CARTERA DE INVERSIÓN A VENCIMIENTO	2.203.864	968.879	127,47%
DERIVADOS DE COBERTURA	85.150	72.543	17,38%
ACTIVOS NO CORRIENTES EN VENTA	163.482	110.293	48,23%
PARTICIPACIONES	393.589	365.120	7,80%
CONTRATOS DE SEGUROS VINCULADOS A PENSIONES	6.314	6.314	0,00%
ACTIVO MATERIAL	593.244	593.462	-0,04%
ACTIVO INTANGIBLE	156	176	-11,36%
ACTIVOS FISCALES	219.106	201.005	9,01%
RESTO DE ACTIVOS	17.338	15.129	14,60%
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>19.939.863</b>	<b>20.597.972</b>	<b>-3,20%</b>

<b>PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>31-marz-2009</b>	<b>31-dic-2008</b>	<b>% Variación</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>18.851.278</b>	<b>19.496.902</b>	<b>-3,31%</b>
CARTERA DE NEGOCIACIÓN	87.938	79.339	10,84%
PASIVOS FINANCIEROS A COSTE AMORTIZADO	18.484.319	19.118.260	-3,32%
DERIVADOS DE COBERTURA	18.201	14.853	22,54%
PROVISIONES	142.269	154.173	-7,72%
PASIVOS FISCALES	71.056	72.735	-2,31%
FONDO DE LA OBRA SOCIAL	29.944	34.005	-11,94%
RESTO DE PASIVOS	17.551	23.537	-25,43%
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>1.088.585</b>	<b>1.101.070</b>	<b>-1,13%</b>
<b>FONDOS PROPIOS</b>	<b>1.172.937</b>	<b>1.131.330</b>	<b>3,68%</b>
<b>AJUSTES POR VALORACIÓN</b>	<b>-84.352</b>	<b>-30.260</b>	<b>178,76%</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>	<b>19.939.863</b>	<b>20.597.972</b>	<b>-3,20%</b>

**2. CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS INDIVIDUAL**

<b>(Miles de euros redondeados)</b>	<b>31-marz-2009</b>	<b>31-marz-2008</b>	<b>% Variación</b>
<b>MARGEN DE INTERESES</b>	<b>77.930</b>	<b>59.252</b>	<b>31,52%</b>
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>131.732</b>	<b>129.250</b>	<b>1,92%</b>
<b>RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>46.609</b>	<b>50.011</b>	<b>-6,80%</b>
<b>RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>46.581</b>	<b>54.278</b>	<b>-14,18%</b>
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>41.607</b>	<b>51.481</b>	<b>-19,18%</b>
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>41.607</b>	<b>51.481</b>	<b>-19,18%</b>

**CAJA DE AHORROS DE SALAMANCA Y SORIA (CAJA DUERO)**  
**BALANCE DE SITUACIÓN CONSOLIDADO**

(Miles de euros redondeados)

<b>ACTIVO</b>	<b>31-marz-2009</b>	<b>31-dic-2008</b>	<b>% Variación</b>
CAJA Y DEPÓSITOS EN BANCOS CENTRALES	151.582	154.549	-1,92%
CARTERA DE NEGOCIACIÓN	211.236	350.142	-39,67%
ACTIVOS FINANCIEROS DISPONIBLES PARA LA VENTA	1.916.688	3.356.460	-42,90%
INVERSIONES CREDITICIAS	14.110.573	14.477.753	-2,54%
CARTERA DE INVERSIÓN A VENCIMIENTO	2.203.864	968.879	127,47%
DERIVADOS DE COBERTURA	85.150	72.543	17,38%
ACTIVOS NO CORRIENTES EN VENTA	211.808	173.845	21,84%
PARTICIPACIONES	281.317	292.774	-3,91%
ACTIVOS POR REASEGUROS	5.727	5.403	6,00%
ACTIVO MATERIAL	598.650	599.030	-0,06%
ACTIVO INTANGIBLE	2.598	2.268	14,55%
ACTIVOS FISCALES	226.301	208.177	8,71%
RESTO DE ACTIVOS	81.837	81.833	0,00%
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>20.087.331</b>	<b>20.743.656</b>	<b>-3,16%</b>

<b>PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>31-marz-2009</b>	<b>31-dic-2008</b>	<b>% Variación</b>
<b>TOTAL P A S I V O</b>	<b>18.926.074</b>	<b>19.585.065</b>	<b>-3,36%</b>
CARTERA DE NEGOCIACIÓN	87.938	79.339	10,84%
PASIVOS FINANCIEROS A COSTE AMORTIZADO	18.464.413	19.115.556	-3,41%
DERIVADOS DE COBERTURA	18.201	14.853	22,54%
PASIVOS ASOCIADOS CON ACTIVOS NO CORRIENTES EN VENTA	47.462	62.138	-23,62%
PASIVOS POR CONTRATOS DE SEGUROS	23.878	22.185	7,63%
PROVISIONES	138.727	150.664	-7,92%
PASIVOS FISCALES	96.510	81.295	18,72%
FONDO DE LA OBRA SOCIAL	29.944	34.005	-11,94%
RESTO DE PASIVOS	19.001	25.030	-24,09%
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>1.161.257</b>	<b>1.158.591</b>	<b>0,23%</b>
<b>FONDOS PROPIOS</b>	<b>1.203.370</b>	<b>1.182.234</b>	<b>1,79%</b>
<b>AJUSTES POR VALORACIÓN</b>	<b>-42.247</b>	<b>-23.782</b>	<b>77,64%</b>
<b>PATRIMONIO NETO ATRIBUIDO A LA ENTIDAD DOMINANTE</b>	<b>1.161.123</b>	<b>1.158.452</b>	<b>0,23%</b>
<b>INTERESES MINORITARIOS</b>	<b>134</b>	<b>139</b>	<b>-3,60%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>20.087.331</b>	<b>19.585.065</b>	<b>-3,36%</b>

**CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA**

<b>(Miles de euros redondeados)</b>	<b>31-marz-2009</b>	<b>31-marz-2008</b>	<b>% Variación</b>
<b>MARGEN DE INTERESES</b>	<b>77.704</b>	<b>63.927</b>	<b>21,55%</b>
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>117.124</b>	<b>118.870</b>	<b>-1,47%</b>
<b>RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>29.220</b>	<b>37.085</b>	<b>-21,21%</b>
<b>RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>29.222</b>	<b>37.945</b>	<b>-22,99%</b>
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>23.623</b>	<b>33.262</b>	<b>-28,98%</b>
<b>RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO</b>	<b>23.163</b>	<b>33.262</b>	<b>-30,36%</b>

<b>RATIOS –Grupo Caja Duero</b>	<b>31-mayo-09</b>	<b>30-abril-09</b>	<b>31-marz-09</b>	<b>31-marz-08</b>
RIESGOS DUDOSOS	609.766	596.420	585.447	221.452
RATIO DE MOROSIDAD	4,27%	4,18%	4,12%	1,66%
RATIO DE COBERTURA DE DUDOSO	68,47%	68,06%	67,95%	139,69%

## II. CONDICIONES FINALES

---

### 1. PERSONAS RESPONSABLES DE LA INFORMACIÓN

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

D. Antonio Antoniles García, apoderado para este acto, en virtud del acuerdo adoptado por el Consejo de Administración de fecha 30 de abril de 2009, tomado al amparo de la autorización de la Asamblea General de fecha 19 de diciembre de 2008, y al amparo del Folleto de Base de Valores de Renta Fija, inscrito en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 10 de julio de 2008, en nombre y representación de Caja Duero, asume la responsabilidad de las informaciones contenidas en estas Condiciones Finales.

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

### 2. DESCRIPCIÓN, CLASE Y CARACTERÍSTICAS DE LOS VALORES EMITIDOS

#### - CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES

1. Emisor: *Caja de Ahorros de Salamanca y Soria*

2. Garante y naturaleza de la garantía:

*No tendrá garantías reales ni de terceros. El capital y los intereses de los valores estarán garantizados por el total de patrimonio universal del Emisor, y como se trata de obligaciones subordinadas estarán situados por detrás de los acreedores comunes y de los privilegiados y no gozarán de preferencia entre ellos, en caso de producirse una situación concursal del Emisor.*

3. Naturaleza y denominación de los Valores:

- Emisión de *Obligaciones Subordinadas Caja Duero 2009*
- Código *ISIN*:

*La presente emisión va dirigida a cualquier tipo de inversor, y Caja Duero ha clasificado las obligaciones subordinadas como instrumento financiero complejo de riesgo moderado.*

4. Divisa de la Emisión: *Euros*

5. Importe nominal y efectivo de la emisión:

- Nominal: 200.000.000,00 €
- Efectivo: 200.000.000,00 €
- Número de Valores: 200.000

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

6. Importe nominal y efectivo de los valores:

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

7. Fechas de Emisión: 30 de junio, 30 de julio, 31 de Agosto y 28 septiembre 2009

8. Tipo de interés: *Variable*

*(Información adicional sobre el tipo de interés puede encontrarse en el epígrafe 14 de las presentes condiciones finales)*

9. Fecha de amortización final y sistema de amortización:

- Fecha: 28 de septiembre de 2019
- A la par al vencimiento

*(Información adicional sobre las condiciones de amortización de los valores puede encontrarse en el epígrafe 15 de las presentes condiciones finales)*

10. Opciones de amortización anticipada:

- Para el emisor: *SI*
- Para el inversor: *NO*.

*(Información adicional sobre las opciones de amortización de los valores puede encontrarse en el epígrafe 15 de las presentes condiciones finales)*

11. Admisión a cotización de los valores: *AIAF Mercado de Renta Fija*

12. Representación de los valores: *Anotaciones en Cuenta gestionadas por Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, IBERCLEAR, sita en Plaza de la Lealtad nº1, Madrid*

## - TIPO DE INTERÉS Y AMORTIZACIÓN

13. Tipo de Interés Fijo: *Las obligaciones Subordinadas devengarán desde su respectiva fecha de su desembolso hasta el 28 de septiembre de 2009 un tipo de interés nominal anual del 5,300% y a partir de dicha fecha el tipo será variable según se indica a continuación.*
14. Tipo de Interés Variable: *Las Obligaciones Subordinadas devengarán por cada Periodo de Devengo de Intereses desde el 28 de septiembre de 2009 hasta su vencimiento un Tipo de Interés Nominal Anual Variable que será el resultado de aplicar un diferencial del 4,10% al Euribor a 3 meses, que se hará efectivo en las fechas previstas en el apartado fecha de pago de cupones de este epígrafe.*
- *Base de cálculo para el devengo de intereses: 30/360*
  - *Agente de Cálculo: Caja Duero*
  - *Fecha de inicio de devengo de intereses: cada obligación subordinada comenzará a devengar intereses desde la fecha de desembolso correspondiente según la fecha de suscripción según se indica más adelante.*
  - *La duración de la Emisión de Obligaciones se dividirá en sucesivos periodos de Devengo de Intereses que comprenderán los días efectivamente transcurridos entre cada Fecha de Pago de cupones, incluyendo en cada Periodo de Devengo la Fecha de Pago inicial (o la fecha de Desembolso, en el caso del primer Periodo de Devengo) y excluyendo la Fecha de Pago final.*
  - *En el supuesto de que la fecha de pago final de un Periodo de Devengo coincida con un día inhábil, tal y como se define en el apartado 2.15.2 siguiente, el Periodo de Devengo no se modificará y por lo tanto no tendrá repercusión alguno en importe del cupón a abonar.*
  - *El Euribor 3 meses señalado anteriormente será el publicado en la página “Euribor01”, suministrada por Reuters, o en cualquier otra página que pudiera sustituirla en el futuro, a las 11 horas (CET) de la mañana del segundo día hábil inmediato anterior al inicio de cada Periodo de Devengo.*
  - *En el supuesto de ausencia o imposibilidad de obtención del tipo Euribor 3 meses, el tipo de interés de referencia sustitutivo será el tipo de interés que resulte de efectuar la media aritmética simple de los tipos de interés interbancarios de oferta para operaciones de depósito no transferibles, en euros, a 3 meses de vencimiento, los dos días hábiles inmediatamente anteriores al inicio de cada Periodo de Devengo, que declaren los siguientes bancos:*
    - DEUTSCHE BANK*
    - BANCO POPULAR*
    - BANCO SANTANDER*
    - CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS (CECA)*
- En el supuesto de imposibilidad de aplicación del tipo de interés de referencia sustitutivo, por no suministrar alguna de las citadas entidades, de forma continuada, declaración de cotizaciones, será de aplicación durante el correspondiente Periodo de Devengo el tipo de interés que resulte de aplicar la media aritmética simple de los tipos de interés declarados por al menos dos de las citadas entidades.*
- *En ausencia o imposibilidad de obtención de los tipos establecidos en los párrafos anteriores, será de aplicación el último tipo de interés de referencia aplicado al*

último Periodo de Devengo de Intereses y así por Periodos de Devengo de Intereses sucesivos en tanto en cuanto se mantenga dicha situación.

- La fórmula de cálculo de los intereses será la siguiente:

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

donde:

*C* = importe bruto del cupón periódico.

*N* = nominal del valor.

*i* = tipo de interés nominal.

*d* = días transcurridos entre la fecha de inicio del Periodo de Devengo y la fecha de pago del cupón correspondiente, computándose tales días de acuerdo con la Base establecida y teniendo en cuenta la convención de días hábiles.

Base = 30/360

- Otras características relacionadas con el tipo de interés: Si el emisor no ejerce la opción de Amortización Anticipada fijada en los apartados siguientes el tipo de interés se incrementará a partir del quinto año, es decir a partir del 28 de septiembre de 2014 en un 0,50% con lo que el diferencial sobre el referencial a aplicar para el cálculo del tipo de interés será del 4,60%
- Fechas de pago de los cupones: Mientras dure el periodo de suscripción, es decir hasta el 28 de septiembre de 2009, los pagos de cupones se realizarán los días 30 de julio de 2009, 31 de agosto de 2009 y 28 de septiembre de 2009.

A partir del 28 de septiembre de 2009 los cupones se pagarán los días 28 de marzo, el 28 de junio, el 28 de septiembre y 28 de diciembre de cada año durante la vigencia de la emisión, siendo el último pago del 28 de septiembre de 2019 si no se ha ejercido por parte del emisor la opción de amortización anticipada que se recogen en estas condiciones finales.

En el caso que el día de pago de un cupón periódico no fuese día hábil a efectos de pago del calendario TARGET2 o en Madrid, el pago del cupón se trasladará al día hábil inmediatamente posterior, salvo que cambie de mes, en cuyo caso se abonará el día hábil previo, sin que por ese motivo se devengue ningún derecho adicional para los titulares de los valores.

