



902 301 000
www.grupobancopopular.es

**COMISIÓN NACIONAL DEL
MERCADO DE VALORES**
División de Mercados Primarios
C/Marqués de Villamagna, 3
MADRID

Madrid, 14 de julio de 2011

Muy Señores Nuestros,

Adjunto a la presente les remitimos, en soporte informático y formato "PDF", copia de las Condiciones Finales de la emisión de "Obligaciones Subordinadas 2011-1" de Banco Popular Español, S.A..

Las citadas Condiciones Finales se corresponden en todos sus términos, con las que el 14 de julio de 2011 se han registrado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Se autoriza la difusión del contenido de las presentes Condiciones Finales a través de la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Atentamente.

Santiago Armada Martínez de Campos

CONDICIONES FINALES
BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.
Volumen de la emisión: 150.000.000 € ampliable hasta 200.000.000 €
Emitida bajo el Folleto Base de Valores de Renta Fija, inscrito en los Registros Oficiales de la
Comisión Nacional del Mercado de Valores el 17 de febrero de 2011

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

Las presentes Condiciones Finales complementan el Folleto Base registrado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 17 de febrero de 2011 y el Suplemento al Folleto Base registrados el 10 de marzo de 2011.

1. PERSONAS RESPONSABLES DE LA INFORMACIÓN

Los valores descritos en estas "Condiciones Finales" se emiten por Banco Popular Español, S. A., con domicilio social en calle Ortega y Gasset 29, Madrid y C.I.F. número A-28000727 (en adelante, el "Emisor" o la "Entidad Emisora").

D. Santiago Armada Martínez de Campos, en virtud del Acuerdo de Comisión Ejecutiva de Banco Popular de fecha 21 de junio de 2011 y en nombre y representación del Emisor, con domicilio en Calle Velázquez nº 34, asume la responsabilidad de las informaciones contenidas en estas Condiciones Finales y acuerda las condiciones de la presente emisión.

D. Santiago Armada Martínez de Campos asegura que, tras comportarse con una diligencia razonable de que así es, las informaciones contenidas en estas Condiciones Finales son, según su conocimiento, conformes a los hechos y no incurre en ninguna omisión que pudiera afectar a su contenido.

2. DESCRIPCIÓN, CLASE Y CARACTERÍSTICAS DE LOS VALORES EMITIDOS

- CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES

1. Emisor: Banco Popular Español, S. A.
2. Garante y naturaleza de la garantía: Las emisiones de Obligaciones Subordinadas realizadas por Banco Popular Español, S.A. no tendrán garantías reales ni de terceros. El capital y los intereses de los valores estarán garantizados por el total del patrimonio de Banco Popular Español, S.A.
3. Naturaleza y denominación de los Valores:
 - Obligaciones Subordinadas 2011-1.
 - Código ISIN: ES0213790019.
4. Divisa de la emisión: Euros.
5. Importe nominal y efectivo de la emisión:

Nominal: 150.000.000.-€ ampliable hasta 200.000.000.-€.
Efectivo: 150.000.000.-€ ampliable hasta 200.000.000.-€.
6. Importe nominal y efectivo de los valores: Nominal unitario: 1.000.-€.
Precio de Emisión: 100%.
Efectivo inicial: 1.000.-€.
7. Fecha de emisión: 29 de julio de 2011.
8. Tipo de interés: Fijo.
(Información adicional sobre el tipo de interés de valores los puede encontrarse en el epígrafe 14 de las presentes Condiciones Finales)
9. Fecha de amortización final y sistema de amortización: 29 de julio de 2021.
A la par al vencimiento.

