

**D. ANGEL CHICHARRO LORENCI, actuando como responsable de la Nota de Valores de Caja de Ahorro Provincial de Guadalajara,**

**C E R T I F I C A:**

Que el ejemplar de la Nota de Valores correspondiente a la Emisión "DEUDA SUBORDINADA CAJA DE GUADALAJARA, EMISIÓN 14", aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el 17 de diciembre de 2009, que se acompaña y deposita en este Organismo, está vigente en todos sus extremos a esta fecha y coincide exactamente con el obrante en el Registro administrativo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores al que se refiere el apartado c) del artículo 92 de la Ley del Mercado de Valores.

El ejemplar de la Nota de Valores será publicado en la página web de la Entidad con fecha 18 de diciembre de 2009.

**Y A U T O R I Z A:**

a la Comisión Nacional del Mercado de Valores a poner a disposición del público en general la Nota de Valores.

Y para que conste y surta los efectos oportunos, se firma la presente certificación en Guadalajara, a diecisiete de diciembre de dos mil nueve.

Fdo.: D. ANGEL CHICHARRO LORENCI  
SUBDIRECTOR GENERAL



## **NOTA DE VALORES**

### **DEUDA SUBORDINADA CAJA DE GUADALAJARA, EMISIÓN 14**

**DICIEMBRE 2009**

La presente Nota de Valores se ha redactado según normativa comunitaria de la Directiva 2003/71/CE y el Reglamento 809/2004 de la Comisión Europea de 29 de abril de 2004 (Anexo V), ha sido inscrita en el Registro Oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 17 de diciembre de 2009 y se complementa con el Documento de Registro inscrito en este Organismo con esa misma fecha.

**CAJA DE AHORRO PROVINCIAL DE GUADALAJARA**  
Sede Social: Torre Caja de Guadalajara, Avda. Eduardo Guitián, 11 - 19002-Guadalajara

## INDICE

	<b>Página</b>
<b>RESUMEN</b> .....	<b>4</b>
<b>0. FACTORES DE RIESGO DE LOS VALORES</b> .....	<b>13</b>
<b>NOTA DE VALORES</b> .....	<b>14</b>
<b>1. PERSONAS RESPONSABLES</b> .....	<b>14</b>
<b>2. FACTORES DE RIESGO</b> .....	<b>14</b>
<b>3. INFORMACION FUNDAMENTAL</b> .....	<b>14</b>
3.1. <u>Interés de las personas físicas y jurídicas participantes en la Oferta</u> .....	14
3.2. <u>Motivo de la Oferta y destino de los ingresos</u> .....	14
<b>4. INFORMACION RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A OFERTARSE</b> .....	<b>15</b>
4.1. <u>Descripción del tipo y la clase de los valores</u> .....	15
4.2. <u>Legislación de los valores</u> .....	15
4.3. <u>Representación de los valores</u> .....	16
4.4. <u>Divisa de la emisión</u> .....	16
4.5. <u>Orden de prelación</u> .....	16
4.6. <u>Descripción de los derechos vinculados a los valores y procedimiento para el ejercicio de los mismos</u> .....	16
4.7. <u>Tipo de interés nominal y disposiciones relativas a los intereses pagaderos</u> .....	17
4.7.1. <u>Plazo válido en el que se pueden reclamar los intereses y el reembolso del principal</u> .....	18
4.8. <u>Precio de amortización y disposiciones relativas al vencimiento de los valores</u> .....	18
4.8.1. <u>Precio de amortización</u> .....	18
4.8.2. <u>Fecha y modalidades de amortización</u> .....	19
4.9. <u>Indicación del rendimiento para el inversor y método de cálculo</u> .....	19
4.10. <u>Representación de los tenedores de los valores</u> .....	20
4.11. <u>Resoluciones, autorizaciones y aprobaciones en virtud de las cuales se emiten los valores</u> .....	21
4.12. <u>Fecha de emisión</u> .....	22
4.13. <u>Restricciones a la libre transmisibilidad de los valores</u> .....	22
4.14. <u>Fiscalidad de los valores</u> .....	22
<b>5. CLAUSULAS Y CONDICIONES DE LA OFERTA</b> .....	<b>26</b>
5.1. <u>Descripción de la Oferta Pública</u> .....	26

5.1.1.	Condiciones a las que está sujeta la Oferta .....	26
5.1.2.	Importe de la Oferta .....	26
5.1.3.	Plazo de la Oferta Pública y descripción del proceso de solicitud .....	26
5.1.4.	Método de prorrateo .....	26
5.1.5.	Detalles de la cantidad mínima y/o máxima de solicitud .....	27
5.1.6.	Método y plazos para el pago de los valores y para la entrega de los mismos .....	27
5.1.7.	Publicación de los resultados de la Oferta .....	27
5.1.8.	Procedimiento para el ejercicio de cualquier derecho preferente de compra .....	27
5.2.	<u>Plan de colocación y adjudicación</u> .....	27
5.2.1.	Categorías de inversores a los que se Ofertan los valores .....	27
5.2.2.	Notificación a los solicitantes de la cantidad asignada .....	27
5.3.	<u>Precios</u> .....	27
5.3.1.	Precio al que se ofertarán los valores o el método para determinarlo. Gastos para el suscriptor .....	27
5.4.	<u>Colocación y aseguramiento</u> .....	28
5.4.1.	Entidades coordinadoras y participantes en la colocación .....	28
5.4.2.	Agente de Pagos .....	28
5.4.3.	Entidades Aseguradoras y procedimiento .....	28
5.4.4.	Fecha del acuerdo de aseguramiento .....	28
<b>6.</b>	<b><u>ACUERDOS DE ADMISION A COTIZACION Y NEGOCIACION</u></b> .....	<b>28</b>
6.1.	<u>Solicitudes de admisión a cotización</u> .....	28
6.2.	<u>Mercados regulados en los que están admitidos a cotización valores de la misma clase</u> .....	29
6.3.	<u>Entidades de liquidez</u> .....	29
<b>7.</b>	<b><u>INFORMACION ADICIONAL</u></b> .....	<b>29</b>
7.1.	<u>Personas y entidades asesoras en la emisión</u> .....	29
7.2.	<u>Información de la Nota de Valores revisada por los auditores</u> .....	29
7.3.	<u>Otras informaciones aportadas por terceros</u> .....	30
7.4.	<u>Ratings</u> .....	30

| [Anexo I.](#) Informe de emisión de InterMoney Valora Consulting, S.A.

| [Anexo II.](#) Informe de emisión de Analistas Financieros Internacionales, S.A.

## **RESUMEN**

### **DEUDA SUBORDINADA CAJA DE GUADALAJARA, EMISIÓN 14. DICIEMBRE 2009**

#### **ADVERTENCIAS**

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

#### **FACTORES DE RIESGO LIGADOS A LOS VALORES QUE SE EMITEN**

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

- Riesgo de liquidez: Es el riesgo de que los operadores del mercado no encuentren contrapartida para los valores. Aunque se solicitará la admisión a negociación en el Mercado AIAF de Renta Fija, no es posible asegurar que vaya a producirse una negociación activa en el mercado. Tampoco es posible asegurar el desarrollo o liquidez de los mercados de negociación para la presente emisión.

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 de mercado, sería posible que el inversor se encontrase con dificultades para hacer líquida su inversión a un precio razonable.

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

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

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

A la fecha de registro de la presente Nota de Valores, no se tiene solicitada la calificación crediticia ni del Emisor ni de los valores de la presente Emisión.

- Riesgo por fluctuación del tipo de interés: La rentabilidad que se pueda obtener por la inversión en los valores de la presente Emisión, estará sometida a fluctuaciones de los tipos de interés.

- Riesgo de variación de la calidad crediticia: Los valores incluidos en la presente Nota de Valores no tienen asignadas calificaciones por las agencias de calificación de riesgo crediticio.

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

La presente Oferta de valores se destina al público en general, tanto nacional como extranjero, siempre que los valores sean adecuados para los mismos según la clasificación otorgada por Caja de Guadalajara a las obligaciones subordinadas, como instrumento complejo de grado medio, a efectos de la normativa MIFID.

- Riesgos por amortización anticipada: Se establecen cláusulas de amortización anticipada por la Entidad Emisora: el Emisor podrá amortizar totalmente la emisión, a la par, libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España, a partir de los cinco años a contar desde la última fecha de desembolso. En tal caso, un tenedor podría no ser capaz de reinvertir el resultado de dicha amortización anticipada en valores comparables y al mismo tipo de interés.

#### **FACTORES DE RIESGO LIGADOS AL EMISOR**

Caja de Ahorro Provincial de Guadalajara, como entidad financiera, asume los riesgos inherentes a su actividad, básicamente de interés y precio, que se desarrollan en el correspondiente Documento de Registro, al que nos remitimos. Los principales factores de riesgo que podemos señalar son:

- Riesgo de crédito: Es el riesgo de pérdida que se puede producir ante el incumplimiento total o parcial de los pagos por parte de los acreditados.
- Riesgo de mercado: Es el riesgo de pérdida en el precio de mercado de una posición, como consecuencia de movimientos futuros adversos de los factores de riesgo que determinan el valor de la misma. Este riesgo deriva de la actividad en los mercados financieros mayoristas.
- Riesgo de interés: Es el riesgo de incurrir en variaciones negativas del valor económico del balance o del margen de intermediación, consecuencia del efecto de los movimientos de las curvas de tipos de interés en los tipos a los que se renuevan las distintas masas del balance.
- Riesgo operacional: Se establece como el riesgo de pérdida derivado de una falta de adecuación o de un error, relacionados con la infraestructura humana, tecnológica o con los procedimientos establecidos.
- Riesgo legal: Posibles pérdidas como consecuencia de la dificultad o imposibilidad de ejecutar un contrato en los términos previstos.
- Riesgo de liquidez: Riesgo de no poder deshacer o cerrar una operación en el mercado; o riesgo de financiación, que puede surgir ante la dificultad de conseguir fondos en un momento concreto para atender una inversión o compromiso de pago.

#### **CARACTERÍSTICAS GENERALES DE LA EMISIÓN**

**Emisor**: Caja de Ahorro Provincial de Guadalajara, con domicilio social en Guadalajara, Sede Social: Torre Caja de Guadalajara, Avda. Eduardo Guitián, 11 - 19002-Guadalajara, código de Identificación Fiscal G-19001775 y con C.N.A.E. nº 651. Figura inscrita: a) En el Registro Mercantil de Guadalajara, tomo 121 general, folio 1, hoja número GU-1, inscripción 1ª, b) En el Registro Especial de Cajas Generales de Ahorro Popular del Banco de España, con el número 125 y con el número 2032 de

codificación; y c) En el Registro Especial de Cajas de Ahorros de la Consejería de Economía y Hacienda de la Junta de Comunidades de Castilla-La Mancha.

**Naturaleza y denominación de los valores:** Los valores que se emiten son obligaciones subordinadas agrupadas en una emisión que se denomina "DEUDA SUBORDINADA CAJA DE GUADALAJARA, EMISIÓN 14". La emisión se efectúa con arreglo a lo dispuesto en la Ley 13/1985, de 25 de mayo, sobre coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, R.D. 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras, Directiva 2003/71/CE y Reglamento 809/2004 y demás legislación vigente.

**Fecha de emisión:** 30 de diciembre de 2009.

**Importe máximo de la emisión:** 8.500.000 euros.

**Nominal y efectivo de cada valor:** 1.000 euros. Los valores estarán representados mediante Anotaciones en Cuenta gestionadas por Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores y sus Entidades Participantes.

**Periodo de suscripción:** El periodo de suscripción se iniciará a las 8:30 horas del segundo día hábil siguiente a la inscripción de la presente Nota de Valores en el Registro Oficial de la CNMV y una vez publicada la mencionada Nota en la página web de Caja Guadalajara, hasta la total colocación de la emisión o, en todo caso, hasta el 30 de diciembre de 2009, que finaliza el periodo de suscripción.

**Desembolso:** El desembolso de las obligaciones se realizará mediante el correspondiente apunte en cuenta a la vista, el día 30 de diciembre de 2009.

**Interés nominal:** Desde el 30 de diciembre de 2009 hasta el 30 de diciembre de 2011, el tipo de interés será el 6% nominal anual, pagadero por semestres vencidos los días 30 de los meses de junio y diciembre. A partir del 30 de diciembre de 2011, el tipo de interés se revisará y fijará semestralmente, determinándose el mismo incrementando el tipo de interés Euribor a 6 meses del segundo día hábil anterior al del inicio del periodo de interés de que se trate, en un margen de 500 puntos básicos. Este margen se incrementará en 50 puntos básicos si el emisor no ejercitase su derecho de amortización, una vez transcurridos cinco años desde la fecha de cierre de la emisión o desde la fecha de desembolso, si ésta fuese posterior. Se tomará como Euribor a 6 meses el que figure en la pantalla REUTERS alrededor de las 11:00 horas, hora de Bruselas (Europa Central – CET: Central European Time), correspondiente a la página EURIBOR01 el segundo día hábil anterior al del inicio del periodo de interés de que se trate, correspondiente al plazo de 6 meses. La Emisión no tiene establecido ningún tipo de interés nominal anual máximo ni mínimo. El tipo resultante aplicable a cada periodo se publicará convenientemente para conocimiento de los suscriptores o tenedores de los valores, en las oficinas de la Caja de Ahorro Provincial de Guadalajara, dentro de los 30 días siguientes al inicio del periodo de interés de que se trate.

**Fecha pago de cupones:** El tipo de interés se hará efectivo por semestres vencidos, los días 30 de junio y 30 de diciembre de cada uno de los años de vida de la emisión. En caso que el día de pago de un cupón periódico no fuese día hábil a efectos del calendario TARGET, el pago del mismo se trasladará al día hábil inmediatamente posterior, sin que por ese motivo se devengue ningún derecho adicional para los titulares de los valores. Cada cupón será proporcional al número de días transcurridos desde la fecha de desembolso o pago del cupón previo inclusive, hasta la fecha de pago exclusive.

La fecha de pago del primer cupón será el día 30 de junio de 2010.

**TIR bruta anual para el suscriptor:** 6,32%, suponiendo que los valores se desembolsan en su totalidad el 30 de diciembre de 2009 y se mantienen hasta su vencimiento el 30 de diciembre de 2019; además se ha tomado para los cuatro primeros cupones semestrales el tipo de interés nominal anual del 6% y para el resto de cupones, se ha tomado el Euribor a 6 meses de fecha 26 de octubre de 2009 (1,017%) más un margen de 500 puntos básicos hasta el cupón de fecha 31 de diciembre de 2014 y de 550 puntos básicos para el resto, resultando un interés nominal anual del 6,017% y del 6,517%, respectivamente.

Suponiendo que el emisor optara por amortizar la emisión a los cinco años de la fecha de emisión, esto es, el 30 de diciembre de 2014, y manteniendo el resto de condiciones iguales al apartado anterior, la TIR bruta anual para el suscriptor sería el 6,10%.

**Amortización:** Los valores serán amortizados en su totalidad, a la par, a su vencimiento que será el 30 de diciembre de 2019. No obstante, el emisor podrá amortizar totalmente la emisión, a la par, libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España, a partir de los cinco años a contar desde la fecha de desembolso. En caso de producirse dicha amortización anticipada, se hará coincidir con la fecha de un pago de cupón. No existe la amortización parcial de la emisión por parte del emisor, ni existe la amortización anticipada a petición de los tenedores de las obligaciones.

**Cotización oficial:** El Emisor solicitará la admisión de las obligaciones a cotización oficial en AIAF Mercado de Renta Fija.

**Colectivo potenciales inversores:** La Emisión se destina a todo el público en general.

**Tramitación de la suscripción:** Las peticiones de suscripción se atenderán, por riguroso orden de recepción, en las Oficinas de la Entidad Emisora, por medio de un sistema *on line* que controla en todo momento el volumen suscrito. El suscriptor de la presente emisión, deberá abrir una cuenta de valores asociada a una cuenta a la vista, si no la tuviese abierta en la Entidad. La apertura y cancelación de estas cuentas serán libres de gastos para el suscriptor, salvo en su caso, los gastos de mantenimiento de la cuenta a la vista, según tarifas vigentes en cada momento. No se repercutirán gastos de mantenimiento por la cuenta de valores.

**Sindicato de Obligacionistas:** Se designa y acepta para el cargo de Comisario del Sindicato de Obligacionistas de la presente emisión a Dña. Natalia Martínez Ramos, responsable de Mercado de Capitales y Tesorería de la Entidad Emisora, con domicilio en Guadalajara, calle Juan Bautista Topete, números 1 y 3.

**Régimen fiscal:** Las rentas de los valores estarán sujetas a tributación de acuerdo con la legislación fiscal aplicable en cada momento. Dicho régimen fiscal queda suficientemente explicado en el Folleto Informativo.

**Orden de Prelación:** Las obligaciones subordinadas de esta Emisión se sitúan, en caso de insuficiencia de fondos del Emisor, insolvencia o liquidación del mismo, por detrás de todos los acreedores comunes del Emisor y al mismo nivel que sus acreedores subordinados. En todo caso, se situarán por delante de las cuotas participativas y participaciones preferentes emitidas o garantizadas por el Emisor.

Caja de Ahorro Provincial de Guadalajara ha obtenido la opinión de InterMoney Valora Consulting, S.A., de fecha 29 de octubre de 2009 y de Analistas Financieros Internacionales, S.A., de fecha 29 de octubre de 2009, consultoras independientes especializadas, sobre las condiciones financieras de la emisión. Dichos informes se adjuntan como Anexo a la presente Nota de Valores.

**PRINCIPALES DATOS ECONÓMICOS DE LA ENTIDAD:**

**Balance de Situación consolidado a 30 de septiembre de 2009 (datos no auditados) y a 31 de diciembre de 2008 y 2007, según Circular 6/2008 de Banco de España.**

**BALANCE CONSOLIDADO:**

(En miles de euros)

ACTIVO	30/09/09	2008	2007	% Variación	
				09 / 08	08 / 07
<b>Caja y depósitos en Bancos Centrales</b>	<b>26.339</b>	<b>25.997</b>	<b>26.382</b>	<b>1,32%</b>	<b>-1,46%</b>
<b>Cartera de negociación</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2.211</b>	<b>0,00%</b>	<b>-100,00%</b>
Otros instrumentos de capital	0	0	2.174	0,00%	-100,00%
Derivados de negociación	0	0	37	0,00%	-100,00%
<b>Otros Activos Financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
Instrumentos de capital	0	0	0	0,00%	0,00%
<b>Activos Financieros disponibles para la venta</b>	<b>236.807</b>	<b>215.662</b>	<b>122.061</b>	<b>9,80%</b>	<b>76,68%</b>
Valores representativos de deuda	206.272	194.650	107.163	5,97%	81,64%
Instrumentos de capital	30.535	21.012	14.898	45,32%	41,04%
Pro-memoria: Prestados o en garantía	6.933	30.906	8.700	-77,57%	255,24%
<b>Inversiones crediticias</b>	<b>1.241.495</b>	<b>1.230.549</b>	<b>1.154.173</b>	<b>0,89%</b>	<b>6,62%</b>
Depósitos en Entidades de Crédito	9.759	7.232	42.762	34,94%	-83,09%
Crédito a la clientela	1.231.736	1.223.317	1.111.411	0,69%	10,07%
Valores representativos de deuda	0	0	0	0,00%	0,00%
<b>Cartera de inversión a vencimiento</b>	<b>62.505</b>	<b>14.525</b>	<b>14.439</b>	<b>330,33%</b>	<b>0,60%</b>
<b>Ajustes a Act. Financieros por macro-coberturas</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>Derivados de cobertura</b>	<b>3.090</b>	<b>1.849</b>	<b>42</b>	<b>67,10%</b>	<b>4302,38%</b>
<b>Activos no corrientes en venta</b>	<b>61.203</b>	<b>27.648</b>	<b>5</b>	<b>121,37%</b>	<b>552860,00%</b>
<b>Participaciones</b>	<b>12.823</b>	<b>15.006</b>	<b>15.635</b>	<b>-14,55%</b>	<b>-4,02%</b>
Entidades asociadas	5.520	5.541	5.930	-0,38%	-6,56%
Entidades multigrupo	7.303	9.465	9.705	-22,84%	-2,47%
<b>Contratos de seguros vinculados a pensiones</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>Activos por reaseguros</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>Activo Material</b>	<b>52.055</b>	<b>45.121</b>	<b>34.053</b>	<b>15,37%</b>	<b>32,50%</b>
Inmovilizado material	47.401	31.394	30.524	50,99%	2,85%
De uso propio	47.291	31.154	30.256	51,80%	2,97%
Afecto a la Obra Social	109	240	268	-54,51%	-10,45%
Inversiones inmobiliarias	4.655	13.727	3.529	-66,09%	288,98%
<b>Activo Intangible</b>	<b>5.247</b>	<b>5.062</b>	<b>2.557</b>	<b>3,66%</b>	<b>97,97%</b>
<b>Activos fiscales</b>	<b>14.390</b>	<b>13.599</b>	<b>8.080</b>	<b>5,82%</b>	<b>68,30%</b>
Corrientes	4.382	7.814	569	-43,92%	1273,29%
Diferidos	10.008	5.785	7.511	73,01%	-22,98%
<b>Resto de activos</b>	<b>1.417</b>	<b>903</b>	<b>1.258</b>	<b>56,94%</b>	<b>-28,22%</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>1.717.372</b>	<b>1.595.921</b>	<b>1.380.896</b>	<b>7,61%</b>	<b>15,57%</b>