- El tipo de interés a aplicar al primer periodo de intereses según las indicaciones anteriores es el 5,30%, por lo que el importe bruto del primer cupón a pagar correspondiente a cada obligación subordinada el próximo 30 de julio de 2009 asciende a un total de 4,45 € y teniendo en cuenta que a partir del 28 de septiembre de 2009 todas las obligaciones subordinadas tendrán los mismos derechos económicos, el importe bruto a abonar el 29 de diciembre de 2009, ascenderá a 13,40 €, suponiendo un tipo de interés del 5,36% (considerando el Euribor 3 meses del día 03/06/09 que es el 1,260%)

#### 15. Amortización de los valores:

- Fecha de Amortización a vencimiento: 28 de septiembre de 2019  
Precio: 100,00 %
- Amortización anticipada por el Emisor: Si



Fechas: *El emisor tiene opción a efectuarla cada fecha de pago de cupón a partir del quinto año de la última fecha de desembolso (28 de septiembre de 2014 inclusive) previa autorización del Banco de España.*

Total: *Si se ejercita la opción de amortización anticipada por parte del emisor por el importe total de la emisión, ésta se realizará sin repercutir cargo alguno al tenedor de los valores.*

Parcial: *Si la opción de amortización anticipada se ejercita por el emisor por un importe parcial de la emisión, ésta podrá realizarse, a elección del emisor, bien mediante la disminución del valor nominal de todos los títulos emitidos, o bien mediante la amortización de aquellos que el emisor pueda tener en su autocartera.*

Valores a amortizar: *N.A.*

Precio: *100 %*

- Amortización anticipada por el Tenedor: *No*

Fechas: *N.A.*

Total: *N.A.*

Parcial: *N.A.*

Precio: *N.A.*

**Comparación con otras emisiones:** *A fin de evaluar si las condiciones financieras de la emisión se adecuan a las condiciones de mercado, teniendo en cuenta sus características, Caja Duero ha obtenido la opinión de dos consultoras independientes especializadas, KPMG y Solventis, cuyos informes de fechas 20 de mayo de 2009 y 22 de mayo de 2009 se adjuntan como anexos a estas condiciones finales.*

## **- RATING**

16. Rating de la Emisión: *La presente emisión no está calificada con rating.*

Rating del Emisor: *Moody's A2 a largo plazo, P-1 a Corto plazo y A3 Subordinada y perspectiva Estable. (Fecha de la calificación 13 de agosto de 2008)*

*Con fecha 19 de mayo de 2009 Moody's ha puesto en revisión esta calificación con posible revisión a la baja.*

## **- DISTRIBUCIÓN Y COLOCACIÓN**

17. Colectivo de Potenciales Suscriptores a los que se dirige la Emisión: *Público en General.*

*Caja Duero ha calificado este producto como producto complejo y de riesgo moderado. La Emisión va dirigida a todo tipo de inversores que cumplan con los perfiles y requisitos exigidos por los mecanismos y procedimientos establecidos por la Entidad Emisora en virtud de las normativa MIFID para la adquisición de este tipo de producto y será colocada a través de la red de oficinas de la entidad Colocadora.*

18. Periodo de Solicitud de Suscripción: *Será el comprendido entre las 8:30 horas de día hábil siguiente a la inscripción de estas condiciones finales en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y las 14:00 horas del día 24 de septiembre de 2009.*

19. Tramitación de la Suscripción: *Directamente a través de las entidades colocadoras.*

20. Procedimiento de adjudicación y colocación de los valores:

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

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

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

*El Emisor ha clasificado las obligaciones subordinadas como producto complejo y de riesgo moderado. De acuerdo con dicha clasificación las oficinas con anterioridad a la contratación evaluarán si el producto ofrecido es adecuado para el peticionario según su conocimiento y experiencia, mediante la cumplimentación del test de conveniencia, asimismo y en el supuesto de que el cliente contrate obligaciones subordinadas como consecuencia del servicio de asesoramiento financiero, la oficina también realizará el test de idoneidad.*

*La oficina ante la que se formule la Orden de Suscripción podrá rechazar aquellas Órdenes que no estén debidamente cumplimentadas, así como aquellas peticiones que no cumplan cualesquiera de los requisitos exigidos en virtud de la normativa MIFID.*

*La oficina ante la que se formule la Orden de Suscripción deberá informar a los peticionarios, que de conformidad con la normativa vigente, están a su disposición tanto el Folleto Base de la Emisión de Valores de Renta Fija registrado en la CNMV con fecha 10 de julio de 2008, complementado por los Suplementos al Folleto Base registrados en la CNMV con fecha 16 de abril de 2009 y deben de leerse en conjunto dichos documentos con el Documento de Registro inscrito en los registros de la CNMV con fecha 29 de enero de 2009, y le entregarán un resumen explicativo de la Emisión, el cual, una vez analizado por el suscriptor, deberá ser visado y firmado por éste con anterioridad a la contratación de la emisión. La oficina ante la que se formule la orden también entregará copia de la Orden de Suscripción realizada. Se archivará en la Entidad Emisora copia de la orden de suscripción y del resumen explicativo firmados por el cliente.*

*Será necesario que el suscriptor abra una cuenta de valores y mantenga una cuenta de efectivo (cuenta corriente, de ahorro o a la vista) asociada a la cuenta de valores en la Entidad Emisora. Dicha cuenta servirá para el desembolso del efectivo por la*

*suscripción de los valores. La apertura y cancelación de estas cuentas será libre de gastos para el suscriptor si no dispusiese ya de las mismas.*

*Se cobrarán las comisiones correspondientes para cada tipo de cuenta de efectivo en concepto de mantenimiento. Actualmente dichas comisiones de mantenimiento están establecidas en 18 Euros semestrales para las libretas de ahorro y cuentas corrientes.*

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

*Las comisiones de mantenimiento se podrán consultar por cualquier inversor en las correspondientes tarifas máximas de gastos y comisiones repercutibles, que están obligadas a publicar las entidades sujetas a supervisión del Banco de España y la C.N.M.V. Copias de dichas tarifas se pueden consultar en los organismos supervisores mencionados y en la propia Entidad.*

21. *Fecha de Desembolso: Las fecha de desembolso será el 30 de junio para las obligaciones suscritas desde el día del inicio del periodo de suscripción hasta el 26 de junio de 2009, ambos inclusive; el día 30 de julio de 2009 para las obligaciones suscritas desde el día 29 de junio de 2009 hasta el 28 de julio de 2009, ambos inclusive; el 31 de agosto de 2009 para las obligaciones suscritas desde el 29 de julio de 2009 hasta el 27 de agosto de 2009, ambos inclusive; y el 28 de septiembre de 2009 para las obligaciones suscritas desde el 28 de agosto de 2009 hasta el 24 de septiembre de 2009, ambos inclusive.*

*Como en el momento de la suscripción se exige la constitución de un depósito, desde la fecha de la suscripción hasta la fecha de desembolso que le corresponda el emisor remunerará a los suscriptores de las obligaciones a un tipo de interés bruto anual nominal del 5,30 %, aplicado según los días transcurridos desde la fecha de suscripción hasta la fecha de desembolso correspondiente a esa suscripción. El importe de esta remuneración (M) se obtendrá mediante la aplicación de la siguiente fórmula:*

$$M = C \times 5,30 \times T / 36500$$

*Donde :*

*C = inversión nominal realizada*

*T = días transcurridos desde la fecha de desembolso hasta cada una de las fechas de desembolso que corresponda según el día de suscripción.*

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

*Sólo en el caso en el que durante el periodo de suscripción y siempre antes de la fecha de desembolso correspondiente a dicho periodo, se produjera un descenso en la calificación crediticia del Emisor o de emisiones de similares características del*

*emisor, se abrirá un Periodo de Revocación a favor de los suscriptores de 2 días hábiles a contar desde la publicación por el emisor de un suplemento a las presentes Condiciones Finales comunicando el descenso en el rating. En dicho Periodo de Revocación los inversores que así lo deseen, podrán revocar las solicitudes de suscripción presentadas en el periodo de suscripción en el que se comunicó la bajada del rating correspondiente. En el caso de que no haya dos días hábiles hasta la fecha de desembolso, se modificará ésta con el fin de que existan estos dos días hábiles hasta la revocación.*

*En el caso de que la provisión de fondos constituida en el momento de la suscripción tenga que ser devuelta, ésta se realizará libre de gastos, con fecha valor no más tarde del primer día hábil siguiente a cierre del periodo de revocación de ordenes, liquidándose la provisión al 5,30% nominal anual hasta la fecha de finalización del periodo de Revocación.*

22. Entidades Directoras: *N.A.*
23. Entidades Co-Directoras: *N.A.*
24. Entidades Aseguradoras: *N.A.*
25. Entidades Colocadoras: *Caja Duero*
26. Entidades Coordinadoras: *N.A.*
27. Entidades de Contrapartida y Obligaciones de Liquidez: *N.A.*
28. Restricciones de Venta o a la Libre circulación de los Valores: *No existen restricciones a la libre circulación de los valores*
29. Representación de los Inversores: *Ver apartado 3 de estas Condiciones Finales*
30. TAE, TIR para el Tomador de los Valores si no se ejerce la opción de amortización anticipada por el emisor: TIR: *5,6933%*  
(considerando el Euribor 3 meses del día 03/06/09 que es el 1,260%)
31. Interés efectivo previsto para el emisor si no se ejerce la opción de amortización anticipada por el emisor: TIR: *5,6947%*  
(considerando el Euribor 3 meses del día 03/06/09 que es el 1,260%)
  - Gastos CNMV, AIAF, IBERCLEAR, Otros
  - Total Gastos de la Emisión: *20.800 € (0,0104%)*

#### **- INFORMACION OPERATIVA DE LOS VALORES**

32. Agente de Pagos: *Caja Duero*

33. Calendario relevante para el pago de los flujos establecidos en la emisión: *Se entenderá por día inhábil el sábado, domingo y festivo en Madrid, e inhábil según el calendario TARGET2*

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

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

- *Acuerdo de la Asamblea General de Caja Duero de fecha 19 de diciembre de 2008*
- *Acuerdo del Consejo de Administración de Caja Duero de fecha 30 de abril de 2009*

*Se ha procedido a la constitución del Sindicato de Tenedores de Obligaciones Subordinadas para la presente Emisión de conformidad con lo establecido en la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, nombrándose Comisario del Sindicato a D. Agustín Gabriel García Redondo, el cual acepta el cargo y tendrá todas las facultades que le atribuyen los estatutos incluidos en el epígrafe 4.10 del Folleto Base al amparo del que se realiza la presente emisión, siendo el domicilio social del Sindicato a los efectos de esta emisión Plaza de los Bandos, 15-17 37002-Salamanca.*

### **4. ACONTECIMIENTOS RECIENTES DEL EMISOR**

Desde la fecha de inscripción del Documento de Registro hasta la fecha de inscripción de las presentes Condiciones Finales no se han producido hechos significativos en el Emisor salvo lo comunicado como Hechos Relevantes a la Comisión Nacional del Mercado de Valores entre los que destacan los siguientes:

HR comunicado el 12 de marzo de 2009:

- “El Consejo de Administración de la Caja de Ahorros de Salamanca y Soria “Caja Duero”, en sesión extraordinaria celebrada el día 10 de marzo de 2009, acordó por unanimidad autorizar al Presidente y al Director General a explorar con las Cajas de Ahorros de Castilla y León su disposición a participar en procesos de integración o consolidación tendentes al fortalecimiento de solvencia, eficiencia y competitividad de Caja Duero y del sistema financiero regional.”

HR comunicado el 29 de abril de 2009:

- “El Consejo de Administración de la Caja de Ahorros de Salamanca y Soria “Caja Duero”, en sesión extraordinaria celebrada el día 28 de abril de 2009, adoptó, por unanimidad y entre otros, los siguientes acuerdos:
  - Anunciar la disposición de Caja Duero a participar en los procesos de integración o consolidación que fortalezcan a la propia Caja y al sistema financiero regional.
  - Como primera medida Caja Duero invita a las Cajas que muestren interés en participar en el proceso de fortalecimiento del sistema financiero regional a suscribir un compromiso de confidencialidad, que permita el desarrollo posterior del proceso bajo criterios de rigor, profesionalidad y discreción, exigibles en todo proyecto empresarial.

- El proceso de negociación con las Cajas dispuestas a participar en el proceso de integración o consolidación deberá partir del análisis de las entidades participantes realizado por un auditor independiente que permita conocer, en bases homogéneas y comparables, la situación financiera de cada una de ellas.
- Es imprescindible contar con un plan de empresa que asegure la viabilidad del proceso de integración o consolidación, cuantificando las fortalezas y debilidades que aportan cada una de las Cajas, y que sirva de base para definir las necesidades financieras adecuadas para conseguir el buen fin del proceso. El plan de empresa o de viabilidad será encomendado a los mismos expertos independientes que realicen el análisis financiero de las Cajas.”

La empresa encargada de la realización de estos estudios ha sido la auditora KPMG.

## **5. ACUERDOS DE ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN**

Se solicita la admisión a negociación de los valores descritos en las presentes Condiciones Finales en AIAF Mercado de Renta Fija, y está prevista su cotización en un plazo inferior a 30 días desde la última fecha de desembolso de la emisión (28 de septiembre de 2009).

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

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

Estas Condiciones Finales están visadas en todas sus páginas y firmadas en Salamanca, a 9 de junio de 2009.

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

D. Antonio Antoniles García  
Director Tesorería y Mercado de Capitales

D. Agustín Gabriel García Redondo  
Comisario del Sindicato de Obligacionistas

**INFORME DE EMISIÓN Y VALORACIÓN DE  
EMISIÓN DE DEUDA SUBORDINADA  
CAJA DUERO**

**Valorador:** **Solventis**

**Fecha Informe:** **22 de Mayo de 2009**

<b>Índice</b>	<b>Pág.</b>
1.- Introducción .....	3
A. Objeto del Informe. ....	3
B. Capacidad e Independencia de Solventis.....	3
2.- Descripción de la Emisión de Deuda Subordinada .....	4
3.- Análisis del Mercado por Tipología de Emisión y Emisor.....	7
A. Tipos de Emisiones .....	7
B. Descripción del Emisor y de sus Emisiones de Renta Fija.....	9
C. Mercado Primario de Deuda Senior .....	11
D. Mercado Primario de Deuda Subordinada.....	13
E. Mercado Primario de Participaciones Preferentes.....	15
F. Mercado Secundario de Deuda Senior, Subordinada y Preferentes .....	17
4.- Análisis de las Condiciones de la Emisión de Deuda Subordinada .....	23
5.- Conclusiones .....	26
Anexo 1: Métodos de Valoración.....	27
- Modelo de Hull & White .....	28
- Proceso de Calibración del Modelo de Hull & White.....	29
Anexo 2: Datos de Mercado Utilizados .....	31



## **1.- Introducción**

El presente informe ha sido elaborado por Solventis, a petición de CAJA DUERO, a partir de la información suministrada por la propia entidad y de la información registrada en la CNMV. Los datos de mercado utilizados para este análisis han sido observados con fecha 20 de mayo de 2009.

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

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

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

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

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

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

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

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

## **2.- Descripción de la Emisión de Deuda Subordinada**

Las características de la posible emisión de Deuda Subordinada a analizar, son las siguientes:

- Emisor: Caja de Ahorros de Salamanca y Soria (CAJA DUERO)
- Rating Emisor: Corto plazo: Moody's P-1  
Largo plazo: Moody's A2
- Garante y naturaleza de la garantía: Por las características propias de las emisiones subordinadas, en cuanto al orden de prelación de créditos, esta emisión se sitúa después de todos los acreedores comunes de la Entidad, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 12.1 h) del Real Decreto 216/2008 de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras. No goza de preferencia en el seno de la Deuda Subordinada del Emisor, cualquiera que sea la instrumentación y fecha de la deuda.
- Naturaleza de los Valores: Deuda Subordinada
- Divisa de la Emisión: EUR
- Importe Nominal: Hasta 200.000.000,00 Euros
- Valor Nominal Unitario: 1.000,00 Euros
- Fecha Prevista de Emisión: A partir del mes de junio de 2009
- Período de Suscripción: El periodo de solicitud de Suscripciones estará comprendido entre las 8:30 horas del siguiente día hábil al registro de esta emisión en la CNMV y las 14:00 horas del día 24 de septiembre de 2009.  
Las órdenes de suscripción son irrevocables y en el momento de efectuar su orden de suscripción, los inversores deberán efectuar una provisión de fondos por el importe suscrito, que se materializará en un depósito.
- Desembolso: Las fechas de Desembolso serán las siguientes:
  - El 30/06/09 para las obligaciones suscritas entre la fecha prevista de emisión y el 26 de junio de 2009 (ambos inclusive).
  - El 30/07/09 para las obligaciones suscritas entre el día 29 junio de 2009

- y el 28 de julio de 2009 (ambos inclusive).
  - El 31/08/09 para las obligaciones suscritas entre el día 29 julio de 2009 y el 27 de agosto de 2009 (ambos inclusive).
  - El 28/09/09 para las obligaciones suscritas entre el día 29 agosto de 2009 y el 24 de septiembre de 2009 (ambos inclusive).
- Precio de Emisión: El precio de los valores será del 100%, sin prima de emisión. En cuanto al importe efectivo de cada uno de los valores, calculado en función de ese precio, será de 1.000,00 Euros.
- Tipo de Interés Nominal: Para el periodo comprendido entre la respectiva fecha de desembolso y el 28 de septiembre de 2009 el tipo de interés será el 5,30 % nominal anual.  
Desde el 28 de septiembre de 2009 hasta el 28 de septiembre de 2014, las obligaciones subordinadas devengarán un Tipo de Interés Nominal Anual, que variará trimestralmente y que será el resultante de aplicar un diferencial del 4,10% al Euribor a 3 meses.  
Desde el 28 de septiembre de 2014 hasta el vencimiento total de la emisión las obligaciones subordinadas devengarán un Tipo de Interés Nominal Anual, que variará trimestralmente y que será el resultante de aplicar un diferencial del 4,60% al Euribor a 3 meses.  
Se tomará como Euribor a 3 meses, el que figure en la pantalla REUTERS alrededor de las 11:00 horas, hora de Bruselas, correspondiente a la hoja EURIBOR01, el segundo día hábil anterior al del inicio del periodo de interés de que se trate, correspondiente al plazo de 3 meses.
- Base Cálculo Intereses: Act/365
- Fechas de pago de los cupones: El tipo de interés se hará efectivo por trimestres vencidos, los días 28 de marzo, 28 de junio, 28 de septiembre y 28 de diciembre de cada uno de los años de vida de la emisión.