10. Opciones de amortización anticipada:

- Para el emisor:

- a) Amortización anticipada a partir del 5º año: de conformidad con lo establecido en el punto 4.8 y en el Apéndice A del Folleto Base de Renta Fija, el Emisor podrá proceder a la amortización anticipada, total por su valor nominal (100%), o parcial mediante reducciones del nominal de los valores, de las Obligaciones Subordinadas, a partir del quinto año desde la Fecha de Desembolso, es decir, a partir del 29 de julio de 2016 (inclusive) y, posteriormente en cada fecha de pago de intereses, previo consentimiento del Banco de España. El Emisor intentará que la fecha de amortización anticipada coincida con alguna fecha de pago de cupón, de no ser así, entregará al inversor la cantidad correspondiente al cupón corrido así como el importe del principal.

Las Obligaciones Subordinadas podrán amortizarse total o parcialmente a voluntad del Emisor, con autorización previa del Banco de España aplicando criterios de carácter económico. A estos efectos, se entenderá que existen criterios de carácter económico suficientes para proceder a la amortización anticipada, entre otros, en los siguientes casos:

- Cuando exista la posibilidad de mejorar la situación financiera del Emisor mediante la sustitución de la emisión actual por otra más económica de características similares, o cuando exista la posibilidad de mejorar la posición de solvencia del Emisor mediante la sustitución de la emisión por otra de mayor calidad:
- Cuando se considere que existe un exceso sustancial de recursos propios computables.
- Cualquier otro que, a juicio del Emisor, previa autorización del Banco de España, se considere suficiente para ejercitar el derecho de amortización anticipada, y cuyos efectos en la posición financiera o de solvencia del Emisor sean similares.

- b) Amortización anticipada antes del 5º año: de conformidad con lo establecido en el punto 4.8 y en el Apéndice A del Folleto, el Emisor podrá solicitar a Banco de España autorización para proceder a la amortización anticipada total por su valor nominal (100%), o parcial mediante reducciones del nominal de los valores de las Obligaciones Subordinadas, antes de que se cumplan los cinco años desde la Fecha de Desembolso, en el supuesto de que se produzca cualquier modificación en el régimen fiscal o de computabilidad como recursos propios de dichos valores que no estuviese previsto en la Fecha de Emisión. En ningún caso la amortización tendrá lugar antes del primer año, de acuerdo con lo establecido en el Folleto Base de Renta Fija. El Emisor intentará que la fecha de amortización anticipada coincida con alguna fecha de pago de cupón, de no ser así, entregará al inversor la cantidad correspondiente al cupón corrido así como el importe del principal.

- Para el inversor: No aplicable.

11. Orden de prelación: en los supuestos de liquidación o disolución del Emisor las Obligaciones Subordinadas se sitúan en el siguiente orden de prelación:

- a) por detrás de todos los depositante, de los acreedores con privilegio y de los acreedores comunes del Emisor o de cualquier Filial,
- b) en el mismo orden de prelación (pari passu) que las demás emisiones de obligaciones subordinadas del Emisor o de cualquier Filial o valores equiparables que el Emisor o cualquier Filial haya emitido o pueda emitir;
- c) por delante de las Participaciones Preferentes o valores equiparables que el Emisor o cualquier Filial haya emitido o pueda emitir;
- d) por delante de las emisiones subordinadas especiales emitidas o garantizadas por el Emisor; y
- e) por delante de las acciones ordinarias del Emisor o de cualquier Filial.

12. Admisión a cotización de los valores: AIAF Mercado de Renta Fija, a través de la plataforma del Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND).

13. Representación de los valores: Anotaciones en Cuenta gestionadas por Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A.U. (IBERCLEAR), sita en Plaza de la Lealtad, 1 28014 Madrid.