(En miles de euros)

PASIVO Y PATRIMONIO NETO	30/09/09	2008	2007	% Variación	
				09/08	08/07
<b>Cartera de negociación</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>Otros pasivos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>Pasivos financieros a coste amortizado</b>	<b>1.637.586</b>	<b>1.514.675</b>	<b>1.299.977</b>	<b>8,11%</b>	<b>16,52%</b>
Depósitos de bancos centrales	130.404	100.235	0	30,10%	0,00%
Depósitos de entidades de crédito	29.167	47.547	10.115	-38,66%	370,06%
Depósitos de la clientela	1.409.836	1.298.198	1.217.997	8,60%	6,58%
Pasivos subordinados	59.458	59.232	62.253	0,38%	-4,85%
Otros pasivos financieros	8.722	9.463	9.612	-7,83%	-1,55%
<b>Ajustes a pasivos financieros por macro-coberturas</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>Derivados de cobertura</b>	<b>2.875</b>	<b>2.383</b>	<b>7.428</b>	<b>20,66%</b>	<b>-67,92%</b>
<b>Pasivos asociados con activos no corrientes en venta</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>Pasivos por contratos de seguros</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>Provisiones</b>	<b>2.396</b>	<b>4.829</b>	<b>2.451</b>	<b>-50,39%</b>	<b>97,02%</b>
Fondos para pensiones y obligaciones similares	1.792	1.362	1.585	31,55%	-14,07%
Provisiones para riesgos y compromisos contingentes	604	767	866	-21,26%	-11,43%
Otras provisiones	0	2.700	0	-100,00%	0,00%
<b>Pasivos fiscales</b>	<b>830</b>	<b>837</b>	<b>2.003</b>	<b>-0,80%</b>	<b>-58,21%</b>
Corrientes	0	0	1.136	0,00%	-100,00%
Diferidos	830	837	867	-0,80%	-3,46%
<b>Fondo de la Obra Social</b>	<b>595</b>	<b>335</b>	<b>382</b>	<b>77,51%</b>	<b>-12,30%</b>
<b>Resto de pasivos</b>	<b>753</b>	<b>1.240</b>	<b>2.053</b>	<b>-39,28%</b>	<b>-39,60%</b>
<b>Capital reembolsable a la vista</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1.645.035</b>	<b>1.524.299</b>	<b>1.314.294</b>	<b>7,92%</b>	<b>15,98%</b>
<b>Fondos Propios</b>	<b>73.506</b>	<b>75.295</b>	<b>68.571</b>	<b>-2,38%</b>	<b>9,81%</b>
Capital o fondo de dotación	9	9	9	0,00%	0,00%
Reservas	70.487	68.773	59.999	2,49%	14,62%
Reservas (pérdidas) acumuladas	69.646	67.532	58.639	3,13%	15,17%
Rvas.(pérdidas) entidades valoradas método particip.	841	1.241	1.360	-32,27%	-8,75%
Otros instrumentos de capital	0	0	0	0,00%	0,00%
Menos: valores propios	0	0	0	0,00%	0,00%
Resultado del ejercicio atribuido a la entidad dominante	3.010	6.513	8.563	-53,79%	-23,94%
Menos: Dividendos y retribuciones	0	0	0	-100,00%	0,00%
<b>Ajustes por valoración</b>	<b>-1.176</b>	<b>-3.679</b>	<b>-1.975</b>	<b>-68,04%</b>	<b>86,28%</b>
Activos financieros disponibles para la venta	-1.176	-3.679	-1.975	-68,04%	86,28%
<b>Intereses minoritarios</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>72.336</b>	<b>71.622</b>	<b>66.602</b>	<b>1,00%</b>	<b>7,54%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>1.717.372</b>	<b>1.595.921</b>	<b>1.380.896</b>	<b>7,61%</b>	<b>15,57%</b>
<b>PRO-MEMORIA</b>					
<b>Riesgos contingentes</b>	<b>47.926</b>	<b>56.347</b>	<b>65.540</b>	<b>-14,94%</b>	<b>-14,03%</b>

**Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidada a 31 de diciembre de 2008 y 2007 (datos auditados)**

(En miles de euros)

<b>PERDIDAS Y GANANCIAS</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>% Variación</b>
<i>Intereses y rendimientos asimilados</i>	79.778	62.390	27,87%
<i>Intereses y cargas asimiladas</i>	-47.308	-30.000	57,69%
<b>MARGEN DE INTERESES</b>	<b>32.470</b>	<b>32.390</b>	<b>0,25%</b>
<i>Rendimientos de instrumentos de capital</i>	451	812	-44,46%
<i>Resultados de entidades valoradas por el método de participac.</i>	-99	7	-1514,29%
<i>Comisiones percibidas</i>	5.720	4.994	14,54%
<i>Comisiones pagadas</i>	-430	-497	-13,48%
<i>Resultados de operaciones financieras (neto)</i>	-42	1.586	-102,65%
<i>Cartera de negociación</i>	-335	-39	758,97%
<i>Instrum.financieros no valorados a VR con cambios en PyG</i>	295	1.629	-81,89%
<i>Otros</i>	-2	-4	-50,00%
<i>Diferencias de cambio (neto)</i>	7	9	-22,22%
<i>Otros productos de explotación</i>	1.653	1.762	-6,19%
<i>Otras cargas de explotación</i>	-381	-404	-5,69%
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>39.349</b>	<b>40.659</b>	<b>-3,22%</b>
<i>Gastos de administración</i>	-26.722	-25.071	6,59%
<i>Gastos de personal</i>	-17.409	-16.983	2,51%
<i>Otros gastos generales de administración</i>	-9.313	-8.088	15,15%
<i>Amortización</i>	-1.555	-1.490	4,36%
<i>Dotaciones a provisiones (neto)</i>	-3.164	-277	1042,24%
<i>Pérdidas por deterioro de activos (neto)</i>	-12.523	-3.352	273,60%
<i>Inversiones crediticias</i>	-12.690	-3.304	284,08%
<i>Otros Instrum.financ. no valorados a VR con cambios en PyG</i>	167	-48	447,92%
<b>RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACION</b>	<b>-4.615</b>	<b>10.469</b>	<b>-144,08%</b>
<i>Pérdidas por deterioro del resto de activos (neto)</i>	-2.831	0	0,00%
<i>Ganancias (pérdidas) en la baja de activos no clasificados como no corrientes en venta</i>	15.490	594	2507,74%
<i>Diferencia negativa en combinaciones de negocio</i>	0	0	0,00%
<i>Ganancias (pérdidas) de activos no corrientes en venta no clasificados como operaciones ininterrumpidas</i>	-48	0	0,00%
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>7.996</b>	<b>11.063</b>	<b>-27,72%</b>
<i>Impuesto sobre beneficios</i>	-1.483	-2.500	-40,68%
<i>Dotación obligatoria a obras y fondos sociales</i>	0	0	0,00%
<b>RDO. DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OP.CONTINUADAS</b>	<b>6.513</b>	<b>8.563</b>	<b>-23,94%</b>
<i>Resultado de operaciones interrumpidas (neto)</i>	0	0	0,00%
<b>RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO</b>	<b>6.513</b>	<b>8.563</b>	<b>-23,94%</b>
<i>Resultado atribuido a la entidad dominante</i>	6.513	8.563	-23,94%
<i>Resultado atribuido a intereses minoritarios</i>	0	0	0,00%

**Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidada a 30 de septiembre de 2009 y 2008 (datos no auditados)**

	(En miles de euros)		
<b>PERDIDAS Y GANANCIAS</b>	<b>30/09/09</b>	<b>30/09/08</b>	<b>% Variación</b>
<i>Intereses y rendimientos asimilados</i>	49.484	58.265	-15,07%
<i>Intereses y cargas asimiladas</i>	-29.287	-33.980	-13,81%
<b>MARGEN DE INTERESES</b>	<b>20.197</b>	<b>24.285</b>	<b>-16,83%</b>
<i>Rendimientos de instrumentos de capital</i>	454	372	22,14%
<i>Resultados de entidades valoradas por el método de participac.</i>	-248	111	-323,21%
<i>Comisiones percibidas</i>	3.713	4.137	-10,26%
<i>Comisiones pagadas</i>	-339	-340	-0,31%
<i>Resultados de operaciones financieras (neto)</i>	202	-28	-833,93%
<i>Cartera de negociación</i>	-1	-320	-99,80%
<i>Instrum.financieros no valorados a VR con cambios en PyG</i>	203	295	-31,18%
<i>Otros</i>	0	-2	-100,00%
<i>Diferencias de cambio (neto)</i>	18	10	75,59%
<i>Otros productos de explotación</i>	1.281	4.016	-68,09%
<i>Otras cargas de explotación</i>	-282	-286	-1,42%
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>24.998</b>	<b>32.278</b>	<b>-22,55%</b>
<i>Gastos de administración</i>	-18.732	-19.940	-6,06%
<i>Gastos de personal</i>	-12.560	-13.275	-5,39%
<i>Otros gastos generales de administración</i>	-6.172	-6.665	-7,40%
<i>Amortización</i>	-1.281	-1.521	-15,78%
<i>Dotaciones a provisiones (neto)</i>	2.052	-374	-648,59%
<i>Pérdidas por deterioro de activos (neto)</i>	-3.006	-4.436	-32,23%
<i>Inversiones crediticias</i>	-3.031	-4.598	-34,07%
<i>Otros Instrum.financ. no valorados a VR con cambios en PyG</i>	25	162	84,48%
<b>RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACION</b>	<b>4.030</b>	<b>6.007</b>	<b>-32,91%</b>
<i>Pérdidas por deterioro del resto de activos (neto)</i>	-1.201	-15	7906,93%
<i>Ganancias (pérdidas) en la baja de activos no clasificados como no corrientes en venta</i>	971	619	56,87%
<i>Diferencia negativa en combinaciones de negocio</i>	0	0	0,00%
<i>Ganancias (pérdidas) de activos no corrientes en venta no clasificados como operaciones ininterrumpidas</i>	-3.056	-278	0,00%
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>744</b>	<b>6.333</b>	<b>-88,26%</b>
<i>Impuesto sobre beneficios</i>	2.266	-1.320	-271,65%
<i>Dotación obligatoria a obras y fondos sociales</i>	0	0	0,00%
<b>RDO. DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OP.CONTINUADAS</b>	<b>3.010</b>	<b>5.013</b>	<b>-39,96%</b>
<i>Resultado de operaciones interrumpidas (neto)</i>	0	0	0,00%
<b>RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO</b>	<b>3.010</b>	<b>5.013</b>	<b>-39,96%</b>
<i>Resultado atribuido a la entidad dominante</i>	3.010	5.013	-39,96%
<i>Resultado atribuido a intereses minoritarios</i>	0	0	0,00%

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

(En miles de euros)

	<b>30/09/09</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>
<i>Coefficiente de Solvencia</i>	10,13%	10,55%	10,99%
<i>Ratio Tier I</i>	6,16%	6,18%	6,13%
<i>Ratio Tier II</i>	3,97%	4,37%	4,86%
<i>Recursos Propios Básicos</i>	76.078	74.666	70.302
<i>Recursos Propios de Segunda Categoría</i>	49.082	52.718	55.803
<i>Recursos Propios computables</i>	125.160	127.384	126.105
<i>Ratio de Morosidad</i>	5,40%	3,84%	0,93%
<i>Ratio de Cobertura</i>	57,43%	65,35%	211,05%

## **0. FACTORES DE RIESGO DE LOS VALORES**

Antes de adoptar la decisión de suscripción de la emisión "DEUDA SUBORDINADA CAJA DE GUADALAJARA, EMISIÓN 14", objeto de la presente Nota de Valores, los inversores deberán ponderar una serie de factores de riesgo que se señalan a continuación.

Los principales riesgos que afectan a los valores que se emiten son:

- Riesgos de subordinación y prelación de los inversores ante situaciones concursales: Las obligaciones subordinadas de esta Emisión, se sitúan, en caso de insuficiencia de fondos del Emisor, insolvencia o liquidación del mismo, por detrás de todos los acreedores comunes del Emisor y al mismo nivel que sus acreedores subordinados. En todo caso, se situarán por delante de las cuotas participativas y participaciones preferentes emitidas o garantizadas por el Emisor.
- Riesgo de liquidez: Es el riesgo de que los operadores del mercado no encuentren contrapartida para los valores. Aunque se solicitará la admisión a negociación en el Mercado AIAF de Renta Fija, no es posible asegurar que vaya a producirse una negociación activa en el mercado. Tampoco es posible asegurar el desarrollo o liquidez de los mercados de negociación para la presente emisión.

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 de mercado, sería posible que el inversor se encontrase con dificultades para hacer líquida su inversión a un precio razonable.

- Riesgo de mercado: Las obligaciones subordinadas constitutivas de esta Emisión, una vez admitidas a negociación, estarán sometidas a posibles fluctuaciones de sus precios en el mercado, en función, principalmente, de la evolución de los tipos de interés y de la duración de la inversión, de las condiciones de mercado y de las condiciones económicas generales. En función de la evolución de dichas condiciones, estas obligaciones subordinadas podrían llegar a negociarse por debajo de su precio de emisión.
- Riesgo de crédito: Los valores incluidos en la presente Nota de Valores están sujetos al riesgo de pérdida en caso de deterioro de la estructura financiera del Emisor, que puede conllevar ciertos riesgos en el pago de los intereses y / o principal de los valores y, por tanto, generar una disminución del valor de la inversión.

A la fecha de registro de la presente Nota de Valores, no se tiene solicitada la calificación crediticia ni del Emisor ni de los valores de la presente Emisión.

- Riesgo por fluctuación del tipo de interés: La rentabilidad que se pueda obtener por la inversión en los valores de la presente Emisión, estará sometida a fluctuaciones de los tipos de interés.
- Riesgos por amortización anticipada: Se establecen cláusulas de amortización anticipada por la Entidad Emisora: el Emisor podrá amortizar totalmente la emisión, a la par, libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España, a partir de los cinco años a contar desde la última fecha de desembolso. En tal caso, un tenedor podría no ser capaz de reinvertir el resultado de dicha amortización anticipada en valores comparables y al mismo tipo de interés.

## **NOTA DE VALORES**

### **1. PERSONAS RESPONSABLES**

D. ALEJANDRO GARCIA BALCONES y D. ANGEL CHICHARRO LORENCI, Director General y Subdirector General, respectivamente, en virtud de las facultades que les han sido conferidas por Acuerdo del Consejo de Administración de la Entidad Emisora de fecha 10 de septiembre de 2009, de acuerdo con la autorización previa otorgada por la Asamblea General de la Entidad celebrada el día 25 de junio de 2005, acuerdan las características de esta emisión y asumen la responsabilidad de la presente Nota de Valores y declaran, en nombre y representación de la Caja de Ahorro Provincial de Guadalajara (en adelante también Caja de Guadalajara, la Caja, la Entidad Emisora o el Emisor), con domicilio en Guadalajara, Torre Caja Guadalajara, Avda. Eduardo Guitián, 11 – 19.002, que, tras comportarse con una diligencia razonable, la información contenida en la presente Nota de Valores es, según su conocimiento, conforme a los hechos y no incurre en ninguna omisión que pudiera afectar a su contenido.

Dña. NATALIA MARTINEZ RAMOS, responsable de *Mercado de Capitales y Tesorería* de la Entidad Emisora, en su condición de Comisaria Provisional del Sindicato de la presente emisión, firma para su aceptación como tal.

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

Antes de adoptar la decisión de suscripción de la emisión "DEUDA SUBORDINADA CAJA DE GUADALAJARA, EMISIÓN 14", objeto de la presente Nota de Valores, los inversores deberán ponderar una serie de factores de riesgo que se señalan en el apartado anterior *0. Factores de Riesgo*.

### **3. INFORMACIÓN FUNDAMENTAL**

#### **3.1 Interés de las personas físicas y jurídicas participantes en la Oferta**

No existe ningún interés particular de las personas que participan en la Oferta que sean importantes para la misma.

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

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

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

Los gastos de emisión estimados son los siguientes:

**GASTOS DE EMISIÓN ESTIMADOS:**

<i>(En euros)</i>	
<b>CONCEPTO</b>	<b>IMPORTE</b>
<i>Registro en la C.N.M.V.</i>	<i>1.190,00</i>
<i>Registro en Iberclear y equiparaciones</i>	<i>350,00</i>
<i>Admisión a cotización en A.I.A.F.</i>	<i>425,00</i>
<i>Admisión a negociación (Supervis. CNMV)</i>	<i>255,00</i>
<i>Asesoramiento y Valoración expertos</i>	<i>22.500,00</i>
<i>Gastos varios</i>	<i>280,00</i>
<b>TOTAL</b>	<b>25.000,00</b>

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

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

La presente Nota de Valores se realiza a los efectos de la emisión de obligaciones subordinadas denominada "*DEUDA SUBORDINADA CAJA DE GUADALAJARA, EMISIÓN 14*"

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

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

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

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

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

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

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

Los valores estarán representados mediante Anotaciones en Cuenta gestionadas por la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal (en adelante IBERCLEAR), sita en Plaza de la Lealtad,1 28014-Madrid .

#### **4.4 Divisa de la emisión**

Los valores estarán denominados en Euros.

#### **4.5 Orden de prelación**

La presente emisión de deuda subordinada realizada por Caja de Guadalajara no tendrá garantías reales ni de terceros. El capital y los intereses de la misma están garantizados por el total del patrimonio de Caja de Guadalajara.

Estos valores presentan la condición de financiación subordinada para los acreedores y, a efectos del orden de pago, se sitúa detrás de los siguientes acreedores:

1. Acreedores con privilegio
2. Acreedores ordinarios y depositantes

En caso de concurso, estas obligaciones subordinadas no gozarán de preferencia en el seno de la deuda subordinada de Caja Guadalajara, cualquiera que sea la instrumentación y fecha de dicha deuda. Se situarán por delante de las cuotas participativas, en su caso, y participaciones preferentes emitidas o garantizadas por la Entidad Emisora.

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

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

Los derechos económicos y financieros para el inversor asociados a la adquisición y tenencia de los valores, son los derivados de las condiciones de tipo de interés, rendimientos y precios de amortización con que se emitan y que se encuentran recogidas en los epígrafes 4.7., 4.8. y 4.9. siguientes.

En cada fecha de pago, el inversor tendrá automáticamente a su disposición sus derechos económicos, mediante el correspondiente apunte en la cuenta abierta en cualquier Entidad Participante en IBERCLEAR, actuando como agente de pagos la Confederación Española de Cajas de Ahorros (C.E.C.A.)

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

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

##### **Tipo de interés nominal**

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

- Tipo de interés fijo.- Desde el 30 de diciembre de 2009 hasta el 30 de diciembre de 2011, el tipo de interés será el 6% nominal anual, pagadero por semestres vencidos, los días 30 de los meses de junio y diciembre.
- Tipo de interés variable.- A partir del 30 de diciembre de 2011, el tipo de interés se revisará y fijará semestralmente, determinándose el mismo incrementando el tipo de interés Euribor a 6 meses del segundo día hábil anterior al del inicio del periodo de interés de que se trate, en un margen de 500 puntos básicos. Dicho tipo de interés será pagadero por semestres vencidos, los días 30 de los meses de junio y diciembre, hasta la fecha de amortización.

Este margen se incrementará en 50 puntos básicos si el emisor no ejercitase su derecho de amortización, una vez transcurridos cinco años desde la fecha de cierre de la emisión o desde la fecha de desembolso, si ésta fuese posterior.

En concreto, se tomará como Euribor a 6 meses el que figure en la pantalla REUTER alrededor de las 11:00 horas, hora de Bruselas (Europa Central – CET: Central European Time), correspondiente a la página EURIBOR01 (o en la pantalla y páginas que las sustituyan y que sean equivalentes, siempre que las citadas pantallas y páginas no estén disponibles), el segundo día hábil anterior al del inicio del periodo de interés de que se trate, correspondiente al plazo de 6 meses.

Se entenderá por día hábil, a efectos de la presente emisión, el que se fije en cada momento por el Banco Central Europeo para el funcionamiento del Sistema TARGET2.