- Fecha de Amortización: 28 de septiembre de 2019
- Sistema de Amortización: A la par al vencimiento o en la fecha de amortización anticipada correspondiente.
- Amortización anticipada: 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 28 de septiembre de 2014, en esa fecha o en cada una de las fechas de pago de intereses posteriores a dicha fecha.
- Cotización Oficial: El Emisor solicitará la admisión de las obligaciones a cotización oficial en AIAF Mercado de Renta Fija
- Colectivo a los que se dirige la emisión: La totalidad para público en general
- ISIN: -

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

Estos valores presentan la condición de financiación subordinada para los acreedores, entendiéndose por tal, aquella que a efectos de prelación de créditos se sitúa detrás de los siguientes acreedores:

- Depositantes.
- Titulares de derechos de crédito representados en virtud de obligaciones o, en general, cualesquiera derechos de crédito que gocen de garantía real.
- Titulares de obligaciones u otros derechos de crédito ordinarios.

Esta emisión se sitúa por delante, en su caso, de las acciones o cuotas participativas, participaciones preferentes y deudas subordinadas especiales emitidas o garantizadas por CAJA DUERO.

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

### A. Tipos de Emisiones:

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

Según el plazo de vencimiento y la tipología de emisión, suelen clasificarse en:

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

Otros valores de renta fija son:

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

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

- Deuda Subordinada Especial (Upper Tier II): la deuda subordinada especial presenta características diferentes de las anteriores. En primer lugar, pueden llegar a ser perpetuas (la entidad no está obligada a rembolsar nunca su principal). En segundo lugar, se prevé el diferimiento del pago de intereses en caso de pérdidas de la entidad. Por último, el

inversor podría llegar a perder hasta el 100% del importe invertido, así como los intereses devengados y no pagados, si la entidad necesitara absorber pérdidas, una vez agotadas las reservas y los recursos asimilables al capital (como por ejemplo las participaciones preferentes).

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

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

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

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

CAJA DUERO es una entidad financiera, con una calificación crediticia respaldada que le otorgan niveles de “rating” de A2 por Moody’s.

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

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

En las tablas siguientes, recogemos las principales referencias de renta fija emitidas por CAJA DUERO (se excluye del inventario las emisiones de pagarés y cédulas hipotecarias o territoriales):

– Bonos y Obligaciones Simples:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0314854037	17-Jun-08	30-Jun-10	Fijo	6.625	n.d.	220.000.000,00
						<b>220.000.000,00</b>

– Obligaciones Subordinadas (Lower Tier II)

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0214854012	30-Jun-05	30-Jun-15	Variable	1.938	n.d.	150.000.000,00
ES0214854020	19-Dic-08	19-Dic-18	Variable	5.614	n.d.	132.500.000,00
						<b>282.500.000,00</b>

– Participaciones Preferentes (Tier I)

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
XS0182864081	29-Dic-03	Perpetua	Variable	3.388	n.d.	100.000.000,00
ES0114854005	25-May-09	Perpetua	Variable	n.d.	n.d.	100.000.000,00
						<b>200.000.000,00</b>

Las emisiones de bonos simples, y obligaciones subordinadas de CAJA DUERO en circulación no representan una referencia lo suficientemente válida como para establecer, de una forma precisa, si las condiciones de una nueva emisión se ajustan a la situación actual de mercado. Los motivos que nos llevan a esta afirmación son fundamentalmente los siguientes:

1. No es posible observar en mercado niveles de cotización válidos para ninguna de las referencias de Deuda vivas.
2. Las emisiones de Obligaciones Subordinadas no tienen un mercado secundario activo que permitan establecer niveles de spreads implícitos para una nueva emisión.



## C. Mercado Primario de Deuda Senior:

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

Así, diferentes entidades nacionales se han acogido a lo dispuesto en la Orden Ministerial EFA/3364/2008 para la emisión de deuda senior con aval del Estado Español (AA+ por S&P / Aaa por Moody's / AAA por Fitch). Estas emisiones se han colocado en el mercado con un spread crediticio entorno a los 85 puntos básicos (ver Cuadro 1).

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

ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Fecha Emisión	Tipo Referencia	Nominal Emitido	Fecha Vto.	Spread Implícito
ES0314970098	La Caixa	AA-	05/02/2009	Tipo Fijo 3.375	2.000M	03/02/2012	80pb
ES0314950454	Caja Madrid	AA-	23/02/2009	Tipo Fijo 3.125	2.000M	20/02/2012	78pb
ES0313790000	Banco Popular	AA	24/02/2009	Tipo Fijo 3.000	1.500M	23/02/2012	77pb
ES0313679450	Bankinter	A+	26/02/2009	Tipo Fijo 3.000	1.500M	24/02/2012	77pb
ES0313770077	Banco Pastor	A	05/03/2009	Tipo Fijo 3.000	1.000M	02/03/2012	75pb
ES0314840168	Caixa Catalunya	A	11/03/2009	Tipo Fijo 3.000	1.500M	05/03/2012	75pb
ES0314977275	Bancaja	A-	16/03/2009	Tipo Fijo 3.000	1.500M	12/03/2012	80pb
ES0314958051	Caixanova	A-	01/04/2009	Tipo Fijo 3.125	1.000M	19/03/2012	85pb
ES0314400096	CAM	A-	01/04/2009	Tipo Fijo 3.125	1.500M	26/03/2012	90pb
ES0314601024	Cajamar	A	01/04/2009	Tipo Fijo 3.125	1.000M	30/03/2012	95pb
ES0313377014	Banco Cooperativo	A	07/04/2009	Tipo Fijo 3.125	1.400M	02/04/2012	95pb
ES0314950470	Caja Madrid	A+	17/04/2009	Tipo Fijo 2.875	2.500M	16/04/2012	90pb
ES0314843303	Caixa Galicia	A	21/04/2009	Tipo Fijo 3.25	1.250M	17/04/2012	95pb
ES0313790026	Banco Popular	AA	28/04/2009	Tipo Fijo 3.00	2.000M	24/04/2012	83pb
ES0358197012	Caja Sol	A-	14/05/2009	Tipo Fijo 3.125	1.000M	27/04/2012	93pb
ES0314977325	Bancaja	A-	19/05/2009	Tipo Fijo 3.000	1.500M	11/05/2012	88pb
ES0314840176	Caixa Catalunya	BBB+	19/05/2009	Tipo Fijo 3.000	1.250M	07/05/2012	90pb

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

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

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

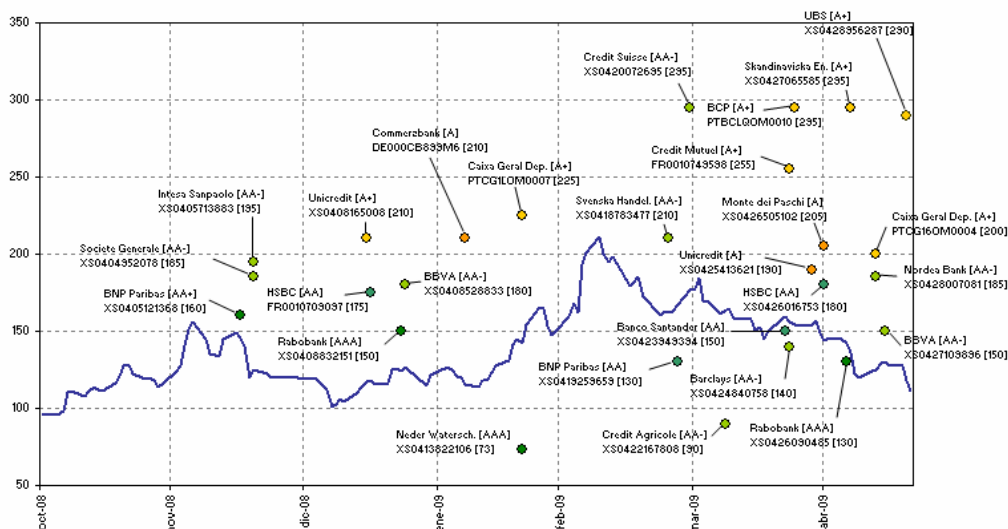
ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Fecha Emisión	Tipo Referencia	Nominal Emitido	Fecha Vto.	Spread Implícito
XS0405121368	BNP Paribas	AA+	16/12/2008	Tipo Fijo 5.000	1.500M	16/12/2013	160pb
XS0405713883	Intesa Sanpaolo	AA-	19/12/2008	Tipo Fijo 5.375	1.250M	19/12/2013	195pb
XS0404952078	Societe Generale	AA-	19/12/2008	Tipo Fijo 5.125	1.000M	19/12/2013	185pb
XS0408165008	Unicredit	A+	14/01/2009	Tipo Fijo 5.250	1.000M	14/01/2014	210pb
FR0010709097	HSBC	AA	15/01/2009	Tipo Fijo 4.875	1.500M	15/01/2014	175pb
XS0408832151	Rabobank	AAA	22/01/2009	Tipo Fijo 4.375	5.000M	22/01/2014	150pb
XS0408528833	BBVA	AA-	23/01/2009	Tipo Fijo 4.875	1.000M	23/01/2014	180pb
DE000CB899M6	Commerzbank	A	06/02/2009	Tipo Fijo 5.000	1.500M	06/02/2014	210pb
PTCG1LOM0007	Caixa Geral Dep.	A+	19/02/2009	Tipo Fijo 5.125	1.250M	19/02/2014	225pb
XS0413822106	Neder Watersch.	AAA	19/02/2009	Tipo Fijo 2.750	1.500M	21/02/2011	73pb
XS0418783477	Svenska Handel.	AA-	25/03/2009	Tipo Fijo 4.875	1.250M	25/03/2014	210pb
XS0419259659	BNP Paribas	AA	27/03/2009	Tipo Fijo 3.250	1.500M	27/03/2012	130pb
XS0420072695	Credit Suisse	AA-	30/03/2009	Tipo Fijo 5.125	2.000M	30/03/2012	295pb
XS0422167808	Credit Agricole	AA-	07/04/2009	EUR3M+90pb	1.500M	08/10/2010	90pb

XS0423949394	Banco Santander	AA	21/04/2009	Tipo Fijo 3.375	1.250M	21/04/2011	150pb
XS0424840758	Barclays	AA-	22/04/2009	EUR3M+140pb	1.500M	25/10/2010	140pb
FR0010749598	Credit Mutuel	A+	22/04/2009	Tipo Fijo 5.375	1.000M	22/04/2014	255pb
PTBCLQOM0010	BCP	A-	23/04/2009	Tipo Fijo 5.625	1.000M	23/04/2014	295pb
XS0425413621	Unicredit	A	27/04/2009	Tipo Fijo 4.125	1.000M	27/04/2012	190pb
XS0426016753	HSBC	AA	30/04/2009	Tipo Fijo 4.500	1.250M	30/04/2014	180pb
XS0426505102	Monte dei Paschi	A	30/04/2009	Tipo Fijo 4.750	1.000M	30/04/2014	205pb
XS0426090485	Rabobank	AAA	05/05/2009	Tipo Fijo 4.375	2.000M	05/05/2016	130pb
XS0427065585	Skandinaviska En.	A+	06/05/2009	Tipo Fijo 5.500	1.000M	06/05/2014	295pb
PTCG16OM0004	Caixa Geral Dep.	A-	12/05/2009	Tipo Fijo 4.375	1.000M	13/05/2013	200pb
XS0428007081	Nordea Bank	AA-	12/05/2009	Tipo Fijo 4.500	2.000M	12/05/2014	185pb
XS0427109896	BBVA	AA-	14/05/2009	Tipo Fijo 3.625	2.000M	14/05/2012	150pb
XS0428956287	UBS	A+	19/05/2009	Tipo Fijo 5.625	1.500M	19/05/2014	290pb
XS0430052869	Bank of Scotland	AA-	21/05/2009	Tipo Fijo 5.750	1.500M	21/05/2014	315pb

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

En el gráfico siguiente, se refleja el momento en el cuál se han efectuado las emisiones de estas emisiones de Deuda Senior utilizando como referencia el índice genérico de CDS a 10 años para emisiones de deuda senior emitida por Entidades Financieras en el ámbito de Europa.

**Gráfico 1: Evolución Spreads CDS a 10 años Genéricos para Emisiones Deuda Senior de Entidades Financieras Europeas**



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

## D. Mercado Primario de Deuda Subordinada Simple:

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

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

ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Fecha Emisión	Tipo Referencia	Nominal Emitido	Fecha Vto.	Spread Implícito
ES0214950182	Caja Madrid	AA-	28/02/2008	Tipo Fijo 5.755 hasta 2023, después Tipo Variable EUR3M+165	100M	26/02/2028	165pb
ES0213211115	BBVA	AA-	01/04/2008	Tipo Fijo 6,025 hasta 2028, después Tipo Variable EUR3M+178	125M	03/03/2033	178pb
ES0213211131	BBVA	AA-	15/07/2008	Tipo Fijo 6,20	100M	04/07/2023	165pb
ES0215474232	Caja España	A-	17/07/2008	Tipo Fijo 7,50	200M	28/08/2018	225pb
ES0214840342	Caixa Catalunya	A	23/10/2008	Tipo Fijo 7.00 hasta 2009, después Tipo Variable EUR3M+200 (step-up de 75pb a los 5 años)	500M	18/12/2018	200pb
ES0214910004	Caja Ávila	BBB+	13/11/2008	EUR12M+295 (step-up de 75pb a los 5 años)	30M	24/10/2018	295pb
ES0214910012	Caja Ávila	BBB+	20/11/2008	EUR12M+295 (step-up de 50pb a los 5 años)	15M	29/10/2018	295pb
ES0264730088	Caja Sur	BBB+	04/12/2008	EUR6M+450 (step-up de 75pb a los 5 años)	165M	28/11/2018	450pb
ES0214910020	Caja Ávila	BBB+	18/12/2008	EUR12M+295 (step-up de 75pb a los 5 años)	40M	26/11/2018	295pb
ES0214982136	Caja Granada	A-	23/12/2008	EUR3M+300 (step-up de 75pb a los 5 años)	120M	16/03/2019	300pb
ES0214854020	Caja Duero	A	03/01/2009	EUR3M+400 (step-up de 50pb a los 5 años)	132,50M	19/12/2018	420pb
ES0214600233	Caja Murcia	A+	15/01/2009	Tipo Fijo 5.952 el primer cupón, después Tipo Variable EUR6M+275 (step-up de 75pb a los 5 años)	50M	30/12/2018	275pb
ES0214970065	La Caixa	AA-	20/01/2009	Tipo Fijo 6.00 hasta 2010, después Tipo Variable EUR3M+200 (Cap 6% / Floor 4%)	2.500M	27/02/2019	200pb
ES0214977169	Bancaja	A-	02/04/2009	Tipo Fijo del 7.25% hasta 2011, después Tipo Variable EUR3M+390 (step-up de 75pb a los 5 años)	1.000 M	06/07/2019	445pb
ES0214973077	Caixa Sabadell	BBB+	07/05/2009	Tipo Fijo del 7.50% hasta 2011, después Tipo Variable EUR3M+525 (step-up de 75pb a los 10 años)	35 M	15/06/2024	550pb
ES0214966030	Caixa Penedès	A-	12/05/2009	Tipo Fijo del 6.50% hasta 2010, después Tipo Variable EUR3M+425 (step-up de 75pb a los 5 años y Floor 5,00%)	250 M	15/06/2019	463pb
ES0214965024	Caja Navarra	A	19/05/2009	Tipo Fijo del 6.25% hasta 2011, después Tipo Variable EUR3M+300 (step-up de 50pb a los 5 años y Floor 4,00%)	200 M	30/06/2019	355pb

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

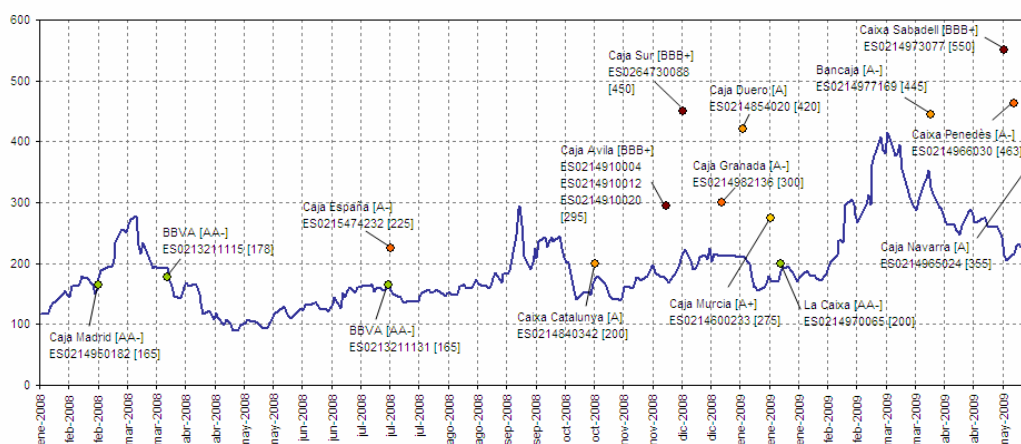
Como se puede observar, a principios de este año 2009, CAJA DUERO realizó una emisión de Deuda Subordinada dirigida al mercado mayorista por la que pagaba unos spreads implícitos de 420 puntos básicos.

Si bien es cierto que entre febrero y abril de este año 2009, el mercado experimentó unos incrementos notables de los spreads crediticios (ver Gráfico 2), actualmente el mercado está exigiendo niveles de spread similares a los niveles existentes en las fechas de colocación de la emisión de Deuda Subordinada de CAJA DUERO dirigida al mercado mayorista.

Por ello, en nuestra opinión, parecería razonable que las condiciones de emisión de Deuda Subordinada analizada en el presente informe, dirigidas ahora a un mercado minorista, se ajusten a los niveles de spreads implícitos de la anterior emisión, es decir con un nivel de spread superior a los 400 puntos básicos.

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

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



## E. Mercado Primario de Participaciones Preferentes:

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

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

ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Fecha Emisión	Tipo Referencia	Nominal Emitido	Fecha Vto.	Spread Implícito
ES0169075043	Caixanova	A	27/05/2008	Tipo Variable EUR12M+275 hasta 2018, después EUR12M+412.5	100M	Perpetua Callable 2018	275pb
ES0122707021	Caja Ávila	BBB+	29/07/2008	Tipo Variable EUR12M+400 hasta 2018, después EUR12M+500	35M	Perpetua Callable 2018	400pb
ES0114959028	Caja Segovia	BBB+	29/07/2008	Tipo Variable EUR12M+425 hasta 2018, después EUR12M+550	15M	Perpetua Callable 2018	425pb
ES0114224050	BBVA	AA-	10/12/2008	Tipo Fijo 6.50 hasta 2010, después Tipo Variable EUR3M (Floor 3.50%)	1.000M	Perpetua Callable 2013	75pb
ES0113860003	Banco Sabadell	A+	29/01/2009	Tipo Fijo 6.00 hasta 2011, después Tipo Variable EUR3M+250 (Floor 4.50%)	300- 500M	Perpetua Callable 2014	275pb
ES0170412003	Banco Popular	AA	03/02/2009	Tipo Fijo 6.75 hasta 2014, después Tipo Variable EUR3M+150 (Floor 4%)	300- 600M	Perpetua Callable 2014	225pb
ES0112805025	Caixa Galicia	A	05/03/2009	Tipo Fijo 7.50 hasta 2012, después Tipo Variable EUR3M+515 (Floor 6.15% a partir año 5)	150- 300M	Perpetua Callable 2014	525pb
ES0114854005	Caja Duero	A	18/03/2009	Tipo Variable EUR3M+775	100M	Perpetua Callable 2014	775pb
ES0114818059	Caja Murcia	A+	18/03/2009	Tipo Variable EUR3M+445 (Floor 5.50%)	100M	Perpetua Callable 2014	450pb
ES0168569004	Banco Pastor	A	24/03/2009	Tipo Fijo 7.25 hasta 2012, después Tipo Variable EUR3M+460 (Floor 6.80%)	100M	Perpetua Callable 2014	500pb
ES0115474001	Caja España	A-	03/04/2009	Tipo Fijo 8.25 hasta 2013, después Tipo Variable EUR3M+725 (Floor 6.80%)	100M- 200M	Perpetua Callable 2014	655pb
ES0182834046	Caja Cantabria	A-	16/04/2009	EUR3M + 675	63M	Perpetua Callable 2014	675pb
ES0115009005	Caja General de Canarias	A	12/05/2009	Tipo Fijo 7.00 hasta 2011, después Tipo Variable EUR3M+585 (Floor 6.00%)	50M	Perpetua Callable 2014	575pb
ES0169075050	Caixanova	A-	19/05/2009	EUR3M + 635 (Floor 7,40%)	130M	Perpetua Callable 2014	650pb
ES0114970009	La Caixa	AA-	21/05/2009	Tipo Fijo 5.87 hasta 2011, después Tipo Variable EUR3M+350	1.500M	Perpetua Callable 2014	362pb
ES0115373021	Caja Madrid	A+	21/05/2009	Tipo Fijo 7.00 hasta 2014, después Tipo Variable EUR3M+475	1.500M	Perpetua Callable 2014	463pb

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

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

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

Emisor	Caja Murcia	Banco Pastor	Caja España	Caja Cantabria	Caja G Canarias	Caixanova	La Caixa	Caja Madrid
Rating	A+	A	A-	A-	A	A-	AA-	A+
TIR 5 años	7,22%	7,80%	8,60%	9,07%	7,98%	8,76%	6,27%	6,75%
TIR 10 años	7,91%	8,32%	9,79%	9,91%	8,89%	9,56%	6,93%	7,72%
TIR Perpetua	8,18%	8,48%	10,32%	10,33%	9,34%	9,95%	7,16%	8,18%

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

Como se puede observar, a mediados del mes de marzo de este año 2009, CAJA DUERO realizó una emisión de Participaciones Preferentes dirigida al mercado mayorista por la que pagaba unos spreads implícitos de 775 puntos básicos.

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

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

A modo de ejemplo, en el Cuadro 6 siguiente se recogen los spreads implícitos de algunas referencias de deuda senior emitidas por entidades financieras españolas. Como se puede observar, los rangos de spreads implícitos para algunas emisiones son muy amplios (58 puntos básicos de promedio) y los spreads medios se sitúan en un nivel entorno a los 156.60 puntos básicos.

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

ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
XS0247647539	Banco Santander	AA	23/03/2011	30.2 - 69.8
ES0313540025	Banesto	AA	22/02/2010	47.5 - 89.4
XS0244150743	BBVA	AA-	24/02/2011	97.6 - 111.8
ES0314950348	Caja Madrid	A+	14/11/2011	164.7 - 206.8
ES0313679427	Bankinter	A+	18/11/2010	171.3 - 212.5
ES0313860134	Banco Sabadell	A+	26/10/2011	303.4 - 429.5
ES0314600083	Caja de Murcia	A+	06/04/2010	110.0 - 160.0
ES0314965007	Caja Navarra	A	27/05/2010	123.5 - 200.5
ES0315306003	Caja Rural Navarra	A-	24/11/2011	100.0 - 190.0
ES0358197004	Caja Sol	A-	14/07/2010	172.0 - 211.0

Fuente: Tradeweb

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

El mercado cotiza, para estas referencias de deuda observadas, con unos diferenciales muy parecidos (35 puntos básicos de promedio), y los spreads medios se sitúan con un nivel entorno a los 181,6 puntos básicos.

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

ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
XS0304159576	Rabobank	AA+	06/06/2022	113.9 - 129.1
XS0405121368	BNP Paribas	AA	16/12/2013	92.3 - 102.0
XS0356838523	Credit Agricole	AA-	08/04/2011	86.3 - 98.7
XS0304508921	Intesa Sanpaolo	AA-	15/06/2017	123.1 - 144.5
DE000DB5S5U8	Deutsche Bank	AA-	31/08/2017	157.3 - 165.5
XS0297541285	Credit Mutuel	AA-	27/04/2017	176.2 - 212.8
XS0404952078	Societe Generale	AA-	19/12/2013	124.2 - 141.3
XS0254035768	Abn Amro Bank	AA-	11/05/2016	171.9 - 256.7
XS0215743252	Sanpaolo	AA-	01/04/2015	169.0 - 187.5
XS0321334442	Credit Suisse	AA-	18/09/2017	160.7 - 189.5
XS0365381473	Bank of Scotland	AA-	23/05/2013	306.6 - 332.5
XS0354788258	DNB Nor Bank	A+	28/03/2011	130.6 - 151.9
BE0932900518	Fortis Bank	A+	30/05/2014	162.5 - 272.9
XS0408165008	Unicredit	A+	14/01/2014	150.3 - 172.7
XS0303396062	ING	A+	31/05/2017	192.0 - 215.8
XS0359388690	UBS	A+	18/04/2018	227.5 - 258.7
XS0210918123	Monte dei Paschi	A	02/02/2015	124.1 - 169.3
DE000DR0RR60	Dresdner Bank	A	27/02/2012	166.1 - 175.8
DE000CB899M6	Commerzbank	A	06/02/2014	155.8 - 169.2
DE0008016502	Deutsche Post	A-	30/01/2014	174.8 - 191.0
XS0142222198	Fortis Finance	BBB	25/01/2012	285.7 - 450.5

Fuente: Tradeweb

En cuanto al mercado secundario de Deuda Subordinada Simple (Cuadro 8), se recogen los spreads implícitos de algunas referencias emitidas por entidades financieras españolas. La realidad es que no son excesivamente líquidas, y no es posible encontrar niveles de referencia para todas las emisiones de Deuda Subordinada emitidas por las diferentes entidades españolas. Los spreads medios para el rango de emisiones analizadas se sitúan en 393,3 puntos básicos.

**Cuadro 8: Emisiones de Deuda Subordinada Simple (Lower Tier II) en Mercado Secundario Español**

ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
XS0108576785	Santander	AA	05/07/2010	164.0 - 269.2
ES0213540018	Banesto	AA	23/03/2016	233.0 - 256.8
XS0108324202	BBVA	AA-	25/02/2010	131.7 - 244.2
ES0214954150	Ibercaja	A+	25/04/2019	589.8 - 672.0
ES0214950141	Caja Madrid	A	01/03/2018	545.3 - 757.9
ES0214100002	Bilbao Vizcaya Kutxa	A	28/09/2015	408.4 - 447.4

Fuente: Tradeweb

Si observamos los spreads implícitos de algunas de las cotizaciones de las emisiones de bonos y obligaciones subordinadas simples (Lower Tier II) emitidas por entidades europeas (ver cuadro 9). Los spreads medios se sitúan en niveles cercanos a los 339.40 puntos básicos de promedio.



**Cuadro 9: Emisiones de Deuda Subordinada Simple (Lower Tier II) del Mercado Secundario Europeo**

ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
XS0283256062	BNP Paribas	AA-	22/01/2014	256.1 - 296.9
XS0118485670	Credit Suisse	AA-	05/10/2010	203.9 - 424.2
XS0158876564	Sanpaolo	A+	13/12/2012	202.0 - 287.0
XS0094515953	Abbey National	A+	11/02/2011	231.4 - 397.3
DE0003933263	Deutsche Bank	A+	31/01/2013	155.2 - 198.3
NL0000113140	ING	A+	04/01/2013	281.6 - 371.1
XS0167127447	Royal Bank of Scotland	A+	22/04/2015	493.6 - 545.4
XS0124750471	Bank Austria	A+	22/02/2013	178.8 - 262.0
XS0365303675	Intesa Sanpaolo	A+	28/05/2013	365.6 - 426.7
XS0129239454	Banco Espírito Santo	A+	17/05/2011	308.7 - 375.3
XS0127011798	BCP	A+	29/03/2011	321.4 - 391.0
DE0006288921	Commerzbank	A+	02/05/2011	301.6 - 386.4
XS0353643744	HSBC	A+	19/03/2018	207.1 - 228.4
XS0142908770	Societe Generale	A+	13/02/2012	163.1 - 224.9
NL0000118024	ABN Amro	A	28/06/2010	153.1 - 305.3
FR0000486730	Credit Mutuel	A	19/07/2013	217.1 - 348.0
XS0165867226	Barclays Bank	A	31/03/2013	294.6 - 344.8
BE0933514839	Fortis Bank	A	04/10/2017	267.5 - 311.3
XS0143731445	Unicredit	A	28/02/2012	231.9 - 284.4
XS0326869665	Bayerische Landesbank	A	23/10/2017	443.8 - 481.4
XS0200985207	UBS	A	16/09/2014	604.6 - 638.5
XS0336634711	Danske Bank	A-	20/03/2013	866.5 - 947.4
XS0255820804	Monte dei Paschi	A-	31/05/2016	170.2 - 255.2
DE0005934426	Bayerische Hypo	A-	05/02/2014	298.0 - 344.5

Fuente: Tradeweb

Por otro lado, hemos considerado oportuno analizar también los índices europeos más representativos de emisiones de Deuda Subordinada Simple (ver Cuadro 10).

En ellos observamos que el nivel promedio de los spreads implícitos de las emisiones de Deuda Subordinada a lo largo del 2009 se ha situado en los 499,44 puntos básicos. Oscilando desde unos niveles mínimos cercanos a los 361 puntos básicos hasta unos máximos cercanos a los 663 puntos básicos.