De no publicarse el índice anterior, el tipo de interés de referencia sustitutivo será el tipo de interés medio diario del Mercado Interbancario de Madrid, del segundo día hábil anterior al del inicio del periodo de interés de que se trate o último publicado, correspondiente al plazo de 6 meses. Dicho tipo de interés de referencia sustitutivo se tomará de la página web del Banco de España ([www.bde.es](http://www.bde.es)), apartado de Estadísticas, Tipos de interés del Mercado Interbancario, Depósitos no transferibles.

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

La Emisión no tiene establecido ningún tipo de interés nominal anual máximo ni mínimo.

A estos efectos, el tipo resultante aplicable a cada periodo se publicará convenientemente para conocimiento de los suscriptores o tenedores de los valores, en las oficinas de la Caja de Ahorro Provincial de Guadalajara, dentro de los 30 días siguientes al inicio del periodo de interés de que se trate.

### **Procedimiento para el pago de cupones**

El tipo de interés se hará efectivo por semestres vencidos, los días 30 de junio y 30 de diciembre de cada uno de los años de vida de la emisión. En caso que el día de pago de un cupón periódico no fuese día hábil a efectos del calendario TARGET, el pago del mismo se trasladará al día hábil inmediatamente posterior, sin que por ese motivo se devengue ningún derecho adicional para los titulares de los valores.

El primer cupón se abonará el 30 de junio de 2010 y comprenderá los intereses devengados por el total de las obligaciones suscritas y desembolsadas, desde el 30 de diciembre de 2009 inclusive, hasta la fecha de pago exclusive.

La fórmula general para el cálculo del importe de cada uno de los cupones semestrales es la siguiente:

$$C = \frac{N \times I \times D}{\text{Base} \times 100}$$

donde: C = Importe bruto del cupón por cada obligación

N = Nominal de la obligación (1.000 euros)

I = Tipo de interés nominal bruto anual

D = Días transcurridos entre la Fecha de Inicio del Periodo de Devengo de Interés 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 aplicable

Base = Número de días en que se divide el año a efectos del cálculo de intereses que en la presente emisión es de 365 días

El importe neto se obtiene deduciendo el importe de la retención a cuenta del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o del Impuesto sobre Sociedades, vigente en el momento de efectuarse el pago. La fórmula es:

$$C_n = C \times (1 - RT)$$

siendo  $C_n$  el cupón neto y RT el importe de la retención en tanto por uno.

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

El plazo para emprender acciones para reclamar el pago de los intereses prescribe pasados cinco años desde la Fecha de Pago en la que se produzca el impago.

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

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

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

Los valores se amortizarán a la par.

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

Los valores serán amortizados en su totalidad a su vencimiento que será el 30 de diciembre de 2019.

No obstante, el emisor podrá amortizar totalmente la emisión, a la par, libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España, a partir de los cinco años a contar desde la última fecha de desembolso. En caso de producirse esta amortización, se hará coincidir con la fecha de un pago de cupón. No existe la amortización parcial de la emisión por parte del emisor, ni existe la amortización anticipada a petición de los tenedores de las obligaciones.

La notificación de la amortización anticipada se dirigirá, en un plazo mínimo de 30 días, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, al Agente de Pagos (C.E.C.A.), a A.I.A.F. como mercado secundario donde se solicitará cotización de los valores, a IBERCLEAR como entidad encargada del registro de los valores y a los titulares de los mismos; a estos últimos, mediante la publicación del correspondiente anuncio en los tabloneros de anuncios de la red de oficinas de Caja de Guadalajara, y deberá ser firmada por un apoderado de la Entidad Emisora con facultades bastantes.

Las notificaciones deberán especificar los siguientes extremos:

- i) identificación de la emisión sujeta a amortización,
- ii) importe nominal global a amortizar,
- iii) la fecha de efecto de la Amortización Anticipada, que será un día hábil a los efectos del mercado de negociación de los valores,
- iv) el Precio de Amortización, y
- v) la fecha de reembolso de los importes.

La notificación será irrevocable, y obligará al Emisor en los términos en ella contenidos.

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

La tasa interna de rentabilidad (T.I.R.) o tipo de interés efectivo previsto para un suscriptor que adquiriese los valores amparados por la presente Nota de Valores en el momento de la emisión y los mantuviese hasta su vencimiento, si se cumplen las hipótesis previstas posteriormente, sería de 6,32%.

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

- Desembolso del total de los valores emitidos el 30 de diciembre de 2009
- Amortización de la emisión el 30 de diciembre de 2019
- Tipo de interés nominal anual para los dos primeros años el 6%.
- Tipo de interés para los siguientes periodos hasta 30 de diciembre de 2014, dada la variabilidad del mismo, se ha supuesto que se toma el Euribor a 6 meses de fecha 26 de octubre de 2009 (1,017%) más un margen de 500 puntos básicos, resultando un interés nominal anual del 6,017%.
- Tipo de interés para los siguientes periodos desde el 30 de diciembre de 2014 hasta el vencimiento, se incrementa en 50 puntos básicos más, el tipo de interés de referencia tomado en el apartado anterior, resultando un interés nominal anual del 6,517%.

Si el emisor optara por amortizar la emisión a los cinco años de la fecha de emisión, esto es, el 30 de diciembre de 2014, y manteniendo el resto de hipótesis iguales al apartado anterior, la T.I.R. bruta anual para el suscriptor sería el 6,10%.

La tasa interna de rentabilidad para el suscriptor se ha calculado mediante la siguiente fórmula:

$$P_0 = \sum^n \frac{F_j}{\left(1 + \frac{r}{100}\right)^{\left(\frac{d}{Base}\right)}}$$

donde:  $P_0$  = Precio de Emisión del valor

$F_j$  = Flujos de cobros y pagos brutos a lo largo de la vida del valor

$r$  = Rentabilidad anual efectiva o TIR

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

$n$  = Número de flujos de la Emisión

$Base$  = Base para el cálculo de intereses ACT/365

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

Se procederá a la constitución del Sindicato de Obligacionistas para la presente emisión, de conformidad con lo establecido en la Ley 211/1964, de 24 de diciembre (por la que se regula la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas o por asociaciones u otras personas jurídicas, y la constitución del sindicato de obligacionistas), a medida que los Obligacionistas vayan recibiendo los valores, y que se registrará por el Reglamento redactado a continuación.

Se designa y acepta para el cargo de Comisario Provisional del Sindicato de la presente emisión, a Dña. Natalia Martínez Ramos, responsable de *Mercado de Capitales y Tesorería* de la Entidad Emisora, con domicilio en Guadalajara, calle Juan Bautista Topete, números 1 y 3, quien tendrá las facultades que le atribuye el Reglamento siguiente:

## **REGLAMENTO DEL SINDICATO DE OBLIGACIONISTAS**

*Artículo 1.- Con la denominación de SINDICATO DE OBLIGACIONISTAS DE LA EMISION "DEUDA SUBORDINADA CAJA DE GUADALAJARA, EMISIÓN 14" queda constituido un sindicato que tiene por objeto la defensa de los intereses y derechos de los titulares de obligaciones emitidas por Caja de Guadalajara, en su emisión número 14, de acuerdo con la legislación vigente.*

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

*Artículo 3.- El domicilio del Sindicato se fija en Guadalajara, calle Juan Bautista Topete, números 1 y 3.*

*Artículo 4.- Son Órganos del Sindicato la Asamblea General de Obligacionistas y el Comisario. La Asamblea General de Obligacionistas acordará el nombramiento de un Secretario a efectos de certificar los acuerdos de la misma.*

*Artículo 5.- El Comisario será el Presidente del Sindicato de Obligacionistas, y además de las competencias que le atribuya la Asamblea General, tendrá la representación legal del Sindicato y podrá ejercitar las acciones que a éste correspondan y las que considere oportunas para la defensa general y particular de los titulares de los valores. En todo caso, el Comisario será el órgano de relación entre la Entidad Emisora y el Sindicato, y como tal, podrá asistir con voz y sin voto, a las deliberaciones de la Asamblea General de la Entidad Emisora, informar a ésta de los acuerdos del Sindicato y requerir de la misma los informes que a su juicio o al de la Asamblea de Obligacionistas, interesen a éstos.*

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

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

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

*Artículo 9.- En todo lo no previsto en el presente Reglamento será de aplicación: a) La Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores; b) La Ley 211/1964, de 24 de diciembre, sobre regulación de la emisión de obligaciones por Sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas, asociaciones u otras personas jurídicas y la constitución del Sindicato de Obligacionistas y c) el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.*

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

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

- Autorización de la Asamblea General de la Entidad de fecha 25 de junio de 2005.
- Acuerdo del Consejo de Administración de la Entidad de 10 de septiembre de 2009.
- Certificado del Director General de la Entidad de fecha 3 de noviembre de 2009.
- Certificado del Subdirector General de la Entidad de fecha 27 de noviembre de 2009.

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

#### **4.12. Fecha de emisión y desembolso**

La fecha de emisión y desembolso de los valores será el 30 de diciembre de 2009.

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

Según la legislación vigente, no existen restricciones particulares, ni de carácter general a la libre transmisibilidad de los valores que se prevé emitir.

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

A estos valores les será de aplicación el régimen general vigente en cada momento para las emisiones de valores de España. A continuación se expone el régimen fiscal vigente en el momento de verificación de esta Oferta Pública sobre la base de una descripción general del régimen establecido por la legislación española en vigor, sin perjuicio de los regímenes tributarios forales de Concierto y Convenio económico en vigor, respectivamente, en los territorios históricos del País Vasco y en la Comunidad Foral de Navarra, o aquellos otros, excepcionales que pudieran ser aplicables por las características específicas del inversor.

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

**A) Imposición Indirecta en la adquisición y transmisión de las obligaciones subordinadas**

La adquisición y, en su caso, la posterior transmisión de obligaciones subordinadas está exenta del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales Onerosas y Actos Jurídicos Documentados y del Impuesto sobre el Valor Añadido, en los términos expuestos en el artículo 108 de la Ley del Mercado de Valores y concordantes de las leyes reguladoras de los impuestos citados.

**B) Imposición Directa sobre las rentas derivadas de la titularidad, transmisión, autorización o reembolso de las obligaciones subordinadas**

Se consideran inversores residentes en España, sin perjuicio de lo dispuesto en los convenios para evitar la doble imposición firmados por nuestro país, las entidades residentes en territorio español conforme al artículo 8 del Texto refundido de la Ley del Impuesto de Sociedades, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, y los contribuyentes personas físicas que tengan su residencia habitual en España, tal y como se define en los artículos 8 a 10 de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas ("Ley del IRPF") y de modificación parcial de las Leyes de los Impuestos de Sociedades, sobre la Renta de No Residentes y sobre el Patrimonio. También se considerarán inversores residentes en España a efectos fiscales las personas físicas de nacionalidad española que, cesando su residencia fiscal en España, acrediten su nueva residencia fiscal en un país o territorio calificado reglamentariamente como paraíso fiscal, tanto durante el periodo impositivo en el que se produzca el cambio de residencia como en los cuatro siguientes.

En el caso de personas físicas que adquieran su residencia fiscal en España por consecuencia de un desplazamiento a territorio español, podrán optar por tributar por el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o por el Impuesto sobre la Renta de No Residentes durante el periodo en que se efectúe el cambio de residencia y los cinco siguientes siempre que se cumplan los requisitos recogidos en el artículo 93 de la Ley del IRPF.

**B.1.) Inversores personas físicas y jurídicas residentes fiscales en España**

Por lo que respecta al Impuesto sobre la Renta de las Personas físicas y al Impuesto sobre Sociedades, el importe de los cupones y / o la diferencia entre el valor de suscripción o adquisición del activo y su valor de transmisión o reembolso tendrán la consideración de rendimiento del capital mobiliario.

Asimismo, de acuerdo con lo establecido en el artículo 74 y siguientes del Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, aprobado por el Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo y el artículo 58 y siguientes del Reglamento del Impuesto de Sociedades aprobado por el Real Decreto 1777/2004, de 30 de julio, los rendimientos del capital mobiliario obtenidos de las obligaciones subordinadas quedarán sujetos a un tipo actual del 18% (o del tipo vigente en cada momento).

Por consiguiente, los pagos de cupones y / o la diferencia entre el valor de suscripción o adquisición del título y su valor de transmisión o reembolso deberá ser sometida a retención al tipo vigente en cada momento, actualmente un 18%, por parte del Emisor o la entidad financiera encargada de la operación o, en su caso, por el fedatario público que obligatoriamente intervenga en la operación. Dichas rentas deberán ser integradas en la base imponible del ahorro del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

1. Excepción a la obligación de retener para personas jurídicas.- No obstante el régimen general expuesto en los párrafos anteriores, el artículo 59 del Reglamento del Impuesto de Sociedades establece, para las emisiones posteriores al 1 de enero de 1999, la exención de retención para las rentas obtenidas por personas jurídicas residentes en España, cuando procedan de activos financieros que cumplan con las condiciones de estar representados mediante anotaciones en cuenta y estar negociados en un mercado secundario oficial de valores español. En estos casos, la excepción a la obligación de practicar retención se aplicará tanto con ocasión del pago del cupón como, en su caso, sobre el rendimiento del capital mobiliario positivo que pudiera ponerse de manifiesto con ocasión de la transmisión o reembolso de los valores.
2. Excepción a la obligación de retener para personas físicas.- Por otra parte, el artículo 75.3 e) del Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, establece la exención de retención para las rentas obtenidas por personas físicas residentes en España derivadas de la transmisión o reembolso de activos financieros con rendimiento explícito, siempre que estén representados mediante anotaciones en cuenta y se negocien en un mercado secundario oficial de valores español. No obstante, quedará sujeta a retención la parte del precio que equivalga al cupón corrido en las transmisiones de activos efectuadas dentro de los treinta días inmediatamente anteriores al vencimiento del cupón, cuando el adquirente sea una persona o entidad no residente en territorio español o sea sujeto pasivo del Impuesto de Sociedades, y los rendimientos explícitos derivados de los valores transmitidos estén exceptuados de la obligación de retener en relación con el adquirente (artículo 75.3 e) del Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas).
3. Impuesto sobre el Patrimonio.- La Ley 4/2008, de 23 de diciembre, por la que se suprime el gravamen del Impuesto del Patrimonio, se generaliza el sistema de devolución mensual en el Impuesto sobre el Valor Añadido, y se introducen otras modificaciones en la normativa tributaria, introduce en la Ley 19/1999 una bonificación del 100% en la cuota íntegra y elimina la obligación de declarar con efectos a partir del 1 de enero de 2008.

Las personas jurídicas no están sujetas al Impuesto sobre el Patrimonio.

4. Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones.- De acuerdo con lo establecido en la Ley 29/1987, del Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones, las adquisiciones a título lucrativo por personas físicas estarán sujetas al Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones en los términos previstos por la normativa de este impuesto. Algunas Comunidades Autónomas han regulado normas especiales que prevén determinadas exenciones o reducciones que serán aplicables exclusivamente a los residentes en dichos territorios, por lo que deberán ser consultadas, según su aplicación.

En el caso de transmisión gratuita a favor de un sujeto pasivo del Impuesto sobre Sociedades, la renta obtenida tributa conforme a las normas del Impuesto sobre Sociedades, no siendo aplicable el Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones.

## **B.2.) Inversores no residentes en España**

Tal y como ha sido confirmado por la Administración Tributaria en contestación vinculante de la Dirección General de Tributos de fecha 7 de febrero de 2005, a estas

emisiones les será de aplicación lo dispuesto por la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, sobre coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios, según la redacción dada por la Disposición Adicional Tercera de la Ley 19/2003, será de aplicación a las emisiones de cualquiera instrumentos de deuda, tanto si son emitidos directamente por una entidad de crédito como si se realiza a través de una filial, siempre que se cumplan los restantes requisitos relativos fundamentalmente a que los valores coticen en un mercado secundario organizado.

Por consiguiente, de acuerdo con el tenor de dicha contestación, el citado régimen fiscal será de aplicación a las emisiones cotizadas que se realicen al amparo de esta Nota de Valores.

La citada Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, en su redacción dada por la Disposición Adicional Tercera de la Ley 19/2003, dispone que las renta derivadas de las emisiones amparadas por la misma, obtenidas por personas o entidades no residentes en territorio español que actúen en él sin la mediación de un establecimiento permanente, estarán exentas del Impuesto sobre la Renta de No Residentes en los mismos términos establecidos para los rendimientos derivados de la Deuda Pública en el artículo 14.d) del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de No Residentes. El citado precepto, modificado por el Real Decreto Ley 2/2008 de 21 de abril, de medidas de impulso a la actividad económica, prevé que, en el supuesto de que los tenedores sean personal físicas o jurídicas no residentes en España, los rendimientos derivados de estos títulos, tanto si proceden del cobro del cupón como si proceden de la transmisión o reembolso de los valores estarán exentos de tributación en España.

Para hacer efectiva la exención anteriormente descrita, es necesario cumplir con la obligación de suministro de información, de acuerdo con lo dispuesto por el artículo 44 del Real Decreto 1.065/2007, de 27 de julio, por el que se aprueba el Reglamento General de las actuaciones y los procedimientos de gestión e inspección tributaria y de desarrollo de las normas comunes de los procedimientos de aplicación de los tributos.

De acuerdo con la modificación de la Ley 13/1985 introducida por la Ley 4/2008, de 23 de diciembre, por la que se suprime el gravamen del Impuesto sobre el Patrimonio, se generaliza el sistema de devolución mensual en el Impuesto sobre el Valor Añadido, y se introducen otras modificaciones en la normativa tributaria, sólo existirá obligación de facilitar la información relativa a los contribuyentes del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, sujetos pasivos del Impuesto de Sociedades y contribuyentes del Impuesto sobre la Renta de No Residentes que obtengan las rentas mediante establecimiento permanente situado en territorio español.

En el caso de que la obligación de suministro de información no se lleve a cabo correctamente por parte del inversor obligado a ello, el emisor deberá aplicar una retención del 18% sobre el rendimiento que abone.

En el supuesto de suscriptores no residentes que operen en España con establecimiento permanente se les aplicará a efectos del régimen de retenciones, los criterios establecidos anteriormente para las personas jurídicas residentes.

1. Impuesto sobre el Patrimonio.- La Ley 4/2008, de 23 de diciembre, por la que se suprime el gravamen del Impuesto del Patrimonio, se generaliza el sistema de devolución mensual en el Impuesto sobre el Valor Añadido, y se introducen otras modificaciones en la normativa tributaria, introduce en la Ley 19/1999 una

bonificación del 100% en la cuota íntegra y elimina la obligación de declarar con efectos a partir del 1 de enero de 2008.

Las personas jurídicas no están sujetas al Impuesto sobre el Patrimonio.

2. Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones.- Las adquisiciones a título lucrativo por personas físicas no residentes en España, cualquiera que sea el estado de residencia del transmitente, estarán sujetas al Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones cuando la adquisición lo sea de bienes situados en territorio español o de derechos que puedan ejercitarse en ese territorio. En general, el gravamen por el Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones de las adquisiciones de no residentes sujetas al impuesto se realiza de la misma forma que para los residentes, todo ello sin perjuicio de los Convenios para evitar la Doble Imposición que pudieran resultar aplicables.

Las sociedades no residentes en España no son sujetos pasivos de este impuesto y las rentas que obtengan por adquisiciones a título lucrativo tributarán generalmente de acuerdo con las normas del Impuesto sobre la Renta de No Residentes, sin perjuicio de lo previsto en los Convenios para evitar la Doble Imposición que pudieran resultar aplicables.

### **C) Obligaciones de información**

A estas emisiones les son de aplicación los requerimientos de información sobre la identidad, residencia y títulos poseídos por parte del beneficiario efectivo de los rendimientos de las obligaciones subordinadas, conforme a la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985 según la redacción dada por la Disposición Adicional Tercera de la Ley 19/2003 y la Disposición Final Segunda de la Ley 4/2008.

Asimismo, a estas emisiones les es de aplicación lo dispuesto por el artículo 44 del Real Decreto 1.065/2007, de 27 de julio, por el que se aprueba el Reglamento General de las actuaciones y los procedimientos de gestión e inspección tributaria y de desarrollo de las normas comunes de los procedimientos de aplicación de los tributos.

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

### **5.1. Descripción de la Oferta Pública**

#### 5.1.1. Condiciones a las que está sujeta la Oferta

No aplica.

#### 5.1.2. Importe de la Oferta

El importe nominal máximo de la Oferta, amparada por la presente Nota de Valores, será de OCHO MILLONES QUINIENTOS MIL (8.500.000,00) euros, representado por 8.500 obligaciones subordinadas de 1.000,00 euros de nominal unitario cada una de ellas.

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.

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

El periodo de suscripción se iniciará a las 8:30 horas del segundo día hábil siguiente a la inscripción de la presente Nota de Valores en el Registro Oficial de la CNMV y una vez publicada la mencionada Nota en la página web de Caja Guadalajara.

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

La suscripción de las obligaciones se efectuará mediante el sistema de ventanilla abierta hasta la total colocación de la emisión o, en todo caso, hasta las 12:00 horas del 30 de diciembre de 2009, que finaliza el periodo de suscripción, quedando reducida la emisión y contraído su importe, al valor nominal de las obligaciones colocadas en la expresada fecha de cierre, de no haberse cubierto en su totalidad.

#### 5.1.4. Método de prorrateo.-

No aplicable.

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

El mínimo a suscribir es de un valor. El límite máximo de solicitud es el importe de la Oferta.

#### 5.1.6. Método y plazos para el pago de los valores y para la entrega de los mismos

Una vez realizada la suscripción, el emisor 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 tramitó 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.

En el mismo acto, se hará entrega al suscriptor de una copia del *Resumen* que antecede a la presente Nota de Valores.

El desembolso de las obligaciones se realizará mediante el correspondiente apunte en cuenta a la vista, el día 30 de diciembre de 2009.

No se exigirá una provisión de fondos a los suscriptores.

#### 5.1.7. Publicación de los resultados de la Oferta

Los resultados se comunicarán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a A.I.A.F. Mercado de Renta Fija donde se solicitará la admisión a cotización de los valores, y a IBERCLEAR como entidad encargada del registro de los mismos.

5.1.8. Procedimiento para el ejercicio de cualquier derecho preferente de compra

No Aplicable.

**5.2. Plan de colocación y adjudicación**

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

La presente Oferta de valores se destina al público en general, tanto nacional como extranjero, siempre que los valores sean adecuados para los mismos según la clasificación otorgada por Caja de Guadalajara a las obligaciones subordinadas, como instrumento complejo de grado medio; por lo que el colectivo de potenciales suscriptores no está limitado en manera alguna.

5.2.2. Notificación a los solicitantes de la cantidad asignada

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

**5.3. Precios**

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

El precio de los valores será del 100% de su valor nominal, 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€.

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

**5.4. Colocación y Aseguramiento**

5.4.1. Entidades coordinadoras y participantes en la colocación.-

La colocación de la Emisión la realizará la Entidad Emisora a través de su red de oficinas, sin que participe ningún intermediario en calidad expresa de colocador o asegurador de la Emisión.

La Entidad Emisora se ajustará a la normativa MIFID en el procedimiento de colocación de los valores, realizando el conveniente test de idoneidad de los inversores.

#### 5.4.2. Agente de Pagos

El pago de cupones y de principal de la emisión al amparo de esta Nota de Valores, será atendido en las oficinas de la Entidad Emisora y se realizará a través de las Entidades Participantes, previa certificación de la posición neta de los valores anotados por IBERCLEAR.

Actuará como Entidad Participante la Confederación Española de Cajas de Ahorros, con domicilio en la calle Alcalá número 27 de Madrid, que dispone de la capacidad para llevar a cabo estas funciones.

#### 5.4.3. Entidades Aseguradoras y procedimiento.-

No aplicable.

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

No aplicable.

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

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

El Emisor solicitará la admisión a cotización oficial de la presente emisión en el Mercado AIAF de Renta Fija, para que cotice en un plazo no superior a un mes desde la fecha de desembolso.

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

El Emisor solicitará la inclusión en el registro contable gestionado por la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal (IBERCLEAR) de la presente emisión, de forma que se efectúe la compensación y liquidación de los valores, de acuerdo con las normas de funcionamiento que respecto a valores admitidos a cotización en el Mercado AIAF de Renta Fija, tenga establecidas o puedan ser aprobadas en un futuro por IBERCLEAR.

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

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

A la fecha de verificación del Folleto, los empréstitos en circulación emitidos por Caja de Guadalajara similares a la presente emisión, admitidos a negociación en AIAF Mercado de Renta Fija son los siguientes:

### VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN AIAF MERCADO DE RENTA FIJA:

(Fuente: Página web AIAF y propia)

NOMBRE	DESCRIPCIÓN EMISIÓN					Fecha vto.	NOMINAL Emitido y en circulación (Millones €)
	ISIN	Cód.	Serie	Cupón			
Deuda Subor. Caja de Guadalajara, Emisión 6	ES0214979058	OS	---	VBLE	27/12/2009	0,98	
Deuda Subor. Caja de Guadalajara, Emisión 7	ES0214979066	OS	Sb	VBLE	06/11/2011	5	
Deuda Subor. Caja de Guadalajara, Emisión 8	ES0214979082	OS	Sb	VBLE	01/10/2012	4,5	
Deuda Subor. Caja de Guadalajara, Emisión 9	ES0214979116	OS	Sb	VBLE	01/10/2013	4	
Deuda Subor. Caja de Guadalajara, Emisión 10	ES0214979132	OS	Sb	VBLE	25/10/2014	4	
Deuda Subor. Caja de Guadalajara, Emisión 11	ES0214979157	OS	Sb	VBLE	28/11/2015	3,5	
Deuda Subor. Caja de Guadalajara, Emisión 13	ES0214979173	OS	Sb	VBLE	27/12/2017	7	

(Todas las emisiones están en euros.)

La Caja de Ahorro Provincial de Guadalajara también tiene en circulación la emisión 12 de Deuda Subordinada, que no cotiza en ningún mercado secundario organizado.

## 6.3. Entidades de liquidez

No hay ninguna Entidad de liquidez.

## **7. INFORMACIÓN ADICIONAL**

**7.1. a 7.2.** No aplicable.

### **7.3. Otras informaciones aportadas por terceros**

Las condiciones económico-financieras de la presente emisión han sido evaluadas por Intermoney Valora Consulting, S.A. y por Analistas Financieros Internacionales, S.A., a fecha de 29 de octubre de 2009, que han autorizado la difusión de dichos informes, que se adjuntan como Anexo I y II, respectivamente, a la presente Nota de Valores.

### **7.4. Ratings**

Ni Caja de Guadalajara ni la presente Emisión han sido calificadas por entidad calificadora independiente.

**EN NOMBRE Y REPRESENTACIÓN DE LA ENTIDAD EMISORA, FIRMAN ESTE FOLLETO INFORMATIVO LAS SIGUIENTES PERSONAS, EN GUADALAJARA, A NUEVE DE DICIEMBRE DE DOS MIL NUEVE.**

---

D. ALEJANDRO GARCIA BALCONES  
Director General

---

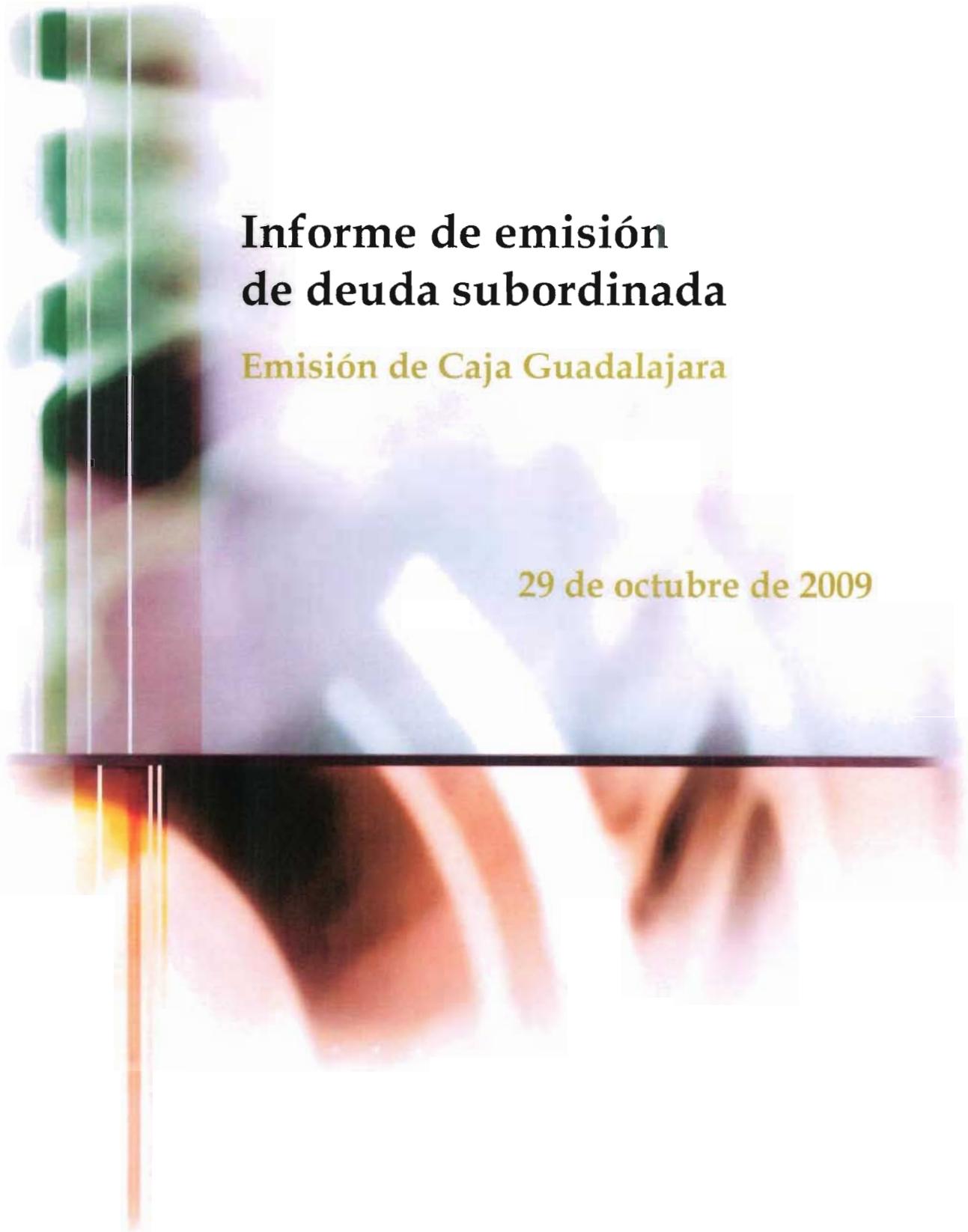
D. ANGEL CHICHARRO LORENCI  
Subdirector General

D<sup>a</sup>. NATALIA MARTINEZ RAMOS  
Comisaria Provisional del Sindicato



## ANEXO I

Informe de emisión de Deuda Subordinada de Caja de Guadalajara emitido por InterMoney Valora Consulting, S.A. de fecha 29 de octubre de 2009.



**Informe de emisión  
de deuda subordinada**

**Emisión de Caja Guadalajara**

**29 de octubre de 2009**

# Informe de emisión de deuda subordinada de Caja Guadalajara de 29 de octubre de 2009

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

Introducción .....	2
1. Características de la emisión.....	2
2. Análisis del riesgo crediticio del emisor .....	3
3. Definición del marco de análisis: mercado y emisiones comparables.....	6
3.1. Situación actual del mercado secundario.....	6
3.2. Indicadores del diferencial de rentabilidad en el mercado secundario.	8
3.3. Situación actual del mercado de CDS.....	9
3.4. Situación del mercado primario. Emisiones de referencia .....	10
4. Análisis de la emisión de Caja Guadalajara.....	14
4.1. Valoración de la emisión y de sus comparables.....	14
4.2. Análisis de la rentabilidad de la emisión y sus comparables.....	17
5. Conclusiones .....	21
Anexo 1. Metodologías de valoración .....	23
Anexo 2. Inputs de valoración .....	27
Anexo 3. Emisiones recientes en el mercado español y europeo.....	29

## Introducción

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

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

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

### 1. Características de la emisión

La emisión de deuda subordinada de Caja Guadalajara presenta las siguientes características principales:

- Importe nominal de la emisión: 8.500.000 euros.
- Vencimiento: Transcurridos 10 años desde la fecha de emisión si no se ejerce la opción de cancelación.
- Estructura de pagos:
  - Durante los dos primeros años: 6% fijo anual.
  - A partir del tercer año hasta el quinto: Euribor 6 meses + 500 pb.
  - A partir del quinto año y hasta vencimiento: Euribor 6 meses + 550 pb.
- Frecuencia de pago: semestral.
- Opcionalidad:
  - Cap/Floor: No dispone de cap ni de floor.

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

## 2. Análisis del riesgo crediticio del emisor

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

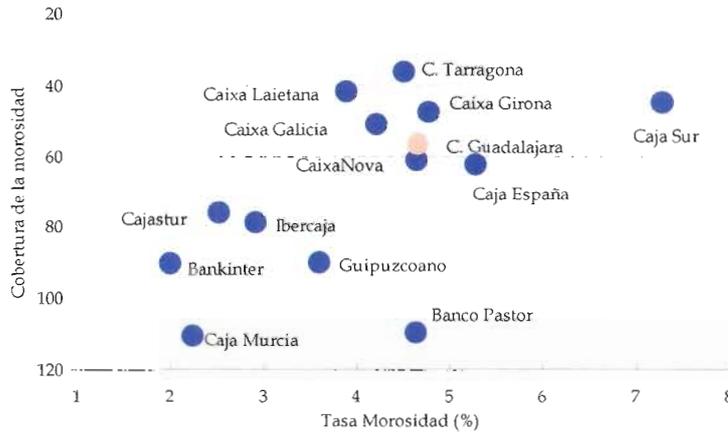
**Tabla 1**  
**Ratios Financieros. Fuente CECA, Entidades Financieras.**

Entidad	Morosidad	Cobertura de la morosidad	Ratio BIS			ROA	ROE	Ratings	
			Tier 1	(solvencia)	Eficiencia			Moody's	Fitch
Ibercaja	2.92	79.12	9.41	13.55	43.44	0.63	9.01	A3	A-
Cajastur	2.53	76.58	11	15	39.93	1.19	13.91	-	A
Caixa Girona	4.78	48	8.5	13.1	46.00	0.34	6.47	-	BBB+
CaixaNova	4.66	61.7	6.82	11.59	38.66	0.68	14	A3	A-
Caja Guadalajara	4.67	56.93	6.06	10.25	59.53	0.13	1.78	-	-
Caixa Tarragona	4.52	36.53	8.73	12.42	38.22	0.22	5.29	-	BBB
Caixa Laietana	3.91	42.30	6.80	10.42	45.90	0.36	5.51	-	BBB
Caja España	5.28	63.00	7.46	13.47	53.59	0.19	3.92	Baa1	BBB+
Caja Sur	7.29	45.70	5.59	10.20	53.00	0.02	0.39	-	BB+
Banco Pastor	4.64	110	10	11.93	33.93	0.66	13.27	A3	-
Caixa Galicia	4.23	51.4	7.91	11	49.44	0.39	9.6	A3	BBB+
Gúipuzcoano	3.6	90.5	8.53	12.24	53.9	0.62	10.33	Baa1	A-
Bankinter	2.01	90.45	7.51	10.82	44.28	0.51	13.28	A1	A
Caja Murcia	2.25	111	10.2	14	35.3	0.81	14.55	-	A+

Junio 2009    
  Marzo 2009    
  Diciembre 2008

En el siguiente gráfico se representa la relación entre la Cobertura de la Morosidad y la Tasa de Morosidad de algunas entidades financieras españolas incluida Caja Guadalajara.

**Gráfico 1**  
**Relación Cobertura de la Morosidad - Tasa de Morosidad**



Del análisis del gráfico anterior, se infiere que Caja Guadalajara se encuentra en una situación mejor que Caixa Girona y Cajasur, similar a Caixa Tarragona, Caixanova, Caixa Galicia, Caixa Laietana y Caja España y peor que Banco Guipuzcoano.

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

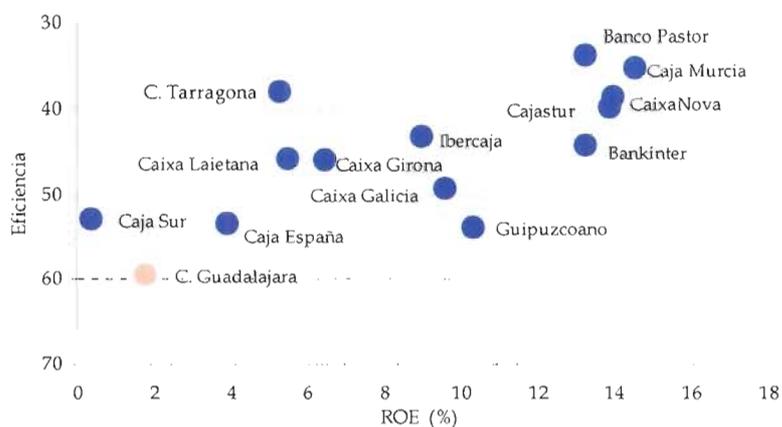
**Gráfico 2**  
**Relación TIER 1 - Tasa de Morosidad**



El estudio del gráfico 2 revela que Caja Guadalajara se encuentra en una posición mejor que Cajasur, similar a Caja España, ligeramente peor que Caixa Laietana y peor que Caixanova, Caixa Galicia, Caixa Girona y Caixa Tarragona.

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

**Gráfico 3**  
**Relación ROE - Eficiencia**



Del análisis del gráfico anterior se desprende que Caja Guadalajara se encuentra en una situación inferior al resto de las entidades financieras analizadas a excepción de Cajasur. Caja Guadalajara tiene mejor ROE que esta última frente a una mejor Eficiencia Ordinaria de la entidad cordobesa.

Considerando de forma conjunta la situación que se deriva del estudio de las relaciones de morosidad, solvencia y eficiencia de la entidad se puede concluir que ésta se sitúa en un nivel de riesgo superior a Caixa Girona, Caixa Tarragona y Caixa Galicia, ligeramente superior a Caixa Laietana y Caja España e inferior al de Cajasur. Esta comparación y ordenación es extensiva a entidades con similares niveles de riesgo.

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

**Tabla 2**  
**Calificaciones crediticias de principales cajas y bancos españoles**

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

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

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

#### 3.1. Situación actual del mercado secundario

El número de nuevas emisiones corporativas privadas en el mercado se ha visto reducido como consecuencia de la crisis de liquidez derivada de la crisis subprime americana acontecida en el verano de 2007. Un mercado secundario líquido permite obtener información basada en un amplio consenso que constituye una referencia fundamental sobre el rendimiento descontado de las emisiones en circulación en función de los emisores y sus vencimientos. Sin embargo, la profundidad en el mercado secundario es una condición necesaria para que la información en éste contenida constituya una referencia válida de

mercado en términos de valoración. En la actualidad, debido a los efectos que aún perduran de la profunda crisis de liquidez en la que el mercado ha estado inmerso, los precios de las emisiones en los mercados secundarios se encuentran distorsionados e incorporan primas asociadas a factores que no pueden considerarse de estricta racionalidad económica ni financiera. El ruido que en términos de información introduce un mercado de estas características, hace que sus cotizaciones no pueden constituir un marco único de referencia a efectos de valoración.

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

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

**Gráfico 4**  
**Evolución del diferencial bid-ask**



Tomando como indicador de liquidez el citado diferencial bid-ask, se observa que, a partir de la segunda mitad del año 2007, con los primeros síntomas de la crisis financiera internacional los niveles de las horquillas se incrementan notablemente. Con anterioridad, estos niveles eran significativamente reducidos y no presentaban grandes diferencias entre distintos tipos de activos.

A partir de la crisis sub-prime, no sólo los niveles de los diferenciales bid-ask sino también la diferencia de las horquillas entre distintos tipos de activos, ha aumentado significativamente. El máximo de las horquillas se produce entre noviembre de 2008 y mayo de este año. Para el caso de las emisiones senior y subordinadas, puede observarse que en los últimos meses el diferencial bid-ask ha registrado una tendencia decreciente, mientras que el diferencial de la emisión preferente se mantiene en máximos históricos.