**Cuadro 10: Índices de Deuda Subordinada (Lower Tier II) Europeos**

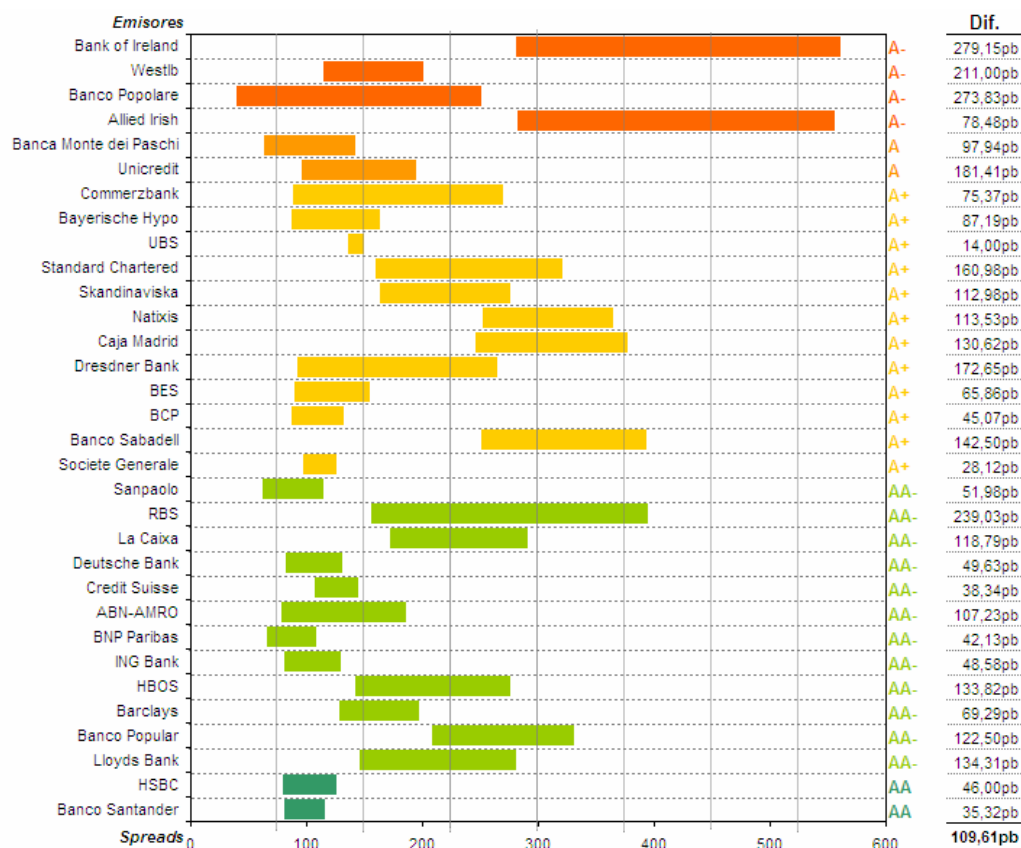
Indices Europeos Niveles Asset Swap Deuda Subordinada (Lower Tier II)	Último Precio	Promedio 2009	Nivel Mínimo 2009	Nivel Máximo 2009
CS Bank Capital Euro Lower Tier II	494.50	574.16	417.30	777.80
Merril Lynch Euro Sub-Debt Lower Tier 2	520.00	537.58	399.00	681.00
JPMorgan Euro SUSI Index AA Banks Lower Tier II	314.61	393.68	277.47	533.09
JPMorgan Euro SUSI Index A Banks Lower Tier II	424.03	492.36	352.27	660.75
<b>Niveles Promedio</b>	<b>438,28</b>	<b>499,44</b>	<b>361,51</b>	<b>663,16</b>

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

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

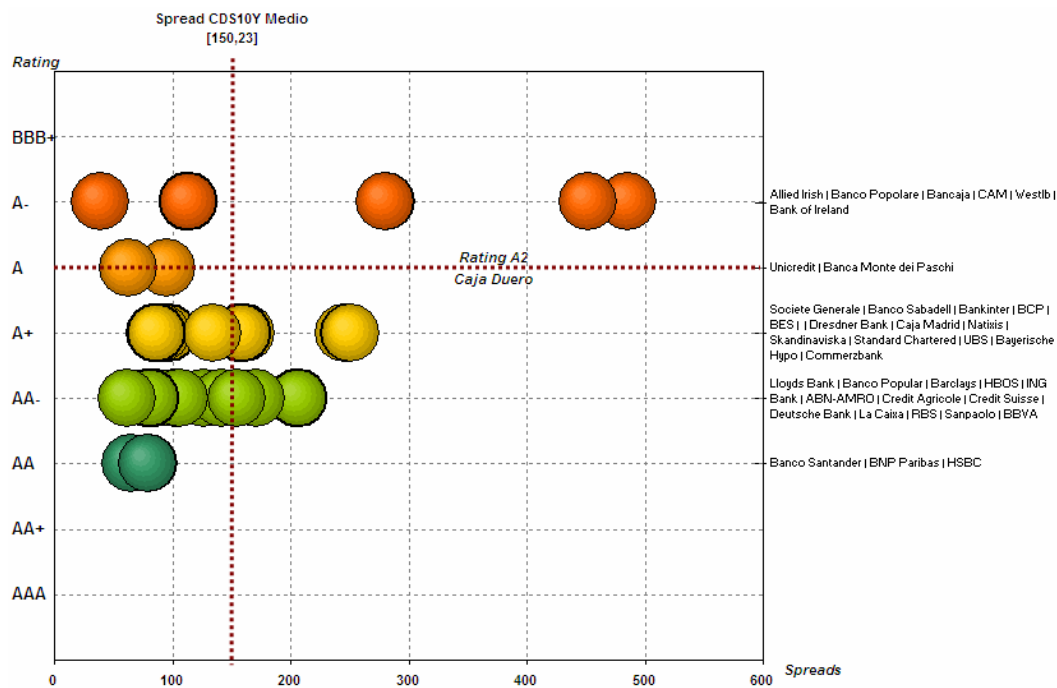
- El spread crediticio medio de los CDS a 10 años para las emisiones de Deuda Senior se encuentra alrededor de los 150,23 pb.
- El spread crediticio medio de los CDS a 10 años para las emisiones de Deuda Subordinada se encuentra alrededor de los 233,84 pb.
- Los diferenciales promedio entre los spreads crediticios de la Deuda Senior y la Deuda Subordinada para aquellos emisores con niveles cotización en ambos tipos de emisiones son de 109,61 pb (1.83 veces).

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



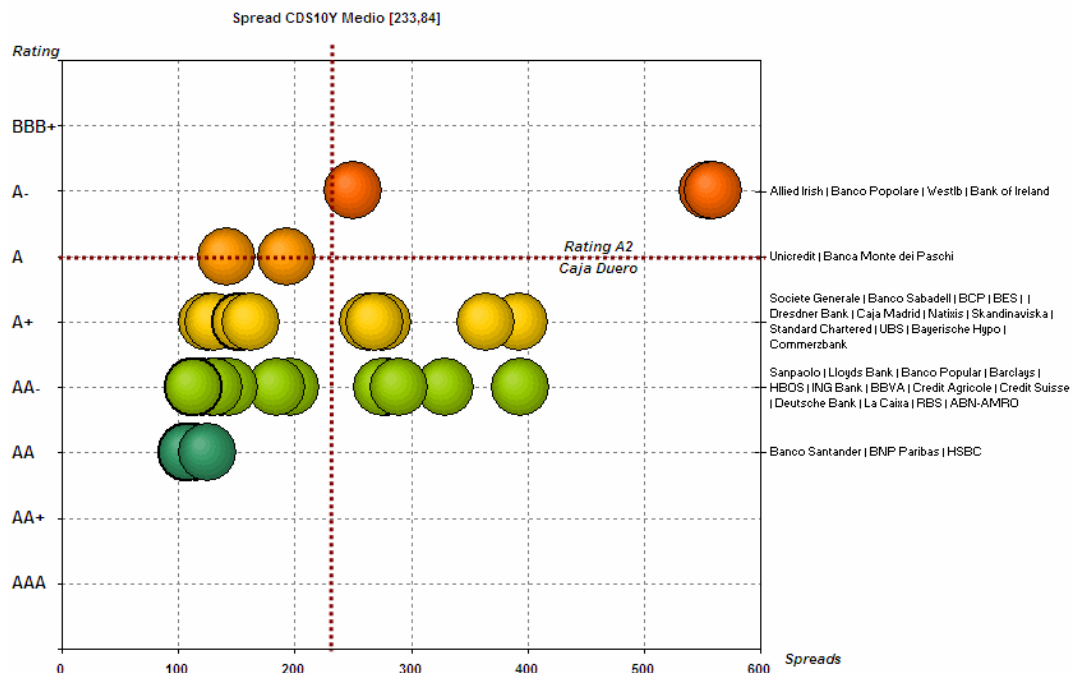
Fuente: Elaboración Propia y CMA

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



Fuente: Elaboración Propia y CMA

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



Fuente: Elaboración Propia y CMA

En este mercado no es posible observar referencias directas de CDS (Credit Default Swap) sobre CAJA DUERO, pero sí que disponemos de referencias de emisores con otros niveles de rating que nos podrían aproximar un rango equivalente de 250 a 450 puntos básicos. Estos niveles, aunque con un diferencial muy amplio, pueden servir de base para el análisis de la emisión objeto del presente informe.

Teniendo en cuenta las cotizaciones observadas en mercado primario y secundario para diferentes emisiones de deuda senior, subordinada y participaciones preferentes y los niveles de cotización de los CDS, podríamos concluir que una posible emisión de Deuda Subordinada a emitir por CAJA DUERO debería cotizar con un spread implícito por encima de los 400 puntos básicos.

En la siguiente tabla, se recoge a modo de resumen las referencias observadas en los apartados anteriores para los diferentes mercados para un emisor como CAJA DUERO (Moody's A2):

	<b>Mercado Primario</b>	<b>Mercado Secundario</b>	<b>CDS</b>
<b>Deuda Aval Estado</b>	± 85 pb	-	-
<b>Deuda Senior</b>	> 225 pb	200 - 325	150 - 300
<b>Deuda Subordinada</b>	> 400 pb	300 - 480	250 - 450
<b>Participaciones Preferentes</b>	-	-	-

## 4.- Análisis de las Condiciones de la Emisión de Deuda Subordinada

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

Fecha Inicio	Fecha Final	Periodicidad Pagos	Base	Fijación Tipo Referencia	Opción de Cancelación	Cupón
28/09/2009	28/09/2014	Trimestral	Act/360	2 días hábiles anteriores a la fecha de inicio de cada período trimestral.	No	EUR3M+410pb
28/09/2014	28/09/2019	Trimestral	Act/360	2 días hábiles anteriores a la fecha de inicio de cada período trimestral.	Si (en cada período trimestral)	EUR3M+460pb

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

- a. Spread Implícito si la emisión fuera amortizada el 5º año (28/09/2014): en este caso el spread implícito de la emisión estaría entorno a los 410 puntos básicos (ver Cuadro 11).

**Cuadro 11: Precio Teórico Emisión en función Spread Emisión vs. Spread Implícito si la emisión únicamente tuviera una duración de 5 años**

20/05/2009		Spread Emisión (sobre EUR3M)								
		210 pb	260 pb	310 pb	360 pb	410 pb	460 pb	510 pb	560 pb	610 pb
Spread Crediticio Emisor	225 pb	99,44	101,71	103,98	106,25	108,52	110,79	113,06	115,33	117,60
	275 pb	97,22	99,46	101,70	103,94	106,18	108,42	110,66	112,90	115,14
	325 pb	95,04	97,25	99,47	101,68	103,89	106,11	108,32	110,53	112,75
	375 pb	92,92	95,10	97,29	99,48	101,66	103,85	106,03	108,22	110,40
	400 pb	91,88	94,05	96,22	98,39	100,56	102,74	104,91	107,08	109,25
	425 pb	90,85	93,00	95,16	97,32	99,48	101,64	103,80	105,96	108,12
	450 pb	89,83	91,97	94,12	96,26	98,41	100,55	102,70	104,85	106,99
	475 pb	88,82	90,95	93,09	95,22	97,35	99,48	101,62	103,75	105,88
	525 pb	86,85	88,95	91,06	93,16	95,27	97,38	99,48	101,59	103,70
	575 pb	84,92	87,00	89,08	91,16	93,24	95,32	97,40	99,48	101,56
625 pb	83,03	85,09	87,14	89,20	91,26	93,31	95,37	97,42	99,48	

- b. Spread Implícito analizando la emisión a vencimiento e introduciendo en el análisis el valor de la opción de cancelación del emisor a partir del 5º año: en este caso el spread implícito de la emisión estaría también entorno a los 410 puntos básicos (ver Cuadro 12).

**Cuadro 12: Precio Teórico Emisión en función Spread Emisión vs. Spread Implícito (Incorpora la Opción de Cancelación)**

20/05/2009		Spread Emisión (sobre EUR3M   Step-Up año 5 +50pb)								
		210 pb	260 pb	310 pb	360 pb	410 pb	460 pb	510 pb	560 pb	610 pb
Spread Crediticio Emisor	225 pb	99,44	101,71	103,98	106,25	108,52	110,79	113,06	115,33	117,60
	275 pb	96,72	99,46	101,70	103,94	106,18	108,42	110,66	112,90	115,14
	325 pb	93,00	96,77	99,47	101,68	103,89	106,11	108,32	110,53	112,75
	375 pb	89,45	93,13	96,81	99,48	101,66	103,85	106,03	108,22	110,40
	400 pb	87,73	91,37	95,01	98,39	100,56	102,74	104,91	107,08	109,25
	425 pb	86,05	89,65	93,25	96,85	99,48	101,64	103,80	105,96	108,12
	450 pb	84,41	87,97	91,53	95,09	98,41	100,55	102,70	104,85	106,99
	475 pb	82,80	86,32	89,84	93,36	96,89	99,48	101,62	103,75	105,88
	525 pb	79,69	83,14	86,58	90,03	93,47	96,92	99,48	101,59	103,70
	575 pb	76,72	80,09	83,46	86,83	90,20	93,57	96,94	99,48	101,56
	625 pb	73,88	77,18	80,47	83,77	87,07	90,37	93,66	96,96	99,48

- c. Spread Implícito analizando la emisión a vencimiento pero sin introducir en el análisis el valor de la opción de cancelación del emisor a partir del 5º año: en este caso el spread implícito de la emisión estaría alrededor de los 435 puntos básicos (ver Cuadro 13).

**Cuadro 13: Precio Teórico Emisión en función Spread Emisión vs. Spread Implícito (Excluyendo la Opción de Cancelación)**

20/05/2009		Spread Emisión (sobre EUR3M   Step-Up año 5 +50pb)								
		210 pb	260 pb	310 pb	360 pb	410 pb	460 pb	510 pb	560 pb	610 pb
Spread Crediticio Emisor	225 pb	100,61	104,55	108,49	112,44	116,38	120,32	124,26	128,21	132,15
	275 pb	96,72	100,57	104,43	108,28	112,13	115,98	119,84	123,69	127,54
	325 pb	93,00	96,77	100,53	104,30	108,07	111,83	115,60	119,36	123,13
	375 pb	89,45	93,13	96,81	100,49	104,18	107,86	111,54	115,22	118,90
	400 pb	87,73	91,37	95,01	98,65	102,29	105,93	109,57	113,21	116,86
	425 pb	86,05	89,65	93,25	96,85	100,45	104,05	107,65	111,25	114,85
	450 pb	84,41	87,97	91,53	95,09	98,65	102,21	105,77	109,33	112,89
	475 pb	82,80	86,32	89,84	93,36	96,89	100,41	103,93	107,45	110,97
	525 pb	79,69	83,14	86,58	90,03	93,47	96,92	100,36	103,80	107,25
	575 pb	76,72	80,09	83,46	86,83	90,20	93,57	96,94	100,31	103,68
	625 pb	73,88	77,18	80,47	83,77	87,07	90,37	93,66	96,96	100,26

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

- Cupones EUR3M+410pb hasta el quinto año = 2,25%
- Cupones EUR3M+460pb desde el sexto año = 2,10%

-----  
**TOTAL** **4,35%**

Para obtener estos resultados de valoración de estos instrumentos financieros se han utilizado métodos de simulación de curvas de tipos de interés basados en los modelos de Hull & White (ver Anexo 1) en base a los datos de mercado observados en la fecha de valoración del 20 de mayo de 2009 (ver Anexo 2).

En nuestra opinión, los diferenciales obtenidos bajo este análisis pueden justificar la idoneidad de las condiciones de emisión de una posible emisión de Deuda Subordinada a emitir por parte de CAJA DUERO.

## **5.- Conclusiones**

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

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

La validez de este análisis y sus conclusiones se encuentran supeditadas a las circunstancias de mercado descritas y a la información de mercado existente a la fecha de elaboración del presente informe (20 de mayo de 2009). Si las circunstancias de mercado cambiaran sustancialmente con respecto a lo aquí recogido, las conclusiones de este informe podrían en consecuencia variar.

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

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

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



## Anexo 1: Métodos de Valoración

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

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

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

donde,

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

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

$n$  es el número total de flujos.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### – **Modelo de Hull & White:**

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

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

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

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

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

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

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

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

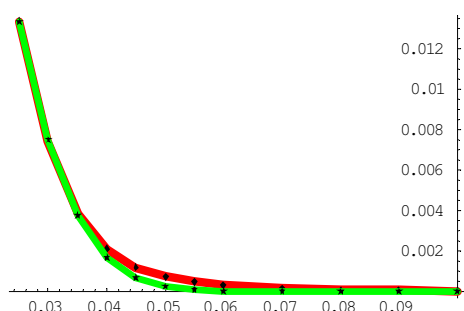
Estos datos permiten valorar, utilizando modelos analíticos (Black 76), las opciones sobre Swaps, Caps y Floors. De esta forma se obtienen unos precios de referencia para estas estructuras.