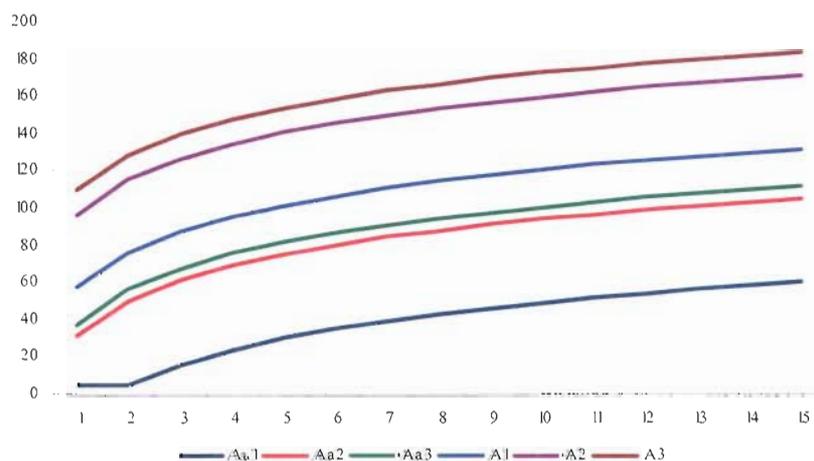
La observación de la serie histórica de este indicador revela que el mercado se encuentra actualmente en una situación de iliquidez. Como consecuencia de esta circunstancia, en la fecha de realización del presente análisis consideramos que deben **descartarse los precios del mercado secundario** de emisiones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

### 3.2. Indicadores del diferencial de rentabilidad en el mercado secundario

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

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

Gráfico 5  
Spread emisiones perfil riesgo-plazo



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

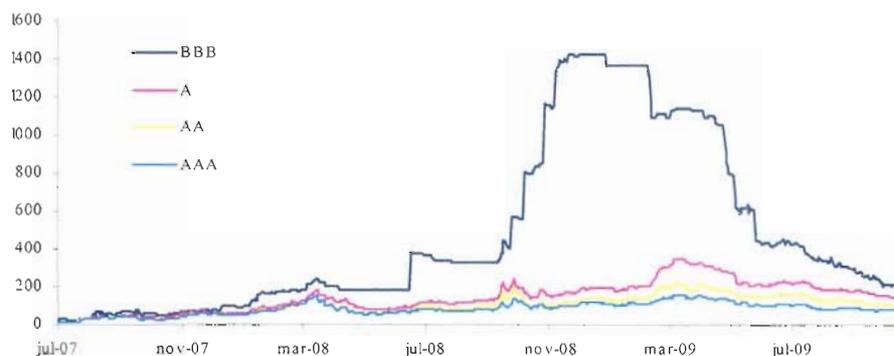
En el mercado secundario, se obtendría para una emisión con las características de la de Caja Guadalajara unos niveles de spread orientativos extrapolando a partir de las curvas que representan el spread para emisiones con peor calidad crediticia. Actualmente, en la base de datos que recoge IM Valora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

### 3.3. Situación actual del mercado de CDS

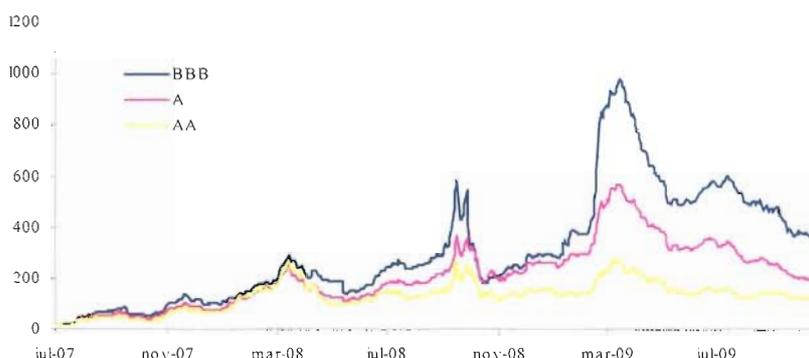
El análisis del riesgo crediticio inherente a la emisión de una entidad requiere de la observación de la cotización de los *credit default swap*. Para este propósito los más fiables en las circunstancias actuales son los CDS Senior y Subordinado a cinco años. Al no disponer de cotizaciones de Caja Guadalajara,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

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

**Gráfico 6**  
Spread emisiones senior



**Gráfico 7**  
**Spread emisiones subordinadas**



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

### 3.4. Situación del mercado primario. Emisiones de referencia

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

Dentro del universo de emisiones preferentes, de deuda *senior* y deuda subordinada del mercado primario tanto doméstico como europeo encontramos emisiones recientes que constituyen el marco de referencia para nuestro análisis. En las tablas 3, 4 y 5 se describen las características de emisiones *senior*, subordinadas y preferentes, respectivamente, realizadas en el sector financiero para el mercado doméstico. Por otro lado, en la tabla 6 se presentan las

emisiones *senior*, subordinadas y de participaciones preferentes en el mercado europeo. Y por último en la tabla 7 se exponen emisiones *senior* relativas a sectores no financieros tanto en el mercado español como en el resto de Europa.

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

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

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

**Tabla 4**  
Emisiones de deuda subordinada en el mercado doméstico

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Admisión	Fecha Vto	Descripción
La Caixa	Aa1/AA-/AA-	Aa2/A+/A+	Subordinada	22/01/2009	19/01/2009	28/02/2019	1 año 6%, EUR 3M+200pb floor 4%, cup 6.5% y cancelable 5º año
Caja Madrid	A1/A/A+	A2/A-/A	Subordinada	15/07/2009	13/07/2009	15/07/2015	Cupón 5.116% anual hasta vencimiento
Bankinter	A1/A/A+	A2/_/A-	Subordinada	11/09/2009	04/09/2009	11/09/2019	Cupón anual 6.375% hasta vencimiento
Caja Duero	A2/_/_	A3/_/_	Subordinada	30/06/2009	12/06/2009	28/09/2019	5 años EUR 3M+410pb, +460pb hasta vto y cancelable 5º año
Caja Navarra	_/_/A	_/_/A-	Subordinada	30/06/2009	21/05/2009	30/06/2019	2 años 6.25%, EUR 3M+300pb 5 años,+350pb hasta vto floor 4% y cancelable 5º año
Cajastur	_/_/A	_/_/A-	Subordinada	16/06/2009	21/05/2009	16/06/2019	1 año 5%, EUR 3M+480pb 7 años,+550pb hasta vto, con floor 4% y cancelabilidad al 5º año
Caja de Burgo	A3/_/_	Baa1/_/_	Subordinada	05/05/2009	29/04/2009	05/05/2019	11 meses 6.21%, EUR9M+450pb 9 meses, EUR6M+450pb hasta vto y cancelable 5º año
Caixa Penedes	_/_/A	_/_/BBB+	Subordinada	29/06/2009	19/05/2009	29/06/2019	1 año 6.5%, EUR 3M+425pb 4 años, EUR3M+500pb hasta vto, floor 5% y cancelable 5º año
Caixa Sabadell	_/_/BBB+	_/_/BBB	Subordinada	10/06/2009	19/05/2009	10/06/2024	2 años 7.5%, EUR 3M+525pb 3 años, EUR3M+600pb hasta vto y cancelable 5º año
Bancaja	A2/_/A-	A3/_/BBB+	Subordinada	06/04/2009	03/04/2009	06/07/2019	2 años 7.25%, EUR 3M+390pb 5 años,+465pb hasta vto y cancelable 5º año
Sa Nostra	_/_/BBB+	_/_/BBB	Subordinada	30/06/2009	04/06/2009	30/06/2019	1 año 6%, EUR 3M+500pb 3 años,+575pb hasta vto y cancelable 5º año
La Caja de Canarias	Baa1/_/_	Baa2/_/_	Subordinada	02/09/2009	28/08/2009	02/09/2019	EUR3M+400pb hasta quinto año, step up de 50pb a vto, Cancelable 5º año.
Caixa Terrasa	Baa2/_/BBB+	Baa3/_/BBB	Subordinada	29/09/2009	15/07/2009	29/09/2015	2 años 7.25%, EUR 3M+475pb hasta 4to año, EUR 3M+500 a vto, floor 6% y cancelable 5º año
Banco Gallego	_/_/_	_/_/_	Subordinada	29/12/2009	09/10/2009	29/12/2019	3 años 6%, EUR3M+490pb a vto, floor 5.4% y cancelable 5º año

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

**Tabla 5**  
Emisiones de participaciones preferentes en el mercado doméstico

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Admisión	Fecha Vto	Descripción
BBVA	Aa1/AA/AA-	Aa3/A+/A	Preferente	30/12/2008	13/12/2008	Perpetua	2 años 6.5%, EUR 3M floor 3.5% y cancelable 5º año
Santander	Aa1/AA/AA	Aa3/A+/A+	Preferente	30/06/2009	10/06/2009	Perpetua	1 año 5.75%, 2º año 4.75%, EUR 3M+230pb y cancelable 5º año
Banesto	Aa2/AA/AA	A1/A+/A+	Preferente	29/06/2009	29/05/2009	Perpetua	1 año 6%, 2º año 5%, EUR 3M+230pb floor 4% y cancelable 5º año
La Caixa	Aa1/AA-/AA-	Aa3/BBB+/A	Preferente	29/06/2009	21/05/2009	Perpetua	2 años 5.87%, EUR 3M+350pb y cancelable 5º año
Banco Popular	Aa2/AA-/AA	_/_/A/+	Preferente	25/03/2009	16/02/2009	Perpetua	5 años 6.75%, EUR 3M+150pb floor 4% y cancelable 5º año
Banco Sabadell	Aa3/A+/A+	A2/A-/A-	Preferente	24/02/2009	06/07/2009	Perpetua	2 años 6.5%, EUR 3M+250pb floor 4.5% y cancelable 5º año
Caja Madrid	Aa3/A/A+	A2/BBB-/A-	Preferente	01/07/2009	21/05/2009	Perpetua	5 años 7%, EUR 3M+475pb y cancelable 5º año
Caja Murcia	_/_/A+	_/_/A-	Preferente	15/04/2009	14/04/2009	Perpetua	EUR 3M+415pb floor 5.5% y cancelable 5º año
Caja Duero	A2/_/_	Baa1/_/_	Preferente	25/05/2009	24/05/2009	Perpetua	EUR 3M+725pb y cancelable 5º año
Banco Pastor	A2/_/_	Baa1/_/_	Preferente	02/04/2009	23/03/2009	Perpetua	3 años 7.25%, EUR 3M+460pb floor 6.8% y cancelable 5º año
Caixanova	A1/_/_A-	Aa3/_/_BBB	Preferente	17/06/2009	20/05/2009	Perpetua	EUR 3M+635pb, floor 7.4% y cancelable 5º año
Caja Canarias	_/_/_/A	_/_/_/BBB+	Preferente	05/08/2009	14/05/2009	Perpetua	2 años 7%, EUR 3M+585pb floor 6%
La Caja de Canarias	Baa1/_/_	Baa3/_/_	Preferente	10/07/2009	29/06/2009	Perpetua	1 año 8%, EUR 3M+715pb y cancelable 5º año
Caja Granada	_/_/_/BBB+	_/_/_/BB	Preferente	14/08/2009	22/06/2009	Perpetua	2 años 8.5%, EUR 3M+600pb y cancelable 5º año
CAM	A2/_/_A-	_/_/_/BBB-	Preferente	29/09/2009	12/06/2009	Perpetua	2 años 7.35%, EUR 3M+590pb floor 6.8%
Caixa Galicia	A2/_/_A	Baa1/_/_/BB	Preferente	18/05/2009	17/05/2009	Perpetua	3 años 7.5%, EUR 3M+515pb floor 6.15% y cancelable 5º año
Caja España	A3/_/_A-	Baa2/_/_/BBB	Preferente	19/05/2009	16/04/2009	Perpetua	4 años 8.25%, EUR 3M+725pb
Caja Cantabria	A3/_/_	Baa2/_/_	Preferente	10/06/2009	17/04/2009	Perpetua	EUR 3M+675pb y cancelable 5º año
Caixa Penedes	_/_/_/A-	_/_/_/BBB	Preferente	30/09/2009	28/07/2009	Perpetua	1 año 7.25%, EUR 3M+595pb floor 7% y cancelable 5º año
CajaSol	_/_/_/A-	_/_/_/BBB	Preferente	30/09/2009	31/07/2009	Perpetua	2 años 7.25%, EUR 3M+610pb floor 7% y cancelable 5º año
Caixa Galicia	A3/_/_/BBB+	Baa3/_/_/BB	Preferente	15/10/2009	16/09/2009	Perpetua	2 años 7.5%, EUR 3M+650pb floor 7.5% y cancelable 5º año
Caixa Laietana	_/_/_/BBB	_/_/_/BB-	Preferente	19/10/2009	07/08/2009	Perpetua	2 años 7.25%, EUR 3M+855pb floor 8.9% y cancelable 5º año
Caja Navarra	_/_/_/A	_/_/_/BBB+	Preferente	29/10/2009	28/08/2009	Perpetua	5 años 8%, EUR 3M+500pb floor 6.5% y cancelable 5º año
Banco Guipuzcoano	Baa1/_/_A-	Baa3/_/_/BBB	Preferente	24/09/2009	19/11/2009	Perpetua	3 años 7.75%, EUR 3M+635pb y cancelable 5º año

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

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

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	País	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Descripción
Intesa SanPaolo	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	IT	Senior	12/12/2008	12/12/2011	Cupón anual 4.60%
Veneto Banca	_/_/BBB+/A-	_/_/BBB+/A-	IT	Senior	03/12/2008	03/12/2010	Cupón semestral EUR 6M+133pb
Banco Spirito Santo	Aa1/AA+/AA	Aa2/A+/AA	PO	Senior	19/01/2009	19/01/2012	Cupón anual 3.75%
BNP Paribas	Aa1/AA+/AA	Aa1/AA+/AA	FR	Senior	16/12/2008	16/12/2013	Cupón anual 5%
Deutsche Bank AG	Aa1/A+/AA-	Aa1/A+/AA-	DE	Senior	16/02/2009	16/02/2017	Cupón anual 5.12%
Societe Generale	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	FR	Senior	15/04/2009	15/04/2012	Cupón anual 5.20%
HSBC	Aa3/AA/AA	Aa3/AA/AA	FR	Senior	15/01/2009	15/01/2014	Cupón anual 4.88%
Barclays	Aa3/AA/_	Aa3/AA/_	GB	Senior	27/05/2009	27/05/2014	Cupón anual 5.25%
Danske Bank	Aa3/A+/A+	Aa3/A+/A+	DE	Senior	04/06/2009	04/06/2014	Cupón anual 4.47%
Natixis	Aa3/A+/A+	Aa3/A+/A+	FR	Senior	15/12/2008	15/12/2009	Cupón trimestral EUR 3M+66pb
Commerzbank	Aa3/A/A	Aa3/A/A	DE	Senior	06/02/2009	06/02/2014	Cupón anual 5%
Monte dei Paschi di Siena	Aa3/A/A	Aa3/A/A	IT	Senior	30/04/2009	30/04/2014	Cupón anual 4.75%
Unicredit	Aa3/_/_A+	Aa3/A+/A+	IT	Senior	14/01/2009	14/01/2014	Cupón anual 5.25%
WestLB AG	A2/BBB+/A-	A2/BBB+/A-	DE	Senior	03/09/2009	03/09/2012	Cupón anual 3.5%
Lloyds TSB Bank PLC	Aa3/A+/AA-	Aa3/A+/AA-	GB	Senior	03/09/2009	03/09/2012	Cupón anual 5.375%
Societe Generale	Aa2/A+/A+	A1/BBB+/_	FR	Preferente	04/09/2009	Perpetua	10 años 9.375%, EUR+890pb, cancelable 10º año
Deutsche Bank AG	Aa1/A+/AA-	Aa3/BBB+/A+	US	Preferente	04/09/2009	Perpetua	Cupón anual 9.5%
Banque Populaire	Aa3/A+/A+	A2/BBB/_	FR	Preferente	22/10/2009	Perpetua	Cupón anual 9.25%
Credit Agricole	Aa1/AA-/AA-	Aa3/A-/A+	FR	Preferente	26/10/2009	Perpetua	7.875% anual 26/10/2019, EUR 3M+612.4pb a vto.
Deutsche Bank AG	Aa1/A+/AA-	Aa1c/A+/AA-c	GE	Subordinada	13/03/2009	13/03/2019	Cupón anual 6% y cancelable 5º año
Credit Agricole	Aa1/AA-/AA-	Aa2c/A+/A+c	FR	Subordinada	08/04/2009	08/04/2019	Cupón anual 6.40%
Rahobank	Aaa/AAA/AA+	Aa1/AA+/_	NE	Subordinada	20/05/2009	20/05/2019	Cupón anual 5.875%
HSBC	Aa1/AA/_	A1/A+/_	FR	Subordinada	10/06/2009	10/06/2019	Cupón anual 6%
Credit Agricole	Aa1/AA-/AA-	Aa2/A+/A+	FR	Subordinada	11/06/2009	11/06/2019	Cupón anual 5.375%
Aust & NZ Banking Group	Aa1/AA/AA-	Aa2/AA-/AA-	AU	Subordinada	10/09/2009	10/09/2019	Cupón anual 5.125%
Intesa Sanpaolo SpA	Aa2/AA-/AA-	Aa3/A+/A+	IT	Subordinada	23/09/2009	23/09/2019	Cupón anual 5%

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

**Tabla 7**  
**Emisiones sectores no financieros**

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

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

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

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

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

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

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

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

#### 4. Análisis de la emisión de Caja Guadalajara

##### 4.1. Valoración de la emisión y de sus comparables

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

La valoración de la emisión a fecha a 26 de octubre de 2009 arroja un resultado de 500 pb (spread asset swap sobre Euribor 3 meses).

**Tabla 8**  
Emisión de deuda subordinada de Caja Guadalajara

Emisor	Rating emisor	Tipo Emisión	Fecha Valoración	Fecha Vto	Spread Implícito	Spread Floor	Spread Call
Caja Guadalajara	-	Subordinada	26/10/2009	10 años	500 pb	0 pb	0 pb

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

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

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

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

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

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

**Tabla 10**  
Emisiones de deuda subordinada en el mercado doméstico

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

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

**Tabla 11**  
Emisiones de participaciones preferentes en el mercado doméstico

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

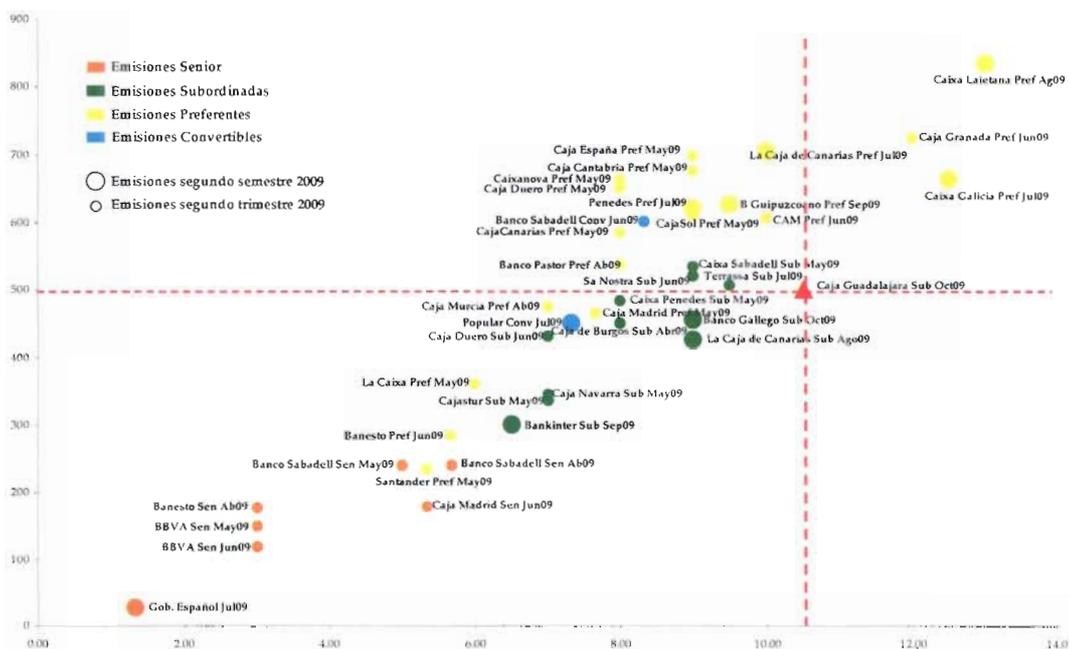
- La rentabilidad de la emisión de deuda española constituye un primer *floor*, 25 pb, superado por la emisión de Caja Guadalajara que paga 500 pb.
- Entre las emisiones de deuda senior se encuentran las de Caja Madrid y La Caja de Canarias, y las más recientes de la CAM y BBVA con spreads de 180, 169, 103 y 45 pb, respectivamente. El *floor* que suponen dichas emisiones es superado por la emisión de deuda subordinada objeto de estudio.
- Entre las emisiones de deuda subordinada realizadas a lo largo del año existe un conjunto amplio y heterogéneo de ellas en relación a la rentabilidad pagada y su nivel de riesgo. Enunciamos a continuación el detalle de estas emisiones junto con sus primas implícitas: Bancaja (458 pb), Caja Burgos (450 pb), Caixa Sabadell (533 pb), Caixa Penedes (482 pb), Caja Navarra (345 pb), Cajastur (336 pb), Sa Nostra (520 pb), Caixa Terrassa (506 pb), Caja Duero (430 pb), Caja Madrid (205 pb), Bankinter (300 pb), La Caja de Canarias (425 pb) y Banco Gallego (455 pb). Para el propósito del análisis que nos ocupa, las emisiones de referencia fundamentales son las siguientes: La Caja de Canarias, Banco Gallego y Bankinter. La rentabilidad que paga la emisión de Caja Guadalajara es superior a todas ellas. Este hecho es consistente con el mayor nivel de riesgo de esta última.

- Entre las emisiones de participaciones preferentes del primer semestre de este año se encuentran las emisiones de Banco Popular, Banco Sabadell, Caja Murcia, Banco Pastor, Caixa Galicia, Caja Madrid y La Caixa con primas implícitas de 253, 290, 475, 537, 544, 465 y 350 pb, respectivamente.
- Por otro lado, existe un amplio número de emisiones preferentes más recientes que citamos a continuación junto con su rentabilidad pagada: Caja España (698 pb), Caja Cantabria (675 pb), Caixanova (663 pb), Caja Duero (725 pb), CAM (606 pb), CajaCanarias (585 pb), CajaSol (615 pb), Caixa Penedes (617 pb), Caja Navarra (525 pb), Caja Granada (724 pb), La Caja de Canarias (705 pb), Caixa Laietana (833 pb), Banco Guipuzcoano (625 pb) y Caixa Galicia (663 pb). Todas ellas presentan un nivel de riesgo superior a la de Caja Guadalajara y pagan, por tanto, primas superiores en consonancia con su riesgo asociado.
- En el marco de las emisiones europeas senior, las emisiones de Banco Popolare, Societe Generale, WestLB AG y Lloyds TSB Bank pagan rentabilidades implícitas de 165, 83, 130 y 195 pb, respectivamente. El spread pagado por la emisión de Caja Guadalajara es superior a todas ellas en línea con lo esperado dado el mayor riesgo de su emisión.
- En el caso de las emisiones subordinadas de HSBC, Credit Agricole, Rabobank, Deutsche Bank, Aust & NZ e Intesa SanPaolo se observa que dichas emisiones tienen mejor calidad crediticia que la emisión de deuda subordinada de Caja Guadalajara y por tanto se le exige a esta última una rentabilidad superior.
- Las recientes emisiones de participaciones preferentes europeas de Deutsche Bank, Societe Generale y Banque Populaire pagan rentabilidades mayores que la emisión de Caja Guadalajara.
- Entre las emisiones senior correspondientes a sectores no financieros que se han tomado como marco de referencia se encuentran las emisiones de Toyota, Reseau Ferre, E.ON, Groupe Auchan y EDP que se encuentran en niveles de rentabilidad inferiores (80, 69, 161, 250 y 273 pb, respectivamente) con calidades crediticias superiores a la de Caja Guadalajara. El floor que representan estas emisiones es superado por la emisión objeto de estudio.
- En cuanto al resto de emisiones del sector no financiero se observa que las emisiones de Iberdrola, Telefónica, Suez y Accor pagan rentabilidades de 175, 250, 270, y 430 pb, respectivamente. Todas ellas presentan perfiles de riesgo sensiblemente mejores a la de la emisión

analizada. Los spreads pagados por todas ellas son inferiores al pagado por la de Caja Guadalajara.

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

**Gráfico 8**  
**Mapa Rentabilidad-Riesgo.**



Fuente: elaboración propia

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

En los dos últimos meses de septiembre y octubre La Caja de Canarias, Bankinter y Banco Gallego han emitido deuda subordinada. Las emisiones recientes de las tres entidades financieras pagan rentabilidades inferiores para niveles de riesgo asociados también inferiores. De este modo, considerando la mejora de los mercados financieros y la consiguiente corrección que se ha

producido en los niveles de crédito de la deuda subordinada en los dos últimos meses, como se observa en el análisis de los CDS, y teniendo en cuenta como punto de comparación más reciente las emisiones de deuda de La Caja de Canarias, Bankinter y Banco Gallego, se concluye que **la emisión de Caja Guadalajara se encuentra dentro de la región de elección razonable**. Este hecho nos lleva a concluir que la emisión de Caja Guadalajara paga una rentabilidad que compensa el riesgo asociado a la misma y, por tanto, se encuentra dentro del rango razonable de mercado.

## 5. Conclusiones

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

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

El presente trabajo se ha desarrollado en el periodo comprendido entre el 14 de octubre y el 29 de octubre de 2009. La validez de sus resultados y conclusiones está circunscrita estrictamente a la información de mercado y a las emisiones existentes hasta el 28 de octubre de 2009.

Madrid, 29 de octubre de 2009

Ana Castañeda Ortega  
Directora General

---

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

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

En el informe han sido identificadas las distintas fuentes de información utilizadas en su elaboración. Ni IM Valora Consulting, ni su sociedad matriz o sociedades del mismo grupo, ni

sus socios y empleados, asumen responsabilidad alguna en relación con la información proporcionada por dichas fuentes.

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

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

## Anexo 1. Metodologías de valoración

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

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

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

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

### Valoración de instrumentos de renta fija sin opcionalidad

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

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

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

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

### Valoración de títulos con opcionalidad simple

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Estimación de la Curva Cupón Cero

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

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

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

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

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

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

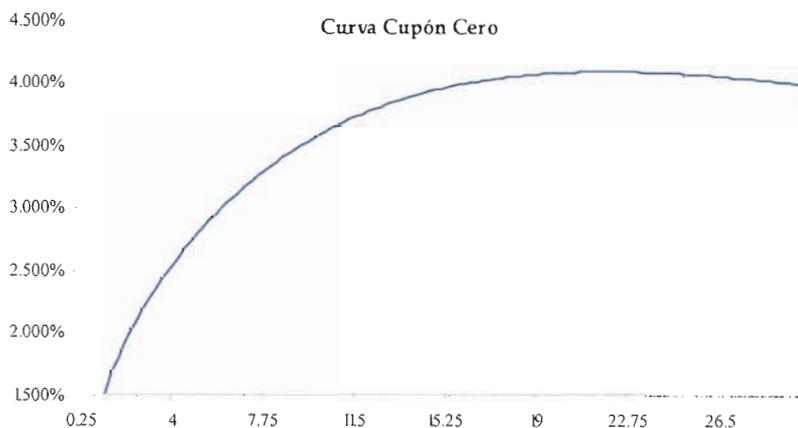
## Anexo 2. Inputs de valoración

**Fecha Valor:** 26 de octubre de 2009.

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

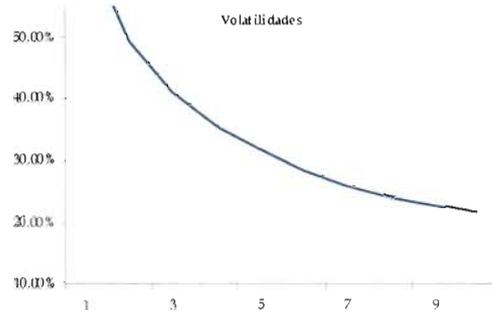
Money Market		Tipos Swap	
O/N	0.279%	2Y	1.856%
1W	0.324%	3Y	2.269%
1M	0.393%	4Y	2.563%
2M	0.534%	5Y	2.798%
3M	0.695%	6Y	3.001%
4M	0.796%	7Y	3.172%
5M	0.889%	8Y	3.308%
6M	1.011%	9Y	3.422%
9M	1.150%	10Y	3.533%
12M	1.241%	12Y	3.690%
		15Y	3.894%
		20Y	4.021%
		25Y	4.018%
		30Y	3.949%
		40Y	3.808%
		50Y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

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



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

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



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

a	Sigma
0.38393	0.01785

### Anexo 3. Emisiones recientes en el mercado español y europeo

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

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

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

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

Emisor	Caja Duero	Banco Pastor	Caixa Catalunya	Caixanova	Caja Navarra	Cajastur	Caja Canarias	Caja de Burgos	Caixa Penedès	Caixa Sabadell
Rating emisor (*)	A2/-	A2/-	A2/-/A	A1/-/A-	/-/A	/-/A	/-/A	A3/-	/-/A-	/-/A-/BBB+
Tipo Emisión	Preferente	Preferente	Subordinada	Preferente	Subordinada	Subordinada	Preferente	Subordinada	Subordinada	Subordinada
Fecha Emisión	25/05/2009	02/04/2009	28/10/2008	17/06/2009	30/06/2009	16/06/2009	05/08/2009	05/03/2009	29/06/2009	10/06/2009
Fecha Vencimiento	Perpetua	Perpetua	18/12/2018	Perpetua	30/06/2019	16/06/2019	Perpetua	Perpetua	29/06/2019	10/06/2024
Frec pago	trimestral	trimestral	trimestral	trimestral	anual	anual	anual	anual	anual	anual
Cupón fijo anual	-	7.25%	7.00%	-	6.25%	5.00%	7.00%	6.21%	6.30%	7.50%
Duración cupón fijo	-	3 años	18/12/2009	-	2 años	1 año	2 años	31/03/2010	1 año	2 años
Cupón vble	EUR 3M	EUR 3M	EUR 3M	EUR 3M	EUR 3M	EUR 3M	EUR 3M	EUR 9M/EUR 6M	EUR 3M	EUR 3M
Margen	725 pb	460 pb	200 pb/275 pb	635 pb	300 pb/330 pb	280 pb/355 pb	383 pb	430 pb	425 pb/500 pb	525 pb/600 pb
Fecha	vencimiento	vencimiento	18/12/2013-vto	vencimiento	3 años-vto	4 años-vto	vencimiento	31/12/2010-vto	4 años-vto	3 años-vto
Cancelación	5º año	5º año	die 13	5º año	5º año	5º año	-	5º año	5º año	10º año
Floor	-	6.80%	4.00%	7.40%	4.00%	4.80%	6.00%	-	5.00%	-
Duración floor	-	vencimiento	vencimiento	vencimiento	vencimiento	3 años	vencimiento	-	vencimiento	-
Cap	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Duración cap	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Spread implícito	725 pb	537 pb	280 pb	663 pb	345 pb	330 pb	583 pb	430 pb	482 pb	533 pb

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

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

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

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

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

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

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

Emisor	DZ Bank	Uicredit	Veneto Banca	Monte dei Paschi di Siena	BCP	CIE Financiere du Cred	Barclays Bank Plc	Banque Fed Cred Mutuel
Rating emisor (*)	Aa3/A+/A+	Aa3/_-/A+	/BBB+/A-	Aa3/A/A	Aa3/A/A+	/A+/_-	Aa5/AA-/_-	Aa3/A+/AA-
Rating emisión (*)	Aa3/_-/A+	Aa3/A+/A+e	/BBB+/A-	Aa3e/Ae/Ae	Aa3e/A+/A+e	/A+/_-	Aa3e/AA-e/_-	Aa3/A+/AA-
País	GE	IT	IT	IT	PO	FR	EN	FR
Tipo Emisión	Senior	Senior	Senior	Senior	Senior	Senior	Senior	Senior
Fecha Emisión	01/12/2008	14/01/2009	03/12/2008	30/04/2009	23/04/2009	22/04/2008	22/04/2009	22/04/2009
Fecha Vencimiento	01/12/2011	14/01/2014	03/12/2010	30/04/2014	23/04/2014	22/04/2014	25/10/2010	25/10/2010
Frec. pago	anual	anual	semestral	Annual	Annual	Annual	Trimestral	Trimestral
Cupón fijo anual	4.25%	5.25%	-	4.75%	5.6%	5.38%	-	-
Duración cupón fijo	vencimiento	vencimiento	-	Vencimiento	Vencimiento	Vencimiento	-	-
Cupón vble	-	-	EUR 6M	-	-	-	EUR 3M	EUR 3M
Margen	-	-	133 pb	-	-	-	75 pb	125 pb
Fecha vencimiento	-	-	vencimiento	-	-	-	-	-
Cancelación	-	-	-	-	-	-	-	-
Floor	-	-	-	-	-	-	-	-
Duración floor	-	-	-	-	-	-	-	-
Spread implícito	105 pb	212 pb	128 pb	205 pb	295 pb	259 pb	145 pb	125 pb

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



## ANEXO II

Informe de emisión de Deuda Subordinada de Caja de Guadalajara emitido por Analistas Financieros Internacionales, S.A. de fecha 29 de octubre de 2009.

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

Octubre de 2009

Informe para



**Caja de  
Guadalajara**



**Afi**

c/ Españoleto, 19  
28010 Madrid  
Tlf.: 34-91-520 01 00  
Fax: 34-91-520 01 43  
e-mail: [afi@afi.es](mailto:afi@afi.es)  
[www.afi.es](http://www.afi.es)

---

## Índice

---

1. Introducción .....	3
2. Análisis de la calidad crediticia del emisor .....	4
2.1. Aproximación al rating genérico hipotético de Caja Guadalajara .....	4
2.1.1 Información de comparación para el estudio .....	4
2.1.2 Regresión múltiple y obtención de un rating genérico <i>composite</i> .....	5
2.1.3 Conclusión .....	6
3. Descripción, análisis del producto y valoración .....	7
3.1. Estructura de flujos y condiciones del instrumento .....	7
3.1.1 Opción de amortización anticipada .....	9
3.2. Modelo e inputs de valoración .....	9
3.2.1 Modelo de cálculo de spread implícito .....	9
3.2.2 Inputs de valoración .....	9
Curva de tipos de interés .....	10
Parámetros HW .....	10
3.3. Valoración: Spreads implícitos .....	11
4. Condiciones vigentes en mercados mayoristas .....	12
4.1. Emisiones recientes en mercados .....	12
4.1.1 Emisiones con similar orden de prelación .....	12
4.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación .....	13
4.2. Niveles indicativos de cotizaciones en mercado secundario .....	15
4.2.1 Generación de curvas de spread por rating para deuda subordinada .....	19
4.2.2 Emisiones recientes de deuda subordinada en el mercado mayorista: niveles actuales en mercado secundario .....	22
4.2.3 Determinación del rango razonable para la emisión objeto de este informe .....	22
5. Conclusiones .....	24
6. Disclaimer .....	26

## 1. Introducción

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

El **contenido** del informe responde a las exigencias establecidas por la CNMV en la carta enviada a las entidades el 17 de febrero de 2009. Una primera parte, **técnica** acerca del instrumento a emitir (puntos 2 y 3 del informe), en la que se incluirá:

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

Un epígrafe orientado al **contraste** (punto 4 del informe), en la que se expondrá el conjunto de inputs que Afi considere relevantes para determinar si, el precio y spread calculados para el instrumento, se corresponden con las condiciones vigentes en el mercado mayorista para instrumentos similares.

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

Finalmente, un epígrafe que contiene las **conclusiones** (punto 5 del informe), entre las que Afi expresa su opinión de Afi sobre los niveles de spread que debieran asociarse a la emisión objeto de análisis, para su adecuada colocación en el caso de emisión lanzada en los mercados mayoristas.

## 2. Análisis de la calidad crediticia del emisor

### 2.1. Aproximación al rating genérico hipotético de Caja Guadalajara

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

#### 2.1.1 Información de comparación para el estudio

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

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

Entidad	Liquidez estructural	ROA	ROE	Eficiencia	Mora	Cobertura	Solvencia	TIER I	Tamaño (log)	Moody's	S&P	Fitch	Rating numérico	Rating Composite
	dic-08	dic-08	dic-08	dic-08	dic-08	dic-08	dic-08	dic-08	dic-08	jun-09	jun-09	jun-09	jun-09	jun-09
BANCO SANTANDER	86,7%	1,22%	11,6%	60,3%	2,0%	90,6%	12,2%	8,8%	5,64	Aa1	AA	AA	10,33	AA
BBVA	81,6%	0,64%	15,2%	56,2%	2,1%	91,0%	12,2%	7,9%	5,59	Aa1	AA	AA-	10,00	AA
BANESTO	85,2%	0,79%	14,5%	44,6%	1,6%	105,0%	10,7%	7,7%	5,09	Aa2	AA	AA	10,00	AA
BANCO POPULAR	77,7%	1,26%	14,8%	35,8%	2,8%	73,0%	9,0%	8,0%	5,01	Aa3	A+	AA-	8,67	AA-
BANCO SABADELL	61,6%	0,42%	19,1%	53,7%	2,4%	107,0%	9,8%	7,3%	4,90	A2	A	A+	7,33	A
BANKINTER	68,7%	0,51%	12,0%	56,2%	1,3%	120,3%	10,2%	7,4%	4,75	A1	A	A+	7,67	A+
BANCO PASTOR	57,9%	0,85%	13,1%	47,9%	3,6%	117,3%	10,6%	7,5%	4,43	A3	-	-	6,00	A-
LA CAIXA	80,8%	0,53%	10,7%	58,9%	2,5%	66,0%	10,8%	10,1%	5,38	Aa2	AA-	AA-	9,33	AA-
MADRID	62,2%	0,62%	9,7%	58,6%	4,9%	46,6%	10,0%	7,5%	5,25	A1	A	A+	7,67	A+
BANCAJA	59,2%	0,28%	6,9%	47,2%	4,3%	56,8%	11,2%	7,7%	4,93	A3	-	BBB+	5,50	A-
MEDITERRANEO	65,1%	0,38%	16,9%	50,7%	4,0%	50,0%	10,6%	7,6%	4,86	A3	-	A-	6,00	A-
CATALUNYA	56,0%	0,72%	15,5%	56,8%	5,3%	56,7%	10,1%	6,3%	4,79	A3	-	BBB+	5,50	A-
GALICIA	61,8%	0,36%	11,0%	66,1%	3,4%	59,0%	10,8%	6,8%	4,66	A3	-	BBB+	5,50	A-
IBERCAJA	85,2%	0,53%	8,8%	64,0%	2,2%	104,0%	13,3%	8,9%	4,62	A2	A	-	7,00	A
UNICAJA	74,1%	0,89%	10,9%	48,6%	2,2%	151,0%	13,2%	10,2%	4,50	Aa3	-	A+	8,50	AA-
CAIXANOVA	75,2%	0,72%	14,9%	73,0%	3,3%	77,7%	11,3%	6,3%	4,42	A3	-	A-	6,00	A-
CASTILLA-MANCHA	57,8%	0,37%	10,7%	64,3%	9,3%	32,5%	11,0%	7,1%	4,42	-	-	BB-	2,00	BB+
CAJA ESPAÑA	86,1%	0,31%	7,3%	61,6%	3,9%	65,0%	12,3%	7,5%	4,39	Baa1	-	BBB+	5,00	BBB+
PENEDÉS	60,4%	0,42%	8,4%	56,5%	3,4%	53,9%	12,6%	8,7%	4,36	-	-	A-	6,00	A-
MURCIA	73,0%	0,99%	15,5%	43,0%	1,7%	140,0%	13,3%	9,5%	4,33	-	-	A+	8,00	A+
GIPUZKOA Y S S	96,6%	0,81%	6,5%	60,6%	1,8%	125,0%	14,6%	13,4%	4,32	-	A+	-	8,00	A+
CAJA DUERO	86,5%	0,38%	7,9%	63,8%	3,7%	72,0%	11,6%	7,4%	4,31	A3	-	-	6,00	A-
CAJASUR	76,3%	0,35%	6,5%	59,8%	6,4%	46,6%	10,0%	6,0%	4,28	-	-	BB+	2,00	BB+
NAVARRA	74,7%	0,89%	13,9%	64,2%	1,9%	115,6%	10,4%	8,2%	4,27	-	-	A	7,00	A
ASTURIAS	84,2%	1,03%	12,5%	56,8%	1,8%	94,0%	12,1%	10,1%	4,18	-	-	A	7,00	A
GRANADA	72,3%	0,34%	6,2%	62,8%	3,2%	89,1%	10,8%	6,5%	4,14	-	-	BBB+	5,00	BBB+
BALEARES	61,8%	0,60%	11,5%	62,1%	2,9%	58,2%	10,9%	7,3%	4,12	-	-	BBB+	5,00	BBB+
GENERAL CANARIAS	62,1%	0,70%	9,2%	52,2%	3,2%	51,0%	12,3%	8,2%	4,12	-	-	A	7,00	A
SABADELL	64,0%	0,74%	16,8%	65,2%	3,4%	122,1%	11,8%	7,6%	4,09	-	-	BBB+	5,00	BBB+
BURGOS MPAL	61,3%	0,79%	8,3%	48,6%	3,0%	83,0%	12,1%	9,1%	4,09	Baa1	-	-	5,00	BBB+
TARRAGONA	57,0%	0,57%	11,3%	53,2%	4,2%	39,5%	11,1%	7,6%	4,06	-	-	BBB	4,00	BBB
TERRASSA	77,6%	1,11%	20,0%	62,2%	3,0%	107,0%	13,4%	7,7%	4,06	Baa2	-	BBB+	4,50	BBB+
SANTANDER-CANTABI	62,0%	0,66%	13,3%	48,0%	3,6%	65,0%	9,9%	6,7%	4,04	A3	-	-	6,00	A-
INMACULADA	83,9%	0,83%	6,8%	48,0%	2,4%	91,0%	13,5%	8,5%	4,02	-	-	A	7,00	A
LAIETANA	50,9%	0,42%	7,6%	64,4%	3,9%	50,0%	10,8%	6,8%	3,96	-	-	BBB	4,00	BBB
VITAL	89,4%	1,03%	10,6%	53,6%	1,8%	113,0%	12,9%	10,7%	3,94	A2	-	A	7,00	A
GIJÓN	68,2%	0,40%	8,0%	54,6%	3,8%	62,3%	11,9%	7,7%	3,89	-	-	BBB+	5,00	BBB+
EXTREMADURA	93,8%	1,05%	12,2%	38,7%	2,7%	114,0%	12,6%	8,1%	3,85	-	-	A-	6,00	A-
SEGOVIA	65,4%	0,62%	11,4%	42,7%	2,5%	104,7%	10,3%	6,1%	3,80	Baa3	-	-	3,00	BBB-
BURGOS C C O	91,6%	0,52%	4,6%	50,6%	1,7%	197,0%	12,2%	8,9%	3,70	-	-	BBB+	5,00	BBB+
RIOJA	75,5%	0,53%	7,0%	54,0%	2,5%	99,8%	11,7%	8,9%	3,57	A3	-	-	6,00	A-

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

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

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

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

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

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

#### Resumen

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

#### ANÁLISIS DE VARIANZA

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

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

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

*Tabla 4: rating genérico composite para Caja Guadalajara a partir de sus datos de balance y cuenta de resultados a diciembre de 2008*

	(A)	(B)	=(A)*(B)
<b>C. Guadalajara</b>	Var. Indep.	Coef. Regresión	Producto
		-5,538	-5,538
ROA	0,56%	109,012	0,615
Mora	3,84%	-62,555	-2,402
TIER I	6,18%	29,758	1,839
Tamaño (log)	3,2007	2,411	7,717
		Suma =	2,231
		Rating composite =	Ba1/BB+

### 2.1.3 Conclusión

Como puede comprobarse en la tabla 4, el rating numérico de Caja Guadalajara se sitúa en un valor de 2,231, que redondeado al entero mas cercano arrojaría un valor de 2,00 y se correspondería con un rating genérico composite de Ba1/BB+. En la práctica se encontraría "a caballo" entre los ratings genéricos composite Baa3/BBB- y Ba1/BB+, si bien mucho más cercano este último. A la hora de establecer un nivel de spread vs swaps de referencia razonable teórico para la emisión de subordinadas (LTII) de Caja Guadalajara, tomaremos como hipotético rating de dicha emisión un Ba2/BB, es decir, un escalón por debajo del rating de emisor<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Siguiendo la escala de rating genérica que utilizan las agencias de rating para distintos grados de prelación de deuda bancaria, que sitúa el salto entre deuda senior y deuda subordinada Lower Tier II en un escalón.