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

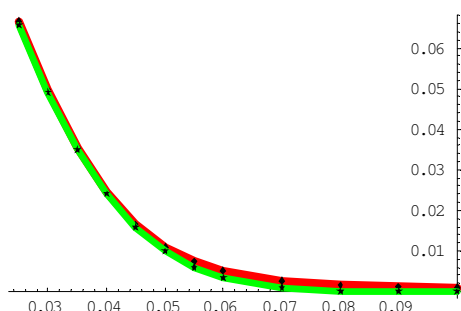
Las incógnitas del problema son variables temporales, es decir funciones que dependen del tiempo, que condicionan el árbol trinomial. Estas incógnitas son la parte determinista de la evolución de los tipos (drifts), la velocidad de reversión a la media y la volatilidad.

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

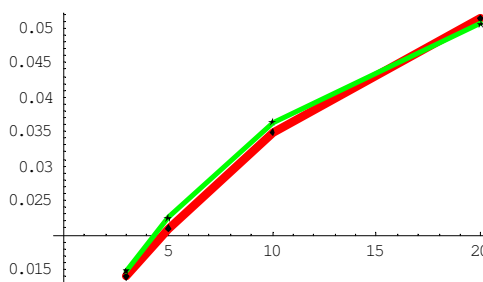
Opciones sobre Caps a 2 años



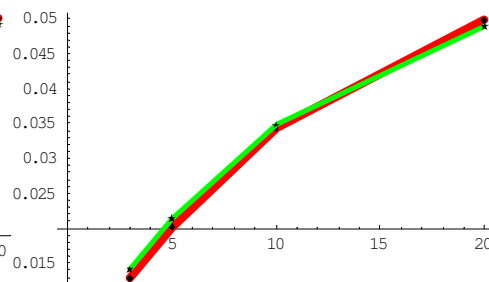
Opciones sobre Caps a 5 años



Opciones sobre Swaps a 5 años



Opciones sobre Swaps a 10 años



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

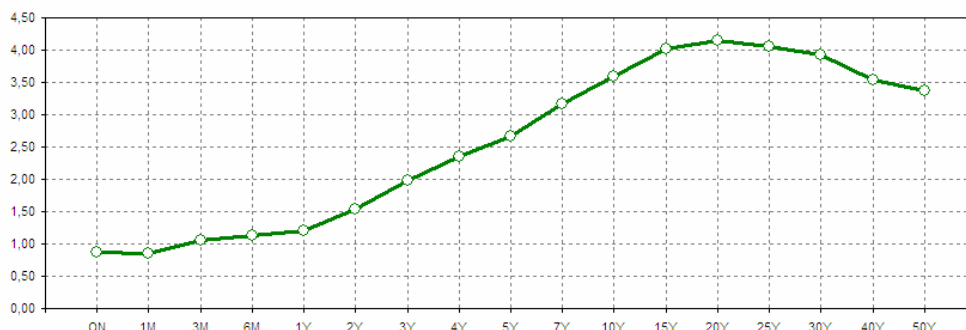
Una vez calibrado el modelo a una fecha de valoración concreta, se dispone de un árbol trinomial sobre el cuál poder construir y simular una estructura concreta de comportamiento de los tipos de interés, de forma que es posible introducir condicionales de pago complejos dentro de los flujos de pago de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

## Anexo 2: Datos de Mercado Utilizados

Los parámetros de mercado utilizados para calibrar el modelo de Hull & White y para valorar los instrumentos financieros objeto del presente informe a la fecha señalada (20 de mayo de 2009), han sido los siguientes:

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

ON	1M	3M	6M	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	25Y	30Y	40Y	50Y
0,8618	0,8605	1,0576	1,1359	1,2067	1,5419	1,9773	2,3496	2,6645	3,1752	3,5917	4,0234	4,1505	4,0640	3,9249	3,5402	3,3712



- Volatilidades Caps/Floors EUR:

Plazo \ Strike	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%	6,00%	7,00%	8,00%	9,00%
1Y	45,65	43,38	51,38	57,15	61,40	64,70	67,35	69,55	71,41
2Y	52,43	42,45	43,34	45,92	48,45	50,63	52,48	54,05	55,42
3Y	50,45	37,79	33,40	30,62	31,23	32,51	33,84	35,07	36,18
4Y	48,39	35,46	28,85	26,25	26,40	27,42	28,59	29,70	30,71
5Y	46,59	33,89	26,91	23,67	23,21	23,92	24,91	25,90	26,82
6Y	44,89	32,59	25,52	21,81	20,80	21,21	22,06	22,98	23,86
7Y	43,49	31,57	24,54	20,63	19,31	19,57	20,37	21,26	22,13
8Y	42,44	30,82	23,86	19,84	18,32	18,46	19,22	20,10	20,96
9Y	41,66	30,27	23,40	19,32	17,66	17,70	18,43	19,30	20,16
10Y	41,09	29,87	23,07	18,96	17,19	17,15	17,83	18,69	19,54
12Y	40,18	29,25	22,57	18,42	16,43	16,19	16,80	17,62	18,46
15Y	39,24	28,59	22,07	17,89	15,72	15,30	15,81	16,60	17,41
20Y	38,07	27,80	21,54	17,49	15,36	14,91	15,37	16,11	16,88

- Volatilidades de EUR Swaptions:

Opción \ Swap	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y	15Y	20Y
1M	44.94	44.43	37.62	35.22	33.73	31.95	30.92	30.19	29.79	29.85	27.92	27.78
3M	52.93	43.96	36.88	34.32	32.55	31.19	30.55	30.23	29.94	29.75	27.88	27.75
6M	50.14	41.50	34.69	32.37	30.67	29.66	29.21	28.88	28.68	28.58	27.02	26.88
1Y	42.64	34.35	30.88	28.69	27.46	26.81	26.47	26.25	26.22	26.25	24.89	24.71
2Y	27.99	25.32	23.88	22.77	22.11	22.12	22.20	22.24	22.30	22.38	21.51	21.65
3Y	22.82	21.13	20.32	19.96	19.69	19.77	19.92	19.93	20.02	20.11	19.60	19.99
4Y	19.62	18.58	18.30	18.19	18.12	18.20	18.30	18.32	18.41	18.46	18.24	18.81
5Y	17.27	16.96	17.04	17.08	17.14	17.18	17.19	17.14	17.15	17.15	17.31	18.01
7Y	15.56	15.46	15.60	15.64	15.67	15.64	15.63	15.67	15.67	15.73	16.18	16.94
10Y	14.59	14.43	14.43	14.45	14.58	14.60	14.66	14.77	14.90	15.06	15.97	16.79
15Y	14.28	14.40	14.68	14.98	15.43	15.66	15.94	16.24	16.55	16.86	17.83	18.93
20Y	17.06	17.47	17.99	18.44	18.82	18.91	19.00	19.06	19.15	19.29	20.61	21.91
25Y	19.17	19.15	19.28	19.48	19.75	19.94	20.21	20.47	20.77	21.07	22.59	22.84
30Y	21.08	21.66	22.28	22.89	23.49	23.90	24.28	24.54	24.74	24.82	24.36	23.54

# **Caja de Ahorros de Salamanca y Soria**

Informe de emisión  
de deuda subordinada de  
Caja de Ahorros de Salamanca y Soria

KPMG Asesores, S.L.

Mayo de 2009

*Este informe contiene 23 páginas*

Ref.:2009y21caj1



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

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

Caja de Ahorros de Salamanca y Soria  
Plaza de los Bandos, 15-17  
37002 Salamanca

A la atención de  
D. Antonio Antoniles García

Nuestra ref 2009y21caj1

Contacto 91 456 82 42

20 de mayo de 2009

### **Emisión de deuda subordinada de Caja de Ahorros de Salamanca y Soria**

Muy Señores Nuestros:

Atendiendo a su solicitud, a continuación les presentamos nuestro análisis sobre la razonabilidad del spread pagadero en una posible emisión de deuda subordinada por parte de Caja de Ahorros de Salamanca y Soria (en adelante, Caja Duero), con posibilidad de amortización anticipada a partir del quinto año.

#### *Objetivo, alcance y otras consideraciones relevantes*

El objetivo final de nuestra colaboración ha sido el análisis de la razonabilidad del spread de la emisión de deuda subordinada dirigida al mercado minorista. Para ello, y sin ánimo de exhaustividad, hemos realizado fundamentalmente los siguientes procedimientos:

- 1.- Cálculo del rendimiento de un Floating Rate Note de 10 años de vida, medido como spread sobre el Euribor, equivalente a la estructura de la transacción.
  - Calcular el spread equivalente para un Floating Rate Note de 10 años de vida, del valor sobre Euribor de los pagos fijos a pagar sobre el Euribor trimestralmente desde el año 1 hasta el año 5.
  - Calcular el spread equivalente para un Floating Rate Note de 10 años de vida, del valor sobre Euribor de los pagos fijos a pagar sobre el Euribor trimestralmente desde el año 6 hasta el vencimiento.
  - En relación al cálculo del spread equivalente para un Floating Rate Note de 10 años de vida, del valor de las opciones de cancelación trimestrales de toda la estructura, la existencia de determinados elementos difícilmente valorables como son las condiciones del mercado de crédito a la fecha de la opción de amortización anticipada, la demanda específica para este tipo de productos, las necesidades de capital del emisor así como las exigencias regulatorias por parte del Banco de España, han motivado que la opción de cancelación no haya sido valorada.



- Con todos los cálculos realizados en los pasos anteriores, calcular el spread que haría equivalente la estructura propuesta con la que resultaría de un Floating Rate Note de 10 años de vida con rendimiento del Euribor más dicho spread (sin considerar la opción de cancelación).
- 2.- Razonabilidad del spread medido en puntos básicos sobre Euribor calculado en el punto anterior respecto a una deuda subordinada emitida por Caja Duero.
- Calidad crediticia de Caja Duero según las agencias de rating.
  - Análisis de la información disponible relativa al spread del CDS sobre Caja Duero correspondiente a los meses anteriores (si aplica).
  - Comparación de los ratings y CDS de Caja Duero con entidades similares españolas y europeas (si aplica).
  - Evolución de los CDS de Caja Duero y de entidades similares españolas y europeas (si aplica)
  - Contraste del rendimiento planteado con emisiones recientes realizadas por otras entidades en el mercado minorista.
  - Contraste del rendimiento planteado con emisiones recientes realizadas por otras entidades en el mercado mayorista.
  - Contraste del rendimiento planteado con emisiones recientes realizadas por la propia Entidad (si aplica).
  - Contraste del rendimiento planteado con la cotización del CDS (si aplica).

Salvo mención expresa en contrario, la información de mercado para realizar nuestros análisis se ha obtenido de Bloomberg.

Queremos remarcar que toda valoración lleva implícitos, además de factores objetivos, otros factores subjetivos que implican juicio y que, por lo tanto, los resultados obtenidos constituyen únicamente una referencia, por lo que no es posible asegurar que terceras partes estén necesariamente de acuerdo con las conclusiones del mismo.

Hemos identificado en este documento las fuentes de información utilizadas. Ni KPMG Asesores, S.L. (en adelante KPMG), ni sus sociedades matriz, filiales, asociadas, o sociedades controladas o sociedades de su red, ni sus socios y empleados, asumen responsabilidad alguna en relación con la información proporcionada por dichas fuentes.

Los resultados y datos observados del pasado no garantizan el futuro rendimiento y condiciones de mercado, ni son necesariamente indicativos del mismo. La información contenida en el informe podría incluir resultados de análisis cuantitativos que representen potenciales sucesos futuros que podrían o no acontecer y no constituirá un análisis completo de los hechos sustanciales de cada producto.

Por otra parte, debe tenerse en consideración que en el contexto de un mercado abierto, pueden existir spreads y precios diferentes para determinados instrumentos financieros, debido a factores subjetivos como el poder de negociación entre las partes o a distintas percepciones de las perspectivas futuras.

Además debe considerarse que dada la actual situación de los mercados y su complejidad, el análisis sobre la razonabilidad del spread de este instrumento financiero y su valoración, se ha basado en ciertas hipótesis y asunciones, y en la utilización de determinados modelos. La valoración podría haber sido diferente caso de haberse considerado diferentes hipótesis y asunciones o haber utilizado modelos diferentes.

La información y las opiniones contenidas en el informe se exponen a título informativo y no constituyen una recomendación individual, invitación, oferta, solicitud u obligación de inversión, ni asesoramiento jurídico, fiscal o de otro tipo, de ésta o cualquier otra operación financiera.

La información reseñada no tiene en cuenta ni normas fiscales ni contables que pudieran ser de aplicación para las contrapartidas. En consecuencia, KPMG no será responsable de las diferencias, si existen, entre sus propias valoraciones y las valoraciones a las que puedan acceder terceras partes.

KPMG no será responsable de ninguna pérdida financiera ni decisión tomada por terceros sobre la base de la información contenida en este informe. En todo caso, cualquier inversor interesado deberá solicitar el asesoramiento experto que sea necesario obtener, incluyendo cualquier aspecto fiscal, legal, financiero o contable o cualquier otro asesoramiento especializado, al objeto de verificar si los productos que se describen en este informe cumplen o son compatibles con los objetivos y limitaciones particulares, así como, en su caso, obtener una valoración independiente y particularizada del producto, sus riesgos y retribuciones.

## 1. Descripción de la operación analizada

Las características principales de la emisión de deuda subordinada a emitir por Caja Duero para el mercado minorista sobre la que hemos realizado nuestros análisis son:

- Emisor: Caja de Ahorros de Salamanca y Soria (Caja Duero)
- Fecha de emisión y desembolso: Junio – Septiembre 2009
- Importe: 200 millones de euros
- Valor unitario: 1.000 euros
- Rating del emisor: A2 (s/Moody's)
- Rating provisional de la emisión: Sin rating (por analogía A3 s/Moody's)
- Mercado de cotización: AIAF
- Plazo: 10 años, con opción de amortización anticipada trimestralmente a partir de los cinco años desde la fecha de desembolso, es decir a cada fecha de pago de cupón.
- Fórmula del cupón:
  - Año 1 – Año 5: Euribor 3 meses + 410 pbs.
  - Año 6 – Año 10: Euribor 3 meses + 460 pbs.
  - Se fijará y se pagará el cupón de manera trimestral.
- Opción de cancelación: opción de amortización anticipada trimestralmente a partir de los cinco años desde la fecha de desembolso, a favor del emisor, es decir a cada fecha de pago de cupón.

## 2. Equivalencia de la estructura

La estructura a analizar paga un tipo de interés de Euribor 3 meses + 4,10 % durante los cinco primeros años, y Euribor + 460 pbs desde el año 6 hasta el año 10 (fecha de vencimiento). Los pagos se realizan de manera trimestral. Adicionalmente existe la opción de cancelación de toda la estructura por parte del emisor desde el año 5, de manera trimestral.

La estructura se descompone de la siguiente manera:

### A. Spread fijo de 410 pbs sobre Euribor 3 meses desde el año 1 hasta el año 5

Los pagos que tienen lugar desde el primer año, y hasta el año 5, dependen del Euribor 3 meses más un diferencial constante de 410 pbs. El valor del diferencial constante que se añade al Euribor 3 meses en los pagos trimestrales desde el primer año, y hasta el año 5, equivale (calculado como suma de flujos descontados), expresado como spread sobre un Floating Rate Note de 10 años de vida, a un spread de, aproximadamente, 241 pbs.

### B. Spread fijo de 460 pbs sobre Euribor 3 meses desde el año 6 hasta el año 10

Los pagos que tienen lugar a partir del quinto año, y hasta el año 10, dependen del Euribor 3 meses más un diferencial constante de 460 pbs. El valor del diferencial constante que se añade al Euribor 3 meses en los pagos trimestrales a partir del quinto año, y hasta el año 10, equivale (calculado como suma de flujos descontados), expresado como spread sobre un Floating Rate Note de 10 años de vida, a un spread de, aproximadamente, 190 pbs.