### 3. Descripción, análisis del producto y valoración

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

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

- Emisor: Caja de Ahorros Provincial de Guadalajara (Caja Guadalajara)
- Garante: Caja de Ahorros Provincial de Guadalajara (Caja Guadalajara)
- Naturaleza de los valores: obligaciones subordinadas
- Precio de emisión: a la par
- Desembolso de los valores: 30 de diciembre de 2009
- Forma de representación: anotaciones en cuenta en IBERCLEAR
- Retribución: no acumulativa, en función al siguiente esquema:
  - Durante los dos primeros años un tipo fijo anual del 6%.
  - Desde el tercer hasta el quinto año (inclusive ambos), EURIBOR a 6 meses más un margen del 5,00%.
  - Desde el sexto año hasta vencimiento, EURIBOR a 6 meses más un margen del 5,50%.
  - La retribución tanto en el periodo de retribución a tipo fijo como variable, será pagadera con carácter semestral durante toda la vida de la emisión, por semestres vencidos (calculados en base Act/365).
- Amortización anticipada: podrán amortizarse total o parcialmente a voluntad del emisor con autorización previa del Banco de España, a partir del vencimiento del quinto año (inclusive) desde la fecha de desembolso, coincidiendo con cada pago de retribución semestral, reembolsando a su titular el valor nominal y la parte correspondiente de las retribuciones que, en su caso, le hubieren correspondido respecto del periodo corriente de retribución.
- Colectivo de inversores a los que se ofrecen los valores: La emisión va dirigida a todo tipo de inversores que cumplan con los perfiles y requisitos exigidos por los mecanismos y procedimientos internos establecidos por las Entidades Colocadoras en virtud de la normativa MIFID para la adquisición de este tipo de producto y será colocada a través de la red de oficinas de la Entidad Colocadora.
- Vencimiento: a los diez años
- Cotización: mercado AIAF de renta fija.

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

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

- Los dos primeros años, 6,00% fijo anual pagadero semestralmente.

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

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

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años

- Del 3º al 5º año *Euribor-6M + spread*, pagadero semestralmente Es decir:

$$\text{Cupon} = \text{Nominal} \cdot (\text{Euribor6M} + \text{spread}) \cdot \text{Fraccion\_año}$$

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Euribor6M*: tipo Euribor a seis meses fijado dos días antes del inicio de cada periodo semestral.
- *Spread*: Spread adicional sobre Euribor seis meses (500 p.b.)
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años de cada periodo semestral.

- Del 6º año a vencimiento *Euribor-6M + spread + step up*, pagadero semestralmente. Es decir:

$$\text{Cupon} = \text{Nominal} \cdot (\text{Euribor6M} + \text{spread} + \text{step\_up}) \cdot \text{Fraccion\_año}$$

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Euribor6M*: Tipo Euribor a seis meses fijado dos días antes del inicio de cada periodo semestral.
- *Spread*: Spread sobre Euribor a seis meses de 500 pb
- *Step\_up*: incremento del spread sobre Euribor a seis meses en 50 pb

### 3.1.1 Opción de amortización anticipada

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

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

## 3.2. Modelo e inputs de valoración

### 3.2.1 Modelo de cálculo de spread implícito

El objetivo que se plantea es encontrar el spread implícito en la emisión, esto es, el spread con el que se consigue que la valoración de la nota coincida con el precio de la emisión (la par en este caso)<sup>2</sup>.

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

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

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

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

### 3.2.2 Inputs de valoración

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

<sup>2</sup> No se trata del cálculo del asset swap spread ni de otras medidas que en mercado se utilizan para diferentes fines, aunque en muchos casos resulten niveles parecidos. En el caso del asset swap spread se calcula exclusivamente una cobertura mediante un swap del riesgo de tipo de interés del bono (pero dejando sin cubrir el riesgo de crédito).

Curva de tipos de interés

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

Parámetros HW

<b>a (Reversión a la media)</b>	1.9000%
<b>sigma (Volatilidad)</b>	0.8647%

### 3.3. Valoración: Spreads implícitos

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

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

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

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

En la siguiente tabla se muestran los resultados.

Spreads sobre Swap	
Considerando toda la estructura	4.63%
A Primera Call	4.63%
A vencimiento sin Call	4.97%

## 4. Condiciones vigentes en mercados mayoristas

El propósito de este punto es aglutinar el conjunto de inputs que Afi considera relevantes para determinar las condiciones vigentes en el mercado mayorista para instrumentos similares al que Caja Guadalajara planea emitir. La entidad no tiene rating de emisor por ninguna Agencia de calificación crediticia, así que tomaremos como tal la estimación del rating de emisor en base a ratios de balance y cuenta de resultados realizada en el punto 2 de este informe, que se sitúa entre Baa3/BBB- y Ba1/BB+, si bien más cercana a Ba1/BB+.

### 4.1. Emisiones recientes en mercados

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

#### 4.1.1 Emisiones con similar orden de prelación

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

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

Fecha	Emisor	Características de la emisión					Spread emisión <sup>2</sup>		Ratings <sup>3</sup>	Spread actual	
		Vol <sup>1</sup>	Divisa	Clase	Cupón	Vencimiento	Call	vs Tesoro	vs Swaps	Emisor	vs Swaps (mid)
11-dic-08	Credit Agricole SA	250	GBP	LT2	7.375% <sup>4</sup>	18/12/2023	-	291	330	Aa1/AA-/AA-	n.d.
12-dic-08	Credit Agricole SA	500	EUR	LT2	6.867% <sup>4</sup>	19/12/2018	-	n.d.	325	Aa1/AA-/AA-	125.0
14-ene-09	Credit Agricole SA	75	GBP	LT2	7.375% <sup>4</sup>	18/12/2023	-	280	310	Aa1/AA-/AA-	n.d.
13-may-09	Rabobank	1.000	EUR	LT2	5.875% <sup>4</sup>	20/05/2019	-	n.d.	240	Aaa/AAA/AA+	110.0
27-may-09	Credit Agricole SA	1.000	EUR	LT2	5.875% <sup>4</sup>	11/06/2019	-	n.d.	220	Aa1/AA-/AA-	112.0
29-jul-09	Commonwealth Bank	1.000	EUR	LT2	5.500% <sup>5</sup>	06/08/2019	-	n.d.	190	Aa1/AA/AA	156.0
4-sep-09	Bankinter	250	EUR	LT2	6.375% <sup>4</sup>	11/09/2019	-	n.d.	300	A1/A/A+	235.0
9-sep-09	Intesa Sanpaolo	1.500	EUR	LT2	5.000% <sup>4</sup>	23/09/2019	-	n.d.	155	Aa2/AA-/AA-	142.0
13-oct-09	Espirito Santo FG	400	EUR	LT2	6.875% <sup>4</sup>	21/10/2019	-	n.d.	350	A3/A-/NR	342.0

<sup>1</sup> Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

<sup>2</sup> Spread a vencimiento

<sup>3</sup> Por este orden, Moody's, S&P y Fitch

<sup>4</sup> Fijo a vencimiento

<sup>5</sup> Pagadero anualmente "in arrears"

Como puede observarse en la tabla 1, la compresión de spreads experimentada en el mercado secundario por estas emisiones desde su colocación ha sido intenso: en media, cercano al 30% para las emisiones en EUR, tomando datos del promedio de cotizaciones bid/ask de Bloomberg a 15 de octubre de 2009. Es éste un dato que, junto con los niveles de emisión en el mercado primario y otra información relevante,

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

analizaremos en detalle en el epígrafe 4.2. de este informe de cara a establecer un rango de spreads vs swaps razonable para la emisión de deuda subordinada que constituye el objeto de este informe de opinión.

Por otro lado, contamos con nueve emisiones de deuda subordinada Lower Tier II por parte de entidades de depósito españolas, colocadas desde diciembre de 2008 en el mercado doméstico entre inversores minoristas (ver tabla 2). Son todas emisiones con opción de amortización *call* previa a su vencimiento, y salvo en el caso de la emisión de Caixa Sabadell, el vencimiento de las emisiones se produce a los 10 años. La última emisión realizada, registrada el pasado 8 de octubre de 2009 en CNMV, se corresponde a Banco Gallego (emisor sin calificación crediticia) y su valoración arroja a un spread vs mid-swaps calculado a vencimiento de 448 puntos básicos<sup>3</sup>.

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

Fecha	Emisor	Características de la emisión						Spreads emisión <sup>2</sup>		Ratings <sup>3</sup>	
		Vol <sup>1</sup>	Divisa	Clase	Cupón	Vencimiento	Fecha Call	A la call	A vencimiento	Emisor	Emisión
17-dic-08	Caja Duero	132,5	EUR	LT2	7,155% <sup>5</sup>	19/12/2018	19/12/2013	400,0	420,4	A2/NR/NR	A3
22-ene-09	La Caixa	2 500,0	EUR	LT2	5,870% <sup>6</sup>	28/02/2019	28/02/2014	231,8	188,5	Aa1/AA-/AA-	Aa2/A+/A+
6-abr-09	Bancaja	1 000,0	EUR	LT2	7,250% <sup>7</sup>	06/07/2019	06/07/2014	449,4	455,4	A2/NR/A-	A3/NR/BBB+
26-mar-09	Caixa Penedes	250-300	EUR	LT2	6,50% <sup>8</sup>	29/06/2019	29/06/2014	436,0	462,0	NR/NR/A-	NR/NR/BBB+
7-may-09	Caixa Sabadell	35,0	EUR	LT2	7,50% <sup>9</sup>	10/06/2024	10/06/2019	533,0	546,0	NR/NR/BBB+	NR/NR/BBB
20-may-09	Caja Navarra	200,0	EUR	LT2	6,25% <sup>10</sup>	30/06/2019	30/06/2014	360,0	356,0	NR/NR/A-	NR/NR/BBB+
2-jun-09	Sa Nostra	60,0	EUR	LT2	6,00% <sup>11</sup>	30/06/2019	30/06/2014	484,0	519,0	NR/NR/BBB+	NR/NR/BBB
10-jun-09	Caja Duero	200,0	EUR	LT2	5,30% <sup>12</sup>	28/09/2019	28/09/2014	410,0	429,0	A2/NR/NR	A3/NR/NR
8-oct-09	Banco Gallego	50,0	EUR	LT2	6,00% <sup>13</sup>	29/12/2019	29/12/2014	419,0	448,0	NR/NR/NR	NR/NR/NR

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

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

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

4. Euribor 3m + 100 pb

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### 4.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación

El mercado mayorista de emisiones *senior* de deuda bancaria ha reflejado una actividad mucho más intensa en los últimos meses, producto de la mejora de la situación en los mercados financieros y de la recuperación del apetito inversor por la deuda bancaria. Reflejos de esta mejora son, por un lado, la intensa reducción de los niveles de spread de emisión vs swaps, el alargamiento de plazos y la creciente diversidad de emisores en el mercado primario; y por otro lado, la intensa reducción de spreads vs swaps y reducción de horquillas de cotización bid/ask en el mercado secundario (aspecto que trataremos en el epígrafe 4.2. de este informe). En la tabla 3

<sup>3</sup> Según el informe de opinión independiente realizado por Afi y contenido en el folleto de registro de la emisión disponible en CNMV.

se reflejan los niveles de spread de colocación en primario y el nivel actual indicativo en el mercado secundario a 15 de octubre de 2009, para una selección de emisiones con distintas calificaciones crediticias realizadas en los últimos seis meses. Las fuentes utilizadas son Bloomberg y los documentos de colocadores posteriores a la emisión.

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

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

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

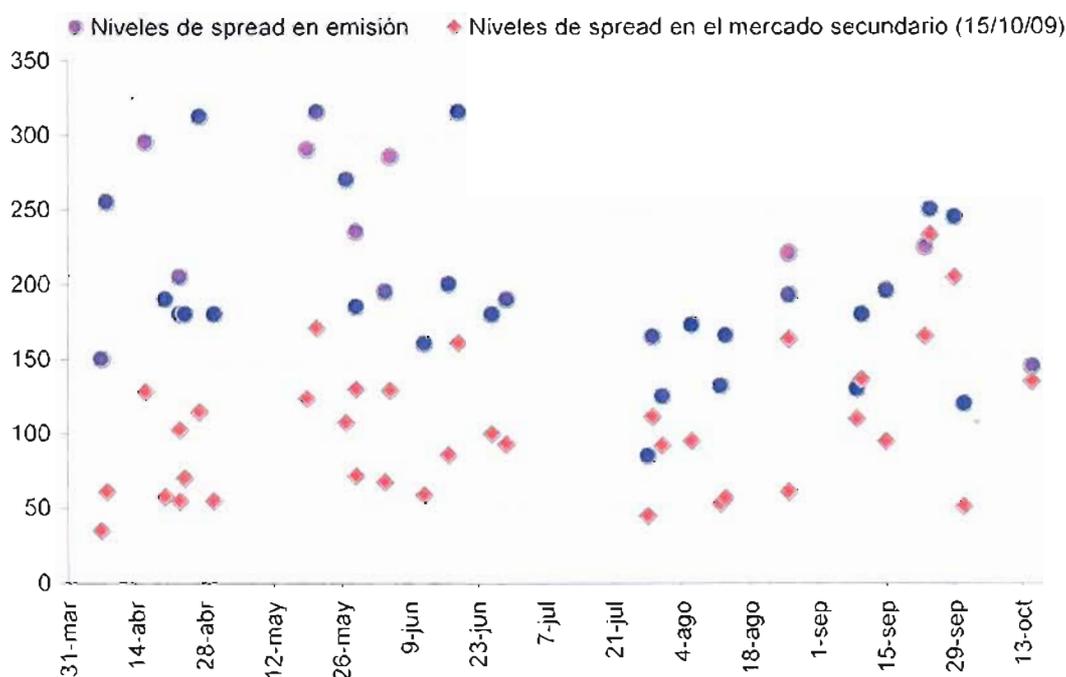
2. Por este orden, Moody's, S&P y Fitch

Entre los emisores españoles, destacan las emisiones del Banco Santander el 7 de abril de 2009 (colocada en mercados mayoristas a un spread vs swaps de 150 pb), de Banesto el 24 de abril de 2009 (colocada a un spread vs swaps de 180 pb), de Banc

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

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

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



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

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

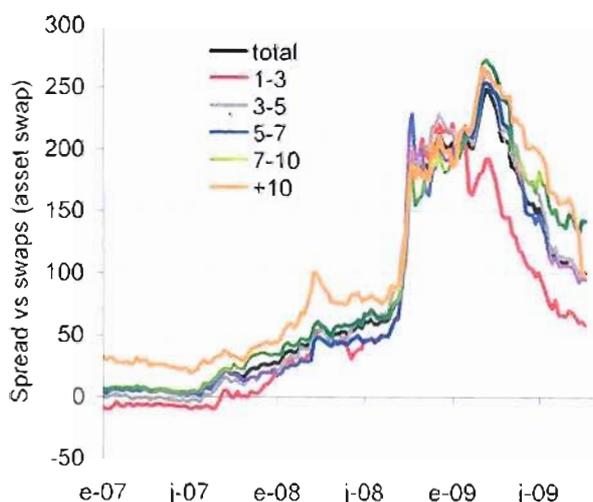
En este punto, hay que destacar que las condiciones de liquidez actuales en los mercados de capitales han mejorado de forma muy significativa frente a las vigentes durante los primeros seis meses del ejercicio 2009, mejora que ha sido paralela a una intensa recuperación del apetito inversor por casi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

En efecto, salvo en contadas excepciones, como por ejemplo en el caso de titulizaciones de activos con rating inferior a AAA, todos los segmentos de deuda corporativa y financiera, con grado de inversión o grado especulativo (*high yield*), de deuda senior, subordinada, preferente o convertible, han experimentado una intensa compresión de spreads o diferenciales crediticios y reducción de las horquillas de cotización entre precios de demanda y oferta (*bid/ask*).

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

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

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



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

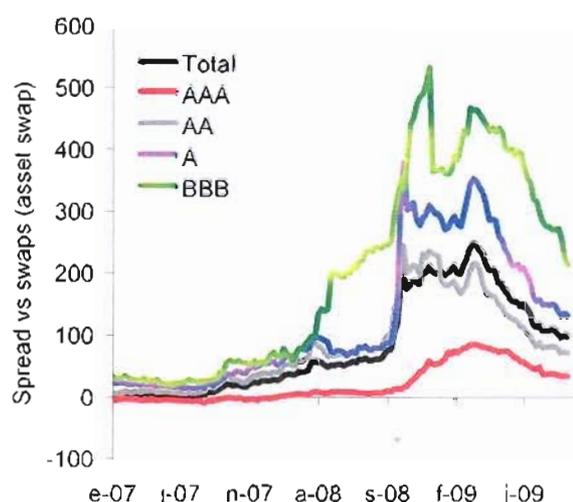
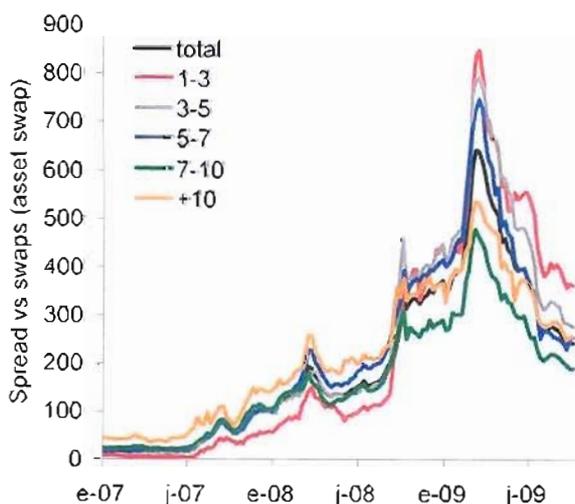


Gráfico 3: *spread vs swaps (pb) calculado a la call para deuda financiera Lower Tier II (asset swap, JP Morgan SUSI indices)*

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



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

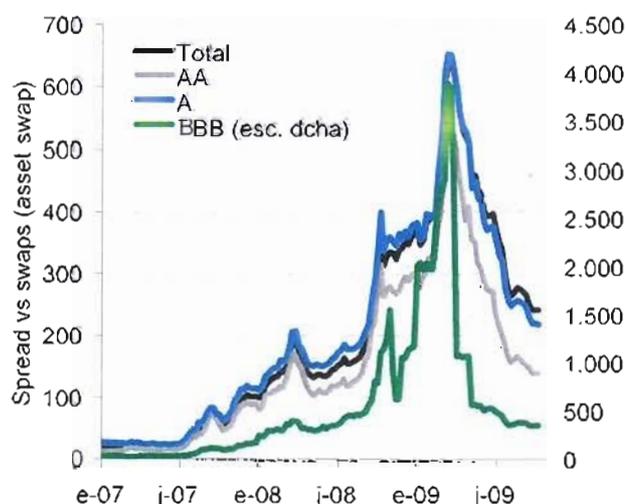
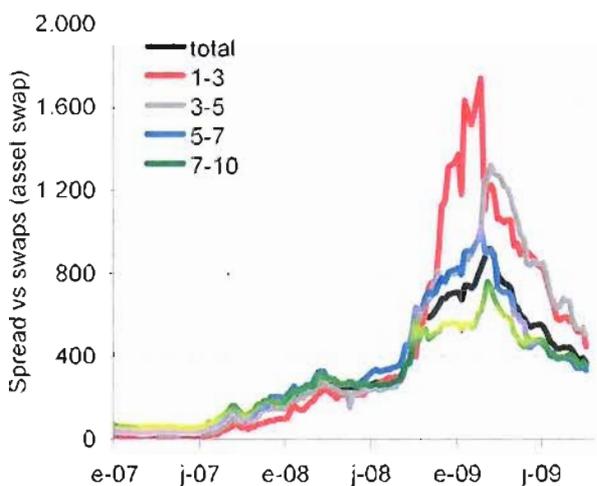


Gráfico 4: spread vs swaps (pb) calculado a la call para deuda financiera Upper Tier II (asset swap, Fuente: JP Morgan SUSI indices)

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



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

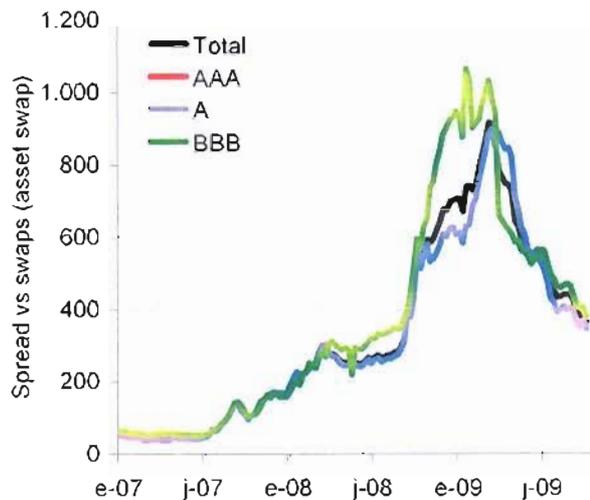
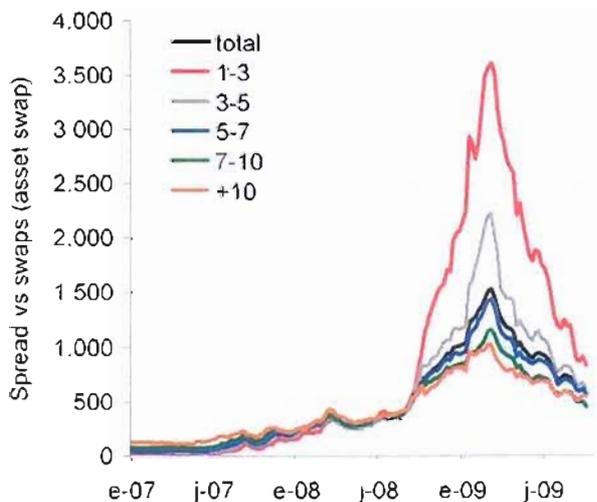
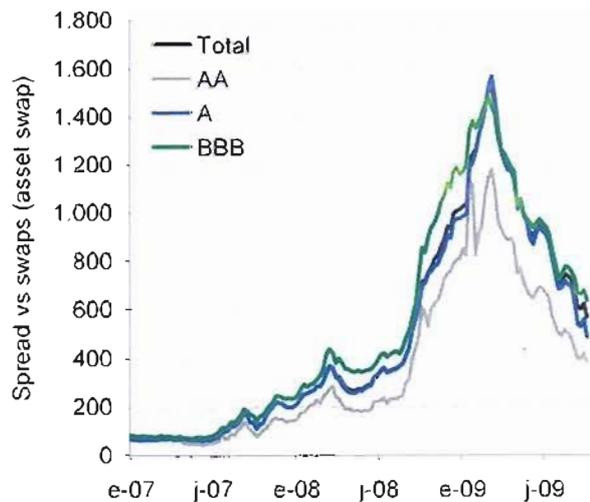


Gráfico 5: spread vs swaps (pb) calculado a la call para deuda financiera Tier I (asset swap, Fuente: JP Morgan SUSI indices)

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



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



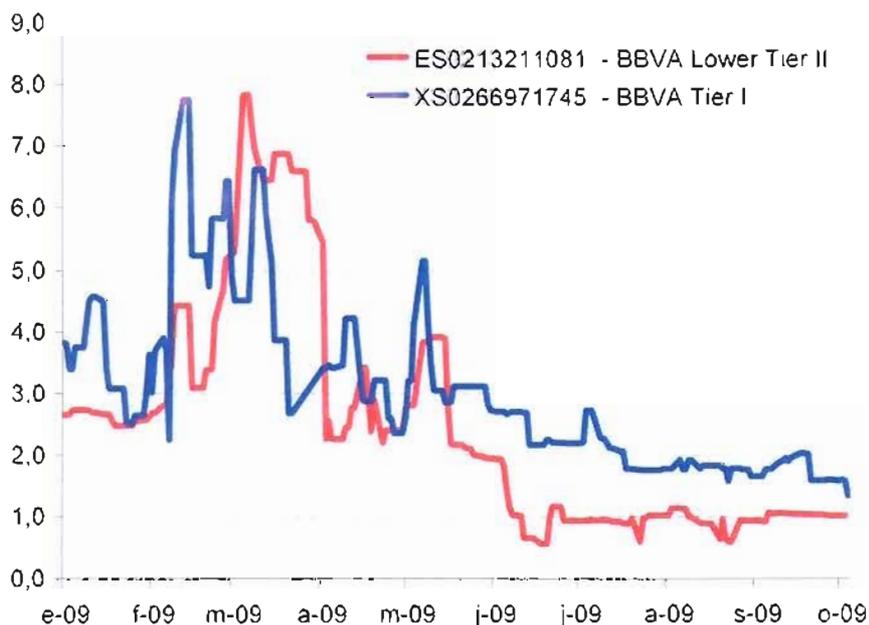
El repunte de spreads en deuda bancaria ha sido, desde mediados de 2007, generalizado por escalas de rating y creciente a medida que descendemos en la prelación de las emisiones. Los máximos de spread vs swaps se alcanzaron durante la primavera pasada, momento a partir del cual se inició un proceso de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

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

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

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

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



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

por BBVA. Como puede apreciarse en dicho gráfico, las horquillas de precio bid/ask cotizadas en el mercado secundario se encuentran hoy muy por debajo de los niveles de claro estrés de la primavera pasada. La fuente de estos datos es Bloomberg<sup>4</sup>.

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

En este sentido, en los análisis realizados en los puntos 4.2.1 a 4.2.3 siguientes se utilizarán, para establecer un rango además de las citadas cotizaciones para emisiones de deuda subordinada *Lower Tier II* de Bloomberg, cotizaciones para las referencias que componen el índice de deuda subordinada bancaria *Lower Tier II* de Merrill Lynch<sup>5</sup> (*ELT2* o *Lower Tier II Securities Index*) e información histórica de los índices SUSI de JP Morgan y de los índices iTraxx de deuda financiera senior y subordinada.

#### 4.2.1 Generación de curvas de spread por rating para deuda subordinada.

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

- Definición del conjunto de instrumentos para los cuales se recopilará información de mercado secundario. Para la curva de deuda subordinada *Lower Tier II* se han tomado las 86 emisiones sin opción de amortización contenidas en el índice *ELT2* de Merrill Lynch.
- Obtención de cotizaciones de rentabilidad a vencimiento (TIR) para los instrumentos seleccionados. Para ello, y con el objeto de obtener un contraste de varias fuentes, se tomarán tanto los datos ofrecidos por Bloomberg<sup>6</sup> como los de Merrill Lynch.
- Cálculo, para ambos conjuntos de cotizaciones –Bloomberg y Merrill Lynch– del spread vs swaps a vencimiento para cada instrumento. Ello se realiza via comparación de las TIR obtenidas en el punto anterior y el tipo swap interpolado al vencimiento del instrumento.
- Agrupación de los instrumentos por escalón de rating y por plazo<sup>7</sup>, depuramiento de datos considerados *outliers* y cálculo de medianas de spreads.

<sup>4</sup> Se ha utilizado la contribución denominada "Composite Bloomberg Bond Trader o CBBT".

<sup>5</sup> JP Morgan y Merrill Lynch son dos de los mayores intermediarios de bonos corporativos y financieros a nivel global, y sus índices son ampliamente utilizados por los participantes del mercado como referencia.

<sup>6</sup> En concreto, se toma el campo <YLD\_YTM\_MID>

<sup>7</sup> Se clasifican los instrumentos en base a las escalas de rating de Moody's, S&P y Fitch, agrupándose a su vez en dos plazos genéricos: 5 años (emisiones con vencimiento residual

vs swaps para cada grupo de instrumentos (rating y plazo) considerado representativo<sup>8</sup> y para cada fuente de cotizaciones.

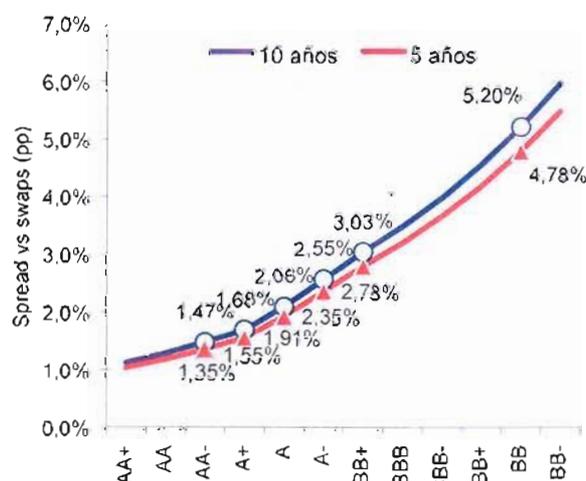
- Construcción de curvas completas de spread por rating para cada plazo, a partir de los grupos de instrumentos considerados representativos, mediante la aplicación de multiplicadores de salto de spreads entre categorías adyacentes de rating<sup>9</sup>.
- En el caso de no contar con grupos de instrumentos representativos para determinados plazos, se procederá a su extrapolación mediante la aplicación de multiplicadores de pendiente de spreads<sup>10</sup>

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

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



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



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

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

<sup>8</sup> Se considerará representativo un grupo de instrumentos para un rating y plazo determinado cuando se cuente con un número de emisiones superior o igual a 3.

<sup>9</sup> Los multiplicadores se calcularán a través de la información proporcionada por las series históricas de spreads de los índices de deuda Senior y Lower Tier II proporcionados por JP Morgan (SUSI índices).

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

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

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

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

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

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

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

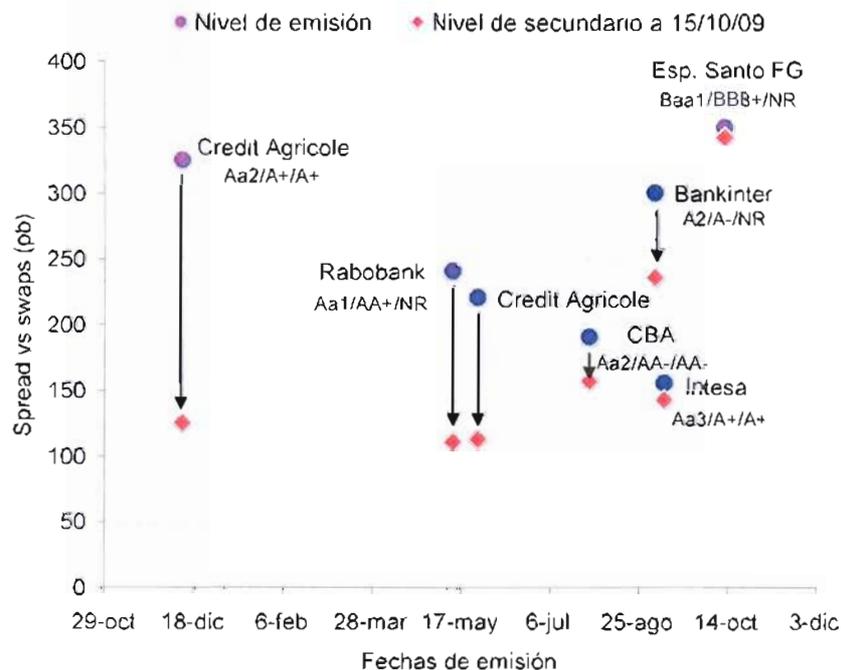
Tabla 5: Cociente de spreads de CDS a 10 vs 5 años para deuda senior y subordinada de bancos del iTraxx a 15/10/09 (Fuente: bloomberg)

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

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

Tal y como se avanzó en el punto 4.1 de este informe, consideramos clave la información de niveles de mercado secundario de aquellas emisiones de deuda subordinada Lower Tier II al plazo de 10 años realizadas en los últimos meses. Esta información queda recogida, además de en la tabla 1, en el gráfico 8 siguiente, donde se observa la variación de spreads vs swaps frente a los niveles de emisión en el mercado primario. La fuente de los datos de mercado secundario es Bloomberg.

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



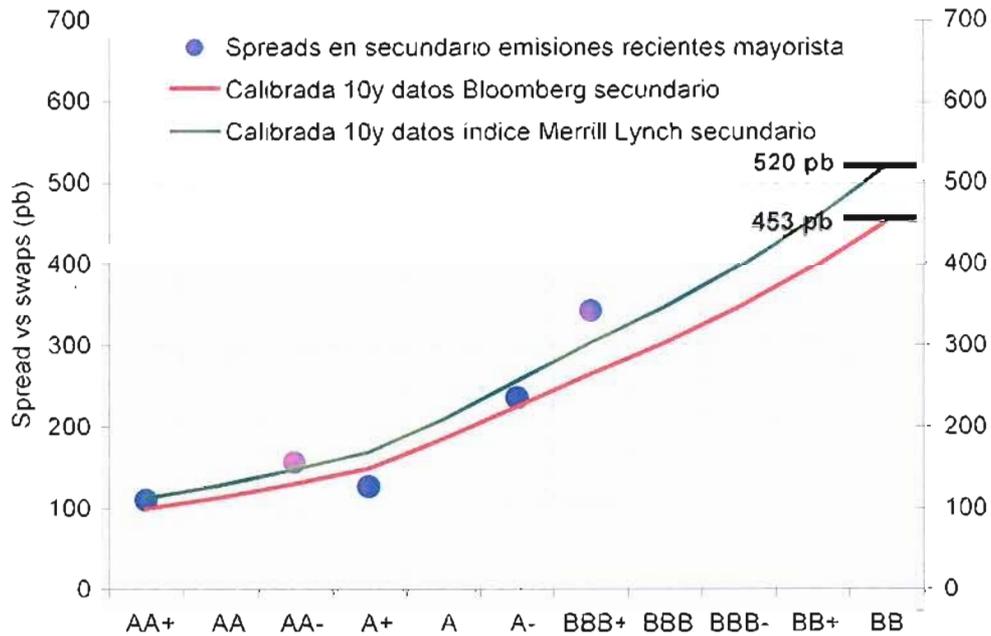
#### 4.2.3 Determinación del rango razonable para la emisión objeto de este informe.

Una vez calibradas las curvas de spread vs swaps por rating y plazo para emisiones de deuda subordinadas Lower Tier II a 15 de octubre de 2008 (punto 4.2.1 de este informe), y la información de spreads vs swaps en el mercado secundario para emisiones similares de reciente emisión en el mercado primario mayorista (punto 4.2.2 de este informe), procedemos a compilar la información relevante a efectos de definir un rango de spreads vs swaps razonable para una emisión de deuda subordinada Lower Tier II con rating Ba2/BB en dicha fecha.

Como refleja el gráfico 9 siguiente, de ambos análisis se puede extraer que el rango definido por niveles de spreads vs swaps a vencimiento entre 453 y 520 pb es una referencia razonable para una emisión de deuda subordinada Lower Tier II con rating de emisión Ba2/BB.



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



## 5. Conclusiones

En el **mercado primario mayorista** se han emitido en los últimos meses un número significativo de emisiones de deuda subordinada Lower Tier II en euros, todas ellas sin opción de amortización y con vencimiento original a 10 años. Los spreads de dichas emisiones en el mercado secundario a mediados de octubre se sitúan substancialmente por debajo de los niveles de colocación original (punto 4.2.2 del informe), y definen un rango de entre 110 pb para emisiones con rating Aa1/AA+ y 340 pb para emisiones con rating Baa1/BBB+. Frente a estos niveles de mercado secundario, el spread vs swaps a vencimiento de la emisión de deuda subordinada Lower Tier II de Caja Guadalajara compara razonablemente.

Frente a la única referencia de deuda subordinada en mercados mayoristas realizada recientemente por una entidad española, **Bankinter** (rating de emisión A2/A-/A) la comparación también resulta razonable. Ésta emisión, colocada a principios de septiembre a un spread vs swaps de 300 pb, cotiza a mediados de octubre en torno a referencias de 235 pb sobre swaps en el mercado secundario; y la aplicación de cinco saltos o escalones de rating –en base al multiplicador 1,145x- arrojaría niveles de 462 pb, frente a los 497 pb calculados en el punto 3.3. para la emisión de Caja Guadalajara

La comparación con **emisiones similares destinadas a inversores minoristas** en el mercado doméstico español no es el objeto de este informe. En cualquier caso, habría que señalar que el spread de la emisión de deuda subordinada de Caja Guadalajara compara adecuadamente con emisiones similares de emisores españoles con rating cercano, si se tuviera en cuenta i) la migración de ratings a la baja y, sobre todo, ii) la intensa reducción de spreads vs swaps acaecida en los últimos meses en el mercado secundario de este tipo de emisiones.

De esta forma, aplicando al spread vs swaps a vencimiento de la emisión de deuda subordinada Lower Tier II de Banco Gallego (registrada en CNMV el 8 de octubre de 2009 con un spread de 448 pb y valorado con las condiciones de mercado de 29 de julio de 2009<sup>11</sup>) por un lado, la reducción relativa de spreads experimentada en el mercado secundario de emisiones similares desde dicha fecha de valoración (un 15% según datos de los índices SUSI de JP Morgan) y, por otra parte, dos saltos de rating<sup>12</sup> obtendríamos un spread de 499 pb. Frente a este nivel de spread vs swaps, la emisión de deuda subordinada de Caja Guadalajara objeto de este informe compararía razonablemente (497 pb).

Por otro lado, del análisis de un universo suficientemente significativo de emisiones de LT2 NC en el **mercado secundario mayorista** (punto 4.2.1 de este informe) se deriva un rango de spreads vs swaps a vencimiento para emisiones de deuda subordinada Lower Tier II, con rating Ba2/BB y plazo de 10 años de entre 453 y 520 pb para mediados de octubre de 2009. El spread a vencimiento que arroja la emisión sin rating de deuda subordinada de Caja Guadalajara se sitúa en 497 pb, dentro de dicho rango.

<sup>11</sup> Véase en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es) el informe de opinión realizado por Afi en el folleto de admisión de dicha emisión de Banco Gallego.

<sup>12</sup> Siguiendo la metodología descrita en el punto 4.2.1 de este informe y tomando como hipotético rating para la emisión de deuda subordinada de Banco Gallego un Baa3/BBB-, tal y como se expresa en el informe de opinión al que se refiere la nota al pie anterior.



En conclusión, el spread vs swaps para la emisión de Caja Guadalajara objeto de este informe, si consideramos simplemente el "spread a vencimiento sin la call" (497 pb), se encontraría en nuestra opinión en el entorno "razonable" de spreads que definen los niveles promedio de spreads vs swaps a vencimiento para emisiones de naturaleza y calidad crediticia similar en mercados mayoristas en el periodo de elaboración de este informe, y que se corresponde con la horquilla definida por 453 y 520 pb.



## 6. Disclaimer

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

Este informe se ha finalizado el día 28 de octubre de 2009. El trabajo realizado no incluye la actualización del informe por hechos u otras circunstancias que pudieran producirse con posterioridad a la fecha de emisión del mismo.

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

Fdo: Daniel Manzano Romero

Socio- Analistas Financieros Internacionales