**C. Opciones de cancelación anticipada a partir del año 5**

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

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

	<b>5 años</b>	<b>6 años</b>	<b>7 años</b>	<b>8 años</b>	<b>9 años</b>	<b>10 años</b>
Spread desde el año 1 hasta el año 5 (410 pbs)	410	353	312	282	259	241
Spread desde el año 6 hasta el año 10 (460 pbs)	0	64	110	143	169	190
<b>TOTAL</b>	<b>410</b>	<b>417</b>	<b>422</b>	<b>425</b>	<b>428</b>	<b>431</b>

Como resultado del análisis anterior sobre la valoración de la estructura de la deuda subordinada planteada, se obtiene que el rango del rendimiento expresado como spread sobre un Floating Rate Note de 10 años de vida equivalente a la estructura de la transacción, se encuentra aproximadamente entre 420 pbs y 440 puntos básicos, sin tener en cuenta las opciones de cancelación.

### 3. Análisis de la razonabilidad del rendimiento para una emisión de deuda subordinada de Caja Duero al mercado minorista

#### 3.1 Calidad crediticia de Caja Duero

##### A. Ratings

##### A.1 Ratings para deuda senior

Emisor	Fitch	Moody's	S&P
<b>Caja Duero</b>	-	<b>A2</b>	-

Emisor	Fitch	Moody's	S&P
Banco Santander	AA	Aa1	AA
BBVA	AA-	Aa1	AA
Banco Popular	AA-	Aa2	A+
La Caixa	AA-	Aa1	AA-
Caja Madrid	A+	Aa3	A
Bankinter	A+	Aa3	A
Sabadell	A+	Aa3	A
Caja Murcia	A+	-	-
CajAstur	A	-	-
CAM	A-	A2	-
Bancaja	A-	A2	-
Banco Pastor	-	A2	-
Caixa Catalunya	BBB+	A2	-
Caixa Galicia	BBB+	A2	-
Sa Nostra	A-	-	-

*Ratings actuales de bancos españoles (Datos: 06/05/2009)*

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

*Ratings actuales de bancos europeos (Datos: 06/05/2009)*

### A.2 Ratings para deuda subordinada

Emisor	Fitch	Moody's	S&P
<b>Caja Duero</b>	-	<b>A3</b>	-

Emisor	Fitch	Moody's	S&P
Banco Santander	AA-	Aa2	AA-
BBVA	A+	Aa2	AA-
Banco Popular	A+	Aa3	A
La Caixa	A+	Aa2	A+
Caja Madrid	A	A1	A-
Bankinter	A	A1	A-
Sabadell	A	A1	A-
Caja Murcia	A	-	-
CajAstur	A-	-	-
CAM	BBB+	A3	-
Bancaja	BBB+	A3	-
Banco Pastor	-	A3	-
Caixa Catalunya	BBB	A3	-
Caixa Galicia	BBB-	A3	-
Sa Nostra	BBB-	-	-

*Ratings actuales de bancos españoles (Datos: 06/05/2009)*

Emisor	Fitch	Moody's	S&P
UBS	BB+	Aa3	A
ING	A	A2	A
Credit Agricole	A+	Aa2	A+
Deutsche Bank	A+	Aa2	A
RBS	A+	Ba1	A-
HSBC	AA-	A1	A+
Intesa SanPaolo	A+	Aa3	A+
Natixis	A	A1	A
HSH Nordbank	A-	A3	A-
Fortis	A	A2	A-

*Ratings actuales de bancos europeos (Datos: 06/05/2009)*

### A.3 Ratings para participaciones preferentes

Emisor	Fitch	Moody's	S&P
<b>Caja Duero</b>	-	<b>Baa1</b>	-

Emisor	Fitch	Moody's	S&P
<i>Banco Santander</i>	A+	Aa3	A-
<i>BBVA</i>	A	Aa3	A-
<i>Banco Popular</i>	A	A1	BBB
<i>La Caixa</i>	A	Aa3	BBB+
<i>Caja Madrid</i>	A-	A2	BBB-
<i>Bankinter</i>	A-	A2	BBB-
<i>Sabadell</i>	A-	A2	BBB-
<i>Caja Murcia</i>	A-	-	-
<i>CajAstur</i>	BBB+	-	-
<i>CAM</i>	BBB	Baa1	-
<i>Bancaja</i>	BBB	Baa1	-
<i>Banco Pastor</i>	-	Baa1	-
<i>Caixa Catalunya</i>	BB	Baa1	-
<i>Caixa Galicia</i>	BB	Baa1	-
<i>Sa Nostra</i>	BBB	-	-

*Ratings actuales de bancos españoles (Datos: 06/05/2009)*

Emisor	Fitch	Moody's	S&P
<i>UBS</i>	BB	A1	A-
<i>ING</i>	BBB-	A3	A-
<i>Credit Agricole</i>	A	Aa3	A
<i>Deutsche Bank</i>	A	Aa3	A-
<i>RBS</i>	BB-	Ba3	BBB+
<i>HSBC</i>	A+	A2	A
<i>Intesa SanPaolo</i>	A	A1	A
<i>Natixis</i>	A-	A3	A-
<i>HSH Nordbank</i>	BBB+	Baa1	BBB+
<i>Fortis</i>	A-	A3	BBB+

*Ratings actuales de bancos europeos (Datos: 06/05/2009)*

Como se puede observar en las tablas anteriores, Caja Duero dispone de rating senior A2 en Moody's; mientras que el rating para emisiones subordinadas de Caja Duero sería de A3 por Moody's, y para emisiones preferentes de Baa1 en Moody's. Es una entidad financiera con rating crediticio similar a otras entidades financieras españolas tan significativas como CAM, Bancaja, Banco Pastor, Caixa Galicia y Caixa Catalunya.

**B. CDS (Credit Default Swaps) y probabilidad de default**

Un CDS es un producto que permite proteger al comprador del mismo de impagos por parte de un cierto emisor, para lo que paga una prima, denominada spread del CDS. A mayor prima, mayor riesgo de impago por parte del emisor.

Los CDS senior y subordinado a 5 y 10 años de Caja Duero no son liquidos, por lo que no podemos utilizar esta información.

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

**CDS 5 años Senior**

Entidad	CDS 5Y
<b>Caja Duero</b>	-
<i>Banco Santander</i>	99,04
<i>BBVA</i>	99,20
<i>La Caixa</i>	196,68
<i>Caja Madrid</i>	263,82
<i>Bankinter</i>	286,27
<i>Caixa Catalunya</i>	-
<i>Bancaja</i>	567,50
<i>Sabadell</i>	265,00
<i>Banco Popular</i>	227,21
<i>ING</i>	91,11
<i>UBS</i>	146,36
<i>BNP</i>	86,68
<i>Deutsche Bank</i>	106,96
<i>RBS</i>	178,56
<i>HSBC</i>	90,31
<i>Barclays</i>	162,75
<i>I. SanPaolo</i>	74,03
<i>Natixis</i>	264,48

CDS 5Y para deuda Senior de las principales entidades financieras  
 (Datos: 18/05/2009)

### CDS 10 años Senior

Entidad	CDS 10Y
<b>Caja Duero</b>	-
<i>Banco Santander</i>	96,19
<i>BBVA</i>	99,45
<i>La Caixa</i>	187,60
<i>Caja Madrid</i>	241,44
<i>Bankinter</i>	283,43
<i>Caixa Catalunya</i>	-
<i>Bancaja</i>	535,00
<i>Sabadell</i>	260,00
<i>Banco Popular</i>	219,76
<i>ING</i>	87,09
<i>UBS</i>	144,71
<i>BNP</i>	86,50
<i>Deutsche Bank</i>	103,75
<i>RBS</i>	172,02
<i>HSBC</i>	86,56
<i>Barclays</i>	159,92
<i>I. SanPaolo</i>	70,84
<i>Natixis</i>	253,52

CDS 10Y para deuda Senior de las principales entidades financieras  
(Datos: 18/05/2009)

### CDS 5 años Subordinada

Entidad	CDS 5Y
<b>Caja Duero</b>	-
<i>Banco Santander</i>	152,30
<i>BBVA</i>	157,00
<i>La Caixa</i>	363,48
<i>Caja Madrid</i>	386,56
<i>Bankinter</i>	-
<i>Bancaja</i>	811,50
<i>Sabadell</i>	409,42
<i>Banco Popular</i>	-
<i>Caixa Catalunya</i>	-
<i>UBS</i>	181,17
<i>ING</i>	157,24
<i>BNP</i>	120,61
<i>Deutsche Bank</i>	166,73
<i>RBS</i>	442,74
<i>HSBC</i>	149,52
<i>Barclays</i>	252,75
<i>I. SanPaolo</i>	142,42
<i>Natixis</i>	413,28

CDS 5Y para deuda Subordinada de las principales entidades financieras  
(Datos: 18/05/2009)



### CDS 10 años Subordinada

Entidad	CDS 10Y
<b>Caja Duero</b>	-
<i>Banco Santander</i>	144,14
<i>BBVA</i>	151,67
<i>La Caixa</i>	354,17
<i>Caja Madrid</i>	380,69
<i>Bankinter</i>	-
<i>Bancaja</i>	-
<i>Sabadell</i>	396,38
<i>Banco Popular</i>	-
<i>Caixa Catalunya</i>	-
<i>UBS</i>	172,82
<i>ING</i>	148,72
<i>BNP</i>	120,19
<i>Deutsche Bank</i>	160,08
<i>RBS</i>	427,23
<i>HSBC</i>	142,29
<i>Barclays</i>	240,36
<i>I. SanPaolo</i>	-
<i>Natixis</i>	400,29

CDS 10Y para deuda Subordinada de las principales entidades financieras  
(Datos: 18/05/2009)

Dada la falta de liquidez del CDS senior y subordinado, a 5 y 10 años de Caja Duero, así como de otros emisores nacionales con rating similar, no podemos aproximar un nivel de CDS para Caja Duero.

Adicionalmente, se debe tener en cuenta que analizando los datos de las tablas arriba adjuntas, comparando los ratings de entidades similares, no observamos un fundamento técnico de los mismos, ya que existe alta dispersión. Por ello entendemos que pudieran existir movimientos especulativos en el mercado de CDS, que conducirían a “precios” coyunturalmente volátiles y carentes de fundamento técnico. En particular, cabe resaltar que la liquidez de dicho instrumento es muy baja, por lo que el “precio” puede estar afectado por movimientos muy puntuales.

### 3.2 Referencias comparables de spread para una emisión de deuda subordinada de Caja Duero

En la actualidad, debido a las condiciones económicas adversas, se han llevado a cabo muy pocas emisiones primarias de deuda bancaria en España. Esta circunstancia dificulta el análisis comparativo sobre la razonabilidad del spread de la emisión planteada por Caja Duero, dada las escasas referencias de las que se dispone.

Respecto al mercado secundario, la actual falta de liquidez ha provocado una reducción importante del número de transacciones, lo que complica obtener a partir de este mercado datos de referencia comparables y fiables.

Por lo tanto, para analizar la razonabilidad de mercado del spread de la emisión planteada por Caja Duero, y dadas las limitaciones mencionadas anteriormente, vamos a realizar cuatro tipos de análisis con la información disponible:

#### 3.2.1 Contraste con otras emisiones de mercado minorista

Hemos encontrado siete referencias emitidas en el mercado minorista durante los años 2008 y 2009 de condiciones comparables a la de Caja Duero.

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Vencimiento	Cupón	Callable
- - - -	Bancaja	BBB+/A3	1.000	06/07/2019	7,25%(*)	2014

(\*) 7'25% los dos primeros años; desde el año 3 hasta el año 5 paga Euribor 3 meses + 390 pbs, y a partir del año 5 Euribor 3 meses + 465 pbs; con opciones de cancelación a partir del quinto año

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Vencimiento	Cupón	Callable
- - - -	Caja Canarias	BBB+	50	Perpetuo	7,00%(*)	2014

(\*) 7'00% los dos primeros años; y a partir del año 2 Euribor 3 meses + 585 pbs con un floor sobre el total de intereses de 6,00%; con opciones de cancelación a partir del quinto año

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Vencimiento	Cupón	Callable
- - - -	Caja España	BBB/Baa2	100-200	Perpetuo	8,25%(*)	2014

(\*) 8'25% los cuatro primeros años; y a partir del año 4 paga Euribor 3 meses + 725 pbs, y opciones de cancelación a partir del quinto año

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Vencimiento	Cupón	Callable
- - - -	Banco Pastor	Baa1	100-250	Perpetuo	7,25%(*)	2014

(\*) 7'25% los tres primeros años; a partir del año 3 paga Euribor 3 meses + 460 pbs, con un floor de 6,80% y opciones de cancelación a partir del quinto año

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Vencimiento	Cupón	Callable
- - - -	Caixa Galicia	BBB+/Baa1	120-250	Perpetuo	7,5%(*)	2014

(\*) 7'5% los tres primeros años; a partir del año 3 paga Euribor 3 meses + 515 pbs, con un floor de 6,15% y opciones de cancelación a partir del quinto año

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Vencimiento	Cupón	Callable
ES0214840342	Caixa Catalunya	A1/A-	500	18/12/2018	E+200pb	18/12/2013

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Vencimiento	Cupón	Callable
- - - -	Caja Granada	A-	120	16/03/2019	E+300pb (*)	16/03/2014

(\*) step up de 75 puntos básicos a partir del quinto año, coincidiendo con la opción de cancelación

De manera similar a la emisión propuesta por Caja Duero, hemos calculado el rendimiento equivalente, expresado como spread sobre un Floating Rate Note al vencimiento o a perpetuidad, a la estructura de las transacciones mencionadas, a fecha actual. Para ello, hemos considerado que el multiplicador entre las rentabilidades observadas en el mercado secundario para deuda subordinada y participaciones preferentes, obtenido a través de un análisis para varias entidades españolas, estaría comprendido entre 1,7 y 2,0.

Tomando en cuenta las emisiones mencionadas, y considerando las diferencias en producto emitido y rating, así como la evolución de los mercados, consideramos que el spread de la emisión planteada por Caja Duero es razonable.

Nuestro punto de referencia principal en este apartado es la deuda subordinada emitida a principios de abril por Bancaja, por tener un nivel de rating y condiciones de producto similares. No obstante, hay que tener presente que desde principios de abril, los mercados de crédito han mejorado notablemente para la mayoría de entidades financieras españolas, incluyendo a la propia Bancaja. Para poder confirmar esta afirmación, nos hemos basado en la evolución reciente de los niveles de CDS de varias entidades financieras españolas y europeas:

## DIFERENCIAS DE CDS 5 AÑOS

Entidad	01/04/2009	18/05/2009	Diferencia
Banco Santander	153,61	99,04	-54,56
BBVA	155,94	99,20	-56,74
Popular	318,82	227,21	-91,61
La Caixa	293,89	196,68	-97,22
Caja Madrid	326,66	263,82	-62,84
Bankinter	272,50	286,27	13,77
CAM	723,12	618,66	-104,46
Bancaja	911,67	567,50	-344,17
Sabadell	346,67	265,00	-81,67
UBS	232,50	146,36	-86,14
ING	157,66	91,11	-66,55
Credit Agricole	122,61	108,95	-13,66
Deutsche Bank	132,68	106,96	-25,73
RBS	207,95	178,56	-29,40
HSBC	156,85	90,31	-66,54
Intesa SanPaolo	156,91	74,03	-82,88
Natixis	322,48	264,48	-58,00
HSH Nordbank	412,50	364,25	-48,25
BNP	112,55	86,68	-25,87
Barclays	218,33	162,75	-55,57

Como se puede apreciar en el cuadro adjunto, en estos cerca de 50 días los niveles de CDS han disminuido considerablemente para la mayoría de entidades financieras, y en concreto, aproximadamente 345 pbs en el caso de Bancaja.

Adicionalmente, vamos a adjuntar unas tablas con la evolución del nivel de CDS senior 5 años y 10 años, desde el 1 de abril de 2009 hasta el 18 de mayo de 2009 para las dos principales entidades financieras españolas (Banco Santander y BBVA) , Banco Popular y Bancaja; así como la evolución del nivel de CDS subordinado 5 años y 10 años para Banco Santander, BBVA y Bancaja:

### Evolución CDS 5Y SENIOR

FECHA	BBVA	BANCO SANTANDER	BANCO POPULAR	BANCAJA
01/04/2009	155,94	153,61	318,82	911,67
02/04/2009	153,35	151,33	317,22	911,67
03/04/2009	147,41	142,81	306,65	905,00
06/04/2009	137,16	135,70	297,30	905,00
07/04/2009	141,78	140,00	280,49	905,00
08/04/2009	142,32	140,67	285,69	903,33
09/04/2009	135,90	135,64	274,01	895,00
10/04/2009	139,11	137,29	274,01	900,00
13/04/2009	138,59	138,36	274,01	900,00
14/04/2009	127,70	127,52	286,45	890,00
15/04/2009	128,41	128,33	286,45	891,67
16/04/2009	120,00	120,00	261,19	872,50
17/04/2009	122,00	121,67	261,19	762,50
20/04/2009	126,42	125,69	261,60	858,75
21/04/2009	133,62	133,26	273,24	739,58
22/04/2009	133,51	134,06	244,83	691,67
23/04/2009	125,22	122,87	228,33	691,67
24/04/2009	124,67	121,61	227,78	700,00
27/04/2009	125,06	122,14	233,36	686,67
28/04/2009	127,49	123,42	237,24	686,67
29/04/2009	123,71	120,83	239,57	683,33
30/04/2009	117,17	115,03	234,35	662,50
01/05/2009	118,59	114,92	234,35	675,00
04/05/2009	117,97	114,67	233,96	668,33
05/05/2009	112,16	109,76	234,67	666,67
06/05/2009	105,34	105,27	230,88	660,00
07/05/2009	89,88	90,00	220,79	600,83
08/05/2009	79,86	79,86	208,54	603,33
11/05/2009	80,67	80,00	203,33	588,33
12/05/2009	82,14	81,07	208,30	572,50
13/05/2009	93,49	93,72	217,50	576,67
14/05/2009	101,46	100,05	221,62	576,67
15/05/2009	99,66	99,04	227,82	592,50
18/05/2009	99,20	99,04	227,21	567,50

### Evolución CDS 10Y SENIOR

FECHA	BBVA	BANCO SANTANDER	BANCO POPULAR	BANCAJA
01/04/2009	149,58	149,04	303,10	834,00
02/04/2009	147,10	148,42	303,18	834,00
03/04/2009	141,19	139,89	292,67	827,33
06/04/2009	131,07	135,65	282,27	827,33
07/04/2009	135,61	130,67	-	827,33
08/04/2009	136,82	135,33	-	825,67
09/04/2009	131,21	128,33	-	817,33
10/04/2009	128,75	129,63	-	837,50
13/04/2009	129,81	130,69	-	837,50
14/04/2009	119,70	120,22	251,07	812,33
15/04/2009	123,41	122,86	251,07	837,50
16/04/2009	114,44	114,68	-	720,67
17/04/2009	112,73	114,30	247,98	700,00
20/04/2009	117,10	118,25	-	711,67
21/04/2009	127,89	127,73	-	664,00
22/04/2009	127,81	130,41	229,77	634,00
23/04/2009	119,60	119,22	210,30	634,00
24/04/2009	115,37	115,96	209,77	676,00
27/04/2009	119,44	116,65	215,23	629,00
28/04/2009	122,49	118,66	218,75	629,00
29/04/2009	115,09	115,35	221,38	625,67
30/04/2009	109,74	107,71	217,25	617,33
01/05/2009	109,82	107,62	217,25	612,50
04/05/2009	107,54	105,54	215,69	610,67
05/05/2009	106,25	103,12	216,27	609,00
06/05/2009	99,57	98,73	210,93	602,33
07/05/2009	85,19	84,58	210,69	575,67
08/05/2009	75,50	72,96	195,65	554,00
11/05/2009	76,26	74,89	190,51	541,67
12/05/2009	79,55	77,06	201,27	522,50
13/05/2009	90,69	88,74	210,38	530,00
14/05/2009	93,51	92,67	214,34	530,00
15/05/2009	97,45	95,05	217,27	535,00
18/05/2009	99,45	96,19	219,76	535,00

### Evolución CDS 5Y SUB

FECHA	BBVA	BANCO SANTANDER	BANCAJA
01/04/2009	304,85	296,57	1267,00
02/04/2009	299,32	291,20	1267,00
03/04/2009	286,74	277,94	1252,50
06/04/2009	268,32	269,33	1252,50
07/04/2009	262,47	262,45	1240,00
08/04/2009	251,55	252,94	1240,00
09/04/2009	242,82	240,42	1221,88
10/04/2009	243,28	241,64	1221,88
13/04/2009	242,81	240,42	1221,88
14/04/2009	227,80	225,85	1209,38
15/04/2009	218,30	218,48	1209,38
16/04/2009	199,69	199,57	1209,38
17/04/2009	198,35	201,70	1046,25
20/04/2009	207,09	205,60	1046,25
21/04/2009	219,81	217,63	951,25
22/04/2009	212,05	210,95	966,88
23/04/2009	205,36	195,29	966,88
24/04/2009	203,27	192,20	966,88
27/04/2009	208,80	193,98	956,00
28/04/2009	211,66	199,66	956,00
29/04/2009	208,26	189,86	948,75
30/04/2009	193,75	184,16	930,63
01/05/2009	197,01	184,93	930,63
04/05/2009	196,01	179,43	893,13
05/05/2009	184,59	176,04	889,50
06/05/2009	172,14	166,01	875,00
07/05/2009	150,84	144,40	836,88
08/05/2009	135,10	130,68	818,75
11/05/2009	139,80	135,72	818,75
12/05/2009	140,59	139,12	789,75
13/05/2009	153,79	150,45	800,63
14/05/2009	157,01	155,10	800,63
15/05/2009	158,94	157,63	811,50
18/05/2009	157,00	152,30	811,50

### Evolución CDS 10Y SUB

FECHA	BBVA	BANCO SANTANDER	BANCAJA
01/04/2009	286,15	278,99	-
02/04/2009	280,98	274,01	-
03/04/2009	268,50	260,87	-
06/04/2009	259,67	256,04	-
07/04/2009	253,75	249,25	-
08/04/2009	244,33	240,14	-
09/04/2009	236,76	226,80	-
10/04/2009	236,26	228,39	-
13/04/2009	236,74	226,80	-
14/04/2009	219,90	211,29	-
15/04/2009	208,10	207,30	-
16/04/2009	190,76	189,78	-
17/04/2009	187,51	187,48	-
20/04/2009	196,18	191,28	-
21/04/2009	211,57	207,60	-
22/04/2009	203,93	201,08	-
23/04/2009	195,47	186,72	-
24/04/2009	193,25	181,82	-
27/04/2009	198,83	185,44	-
28/04/2009	200,79	191,73	-
29/04/2009	194,65	177,50	-
30/04/2009	180,92	169,28	-
01/05/2009	181,70	175,72	-
04/05/2009	180,02	165,82	-
05/05/2009	169,40	169,26	-
06/05/2009	161,15	159,31	-
07/05/2009	140,12	137,42	-
08/05/2009	125,02	123,94	-
11/05/2009	-	-	-
12/05/2009	133,53	133,31	-
13/05/2009	146,43	145,44	-
14/05/2009	146,15	143,85	-
15/05/2009	151,53	151,50	-
18/05/2009	151,67	144,14	-

En todas estas tablas, la conclusión es la notable reducción en los niveles de CDS que se ha producido desde principios de abril (fecha de emisión de la deuda subordinada de Bancaja, con un nivel de rentabilidad aproximado de 460 pbs, según los informes de los expertos independientes), y la fecha actual de emisión de este informe.

Adicionalmente, también se aprecia que la posibilidad de que los principales Gobiernos no puedan hacer frente al pago de sus deudas disminuye. Así lo perciben los mercados y así lo muestran los *credit default swaps* (CDS), que han caído a sus niveles más bajos desde el pasado mes de noviembre. Detrás de este descenso se encuentra una mejora de las perspectivas sobre la salud de las economías mundiales y la percepción de que la recuperación económica está en camino. El índice Government Risk que elabora Credit Derivatives Research, y a cuyos datos ha tenido acceso *Forbes*, muestra cómo los *spreads* han caído un 45% tras alcanzar máximos en el mes de marzo. Este indicador mide el coste agregado de cubrirse frente al impago de deuda de siete de las principales economías del mundo, mediante el uso de CDS: Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Francia, España, Italia y Japón. Según este indicador, los *spreads* pasaron, de media, de 33 puntos básicos en octubre de 2008 a los 129 puntos básicos que alcanzaron a comienzos de marzo, para volver a caer en torno a 70 a mediados de abril.

Es por ello que consideramos que, basados en nuestra experiencia y conocimiento, consideramos que el nivel propuesto por Caja Duero para dicha emisión de deuda subordinada es razonable.

### 3.2.2 Contraste con emisiones de mercado mayorista

Hemos encontrado tres referencias emitidas en el mercado nacional mayorista a finales del año 2008 y principios del año 2009 comparables con la emisión planteada por Caja Duero. Se trata de dos emisiones de deuda subordinada, una de ellas emitidas por la propia Caja Duero en el mercado mayorista, y una participación preferente emitida también por Caja Duero, en la que un 10% de dicha emisión se colocó en mercado mayorista. Sus características principales son:

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Vencimiento	Cupón	Callable
ES0214600233	Caja Murcia	A	50	30/12/2018	E+275pb (***)	31/12/2013

(\*\*\*) step up de 50 puntos básicos a partir del quinto año, coincidiendo con la opción de cancelación

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Vencimiento	Cupón	Callable
ES0214854020	Caja Duero	A3	132,50	19/12/2018	E+400pb (***)	19/12/2013

(\*\*\*) step up de 50 puntos básicos a partir del quinto año, coincidiendo con la opción de cancelación

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Vencimiento	Cupón	Callable
-	Caja Duero	Baa1	100	Perpetuo	E+650pb (***)	25/05/2014

(\*\*\*) el spread sobre Euribor fluctúa entre 650pbs y 800pbs, con opción de cancelación a partir del año 5

De manera similar a la emisión propuesta por Caja Duero, hemos calculado el rendimiento equivalente, expresado como spread sobre un Floating Rate Note al vencimiento o a perpetuidad, a la estructura de las transacciones mencionadas, a fecha actual. Para ello, hemos considerado que el multiplicador entre las rentabilidades observadas en el mercado secundario para deuda subordinada y participaciones preferentes, obtenido a través de un análisis para varias entidades españolas, estaría comprendido entre 1,7 y 2,0.

Tomando en cuenta las emisiones mencionadas, y considerando las diferencias en producto emitido y rating, así como la evolución de los mercados, consideramos que el spread para la emisión planteada por Caja Duero es razonable.



Adicionalmente, hemos encontrado seis referencias emitidas en el mercado mayorista internacional a finales del año 2008 y principios del año 2009. Sus características principales son:

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Emisión	Vencimiento	Nivel emisión	Cupón
XS0405121368	BNP	Aa1/AA+	1.500	08/12/20008	16/12/2013	E+160pb	5%

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Emisión	Vencimiento	Nivel emisión	Cupón
XS0405713883	Intesa SanPaolo	Aa2/AA-	1.250	10/12/20008	19/12/2013	E+195pb	5,375%

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Emisión	Vencimiento	Nivel emisión	Cupón
XS0404950078	Societe Generale	Aa2/AA-	1.000	05/12/20008	19/12/2013	E+185pb	5,125%

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Emisión	Vencimiento	Nivel emisión	Cupón
XS0405872762	Credit Suisse	Aa1/A+	850	11/12/20008	16/05/2014	E+270pb	6,125%

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Emisión	Vencimiento	Nivel emisión	Cupón
FR0010709097	HSBC France	Aa3/AA	1.500	07/01/20009	15/01/2014	E+175pb	4,875%

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Emisión	Vencimiento	Nivel emisión	Cupón
XS0408165008	Unicredito	Aa3/A+	1.000	07/01/20009	14/01/2014	E+210pb	5,25%

El rating previsto por analogía para la emisión de deuda subordinada de Caja Duero sería de A3 según Moody's. No encontramos emisiones en mercados mayoristas con nivel de rating similar a la emisión planteada por Caja Duero. Sin embargo, se observa que el rendimiento ofrecido por la emisión de deuda subordinada de Caja Duero es superior al ofrecido por las emisiones en mercados mayoristas, y por lo tanto inferior con el diferencial que le correspondería dada la diferente cualificación crediticia entre dichas emisiones.

Adicionalmente, destacar respecto a la emisión de Credit Suisse, que consideramos que no es representativa y que se sitúa fuera de rango debido a la percepción de su alta exposición a los segmentos de banca de inversión.

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

1. BBVA, que emitió hace unos meses a 180 pbs sobre mid swap, y recientemente (a finales de abril de 2.009) ha colocado una emisión de bonos a tres años sin aval del Estado por importe total de 2.000 millones de euros (la demanda superó los 4.000 millones) a 150 pbs sobre mid swap – confirmando la tendencia bajista en los niveles de spreads,
2. Banesto que ha colocado recientemente (también a finales de abril de 2.009) una emisión de bonos de deuda senior a tres años por importe de 1.000 millones de euros sin aval del Estado a 180 pbs sobre mid swap,

3. Banco Santander que ha colocado recientemente (a principios de abril de 2.009) una emisión de bonos de deuda senior a dos años por importe de 1.250 millones de euros sin aval del Estado a 150 pbs sobre mid swap.

Por lo tanto, tomando en cuenta las emisiones mencionadas, y considerando las diferencias en producto emitido y rating, así como la evolución de los mercados, consideramos que el spread para la emisión planteada por Caja Duero es razonable comparado con las emisiones antes mencionadas.

### 3.2.3 Contraste con otras emisiones de Caja Duero

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

Unlque Bloomberg Identifler	Maturity	Maturity / Refund Type	RTG_MOODY	RTG_MDY ISSUER	YLD_YTM MID	VOLUME AVG_30D
COED6835273	29/10/2009	CALLABLE	-	A2	-	-
COED7734202	29/12/2009	CALLABLE	-	A2	-	-
COEH4260376	30/06/2010	AT MATURITY	-	A2	-	-
COEH5989452	29/09/2012	CALLABLE	-	A2	-	-
COED9980704	30/06/2015	CALLABLE	A3	A2	-	-
COEH6622854	19/12/2018	AT MATURITY	-	A2	-	-
COED2617964	-	PERP/CALL	Baa1	-	-	-
COEH7834755	-	PERP/CALL	-	-	-	-

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

### 3.2.4 Contraste con CDS

En el apartado 3.1.B hemos expuesto que, dada la falta de liquidez del CDS senior y subordinado, a 5 y 10 años de Caja Duero, así como de otros emisores nacionales con rating similar, no podemos aproximar un nivel de CDS para Caja Duero.

Debido a la actual situación de mercado, la baja liquidez de los CDS de Caja Duero, las inconsistencias de dicho mercado para CDS no activos, consideramos que este apartado no permite alcanzar conclusiones fundamentales.

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

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

### **CONCLUSIÓN**

En base a los análisis realizados, y a los únicos y exclusivos efectos de actuar en calidad de entidad independiente en relación a la emisión prevista por Caja Duero en el mercado minorista español, consideramos que el rendimiento planteado para la emisión de deuda subordinada está en un rango de mercado razonable en la situación actual de mercado.

El trabajo se ha realizado durante los días del 1 de mayo al 19 de mayo de 2009. Nuestro trabajo no incluye la actualización de nuestro informe por hechos u otras circunstancias que pudieran ocurrir con posterioridad a la fecha de emisión del mismo.

Este informe y nuestros análisis se han realizado para el fin indicado en el apartado correspondiente, por lo que este informe no puede ser utilizado para ningún otro propósito.



Julio Álvaro  
Socio