- TIPO DE INTERÉS Y AMORTIZACIÓN

14. Tipo de interés fijo: 8%

15. Tipo de interés variable: No aplicable.

16. Agente de cálculo: Banco Popular Español, S.A.

17. Procedimiento de publicación de la fijación de los tipos de interés: los tipos de interés serán remitidos por el Agente de Cálculo a IBERCLEAR, AIAF, Clearstream y Euroclear.
18. Base de cálculo para el devengo de intereses: Act/365.
19. Fecha de inicio de devengo de intereses: el 29 de julio de 2011.
20. Fechas de pago de los cupones: Los intereses se harán efectivos trimestralmente, los días 29 enero, abril, julio y octubre de cada año, comenzando el día 29 de octubre de 2011 y finalizando el 29 de julio de 2021, ambos inclusive.
Si alguna de las Fechas de Pago coincidiera con un día que no fuera un Día Hábil, el pago se efectuará el Día Hábil inmediatamente siguiente, salvo que dicha fecha correspondiera al mes siguiente, en cuyo caso se adelantará al Día Hábil anterior, con el correspondiente ajuste de los intereses debidos.
21. Importes Irregulares: No aplicable.
22. Tipo Mínimo: No aplicable.
23. Tipo Máximo: No aplicable.
24. Otras características relacionadas con el tipo de interés variable: No aplicable.
25. Tipo de interés referenciado a un índice: No aplicable.
26. Cupón Cero: No aplicable.
27. Amortización de los valores:
 - Fecha de Amortización a vencimiento: 29 de julio de 2021. Precio: 100%
 - Amortización Anticipada por el Emisor: en los supuestos descritos en el punto 10 de las presentes condiciones finales.
28. Amortización Anticipada por el Tenedor: No aplicable.
29. Rating de la Emisión: Fitch Ratings: BBB+ (definitivo).

- DISTRIBUCIÓN Y COLOCACIÓN

30. Colectivo de Potenciales Suscriptores a los que se dirige la emisión: La presente emisión de Obligaciones Subordinadas se dirige a inversores minoristas aunque también podría ser adquirida por inversores cualificados (según se define en el artículo 39 del Real Decreto 1310/2005) tanto nacionales como extranjeros que pudieran estar interesados. Existe la posibilidad de suscripción incompleta, en el caso de que, finalizado el periodo de suscripción, no hayan sido suscritos la totalidad de los valores.
31. Período de Suscripción: Desde las 10:00 del día siguiente al registro de las presentes condiciones finales de emisión en la CNMV hasta las 12:00 del 28 de julio de 2011.
32. Tramitación de la suscripción: A través de la red de sucursales o de la Tesorería del Grupo Banco Popular. Las Órdenes de Suscripción de Obligaciones Subordinadas tendrán carácter irrevocable salvo en el supuesto de que antes del día hábil anterior a la Fecha de Desembolso, se produjera una rebaja de la calificación crediticia o rating de Banco Popular Español, S.A. respecto de la última actualización emitida por Moody's, Fitch, Standard & Poor's o DBRS (A2/A-/A-/AA (low) respectivamente) a la fecha de registro de las Condiciones Finales de emisión, en cuyo caso los inversores podrán revocar las órdenes de suscripción formuladas durante los 2 días hábiles siguientes a la fecha de publicación del correspondiente Suplemento en la web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
33. Procedimiento de adjudicación y colocación de los valores: Las órdenes de suscripción se atenderán por riguroso orden cronológico de recepción en las oficinas de las Entidades Colocadoras para inversores minoristas y en la Tesorería del Grupo Banco Popular para los inversores cualificados. Se hace entrega a los inversores de un tríptico resumen de la emisión con las principales características de la misma que devolverán firmado.

El inversor realizará el desembolso de las Obligaciones mediante adeudo en cuenta de efectivo que el inversor tenga abierta o abra en las oficinas de las Entidades Colocadoras, y se depositarán en la cuenta de valores que el inversor abra a tal efecto en las entidades colocadoras, que estarán sujetas a las comisiones de administración que las entidades colocadoras tengan establecidas para dichas cuentas en el folleto de tarifas registrado en Banco de España. La apertura y cierre de ambas cuentas estarán libres de gastos para el inversor. Las Entidades Colocadoras podrán condicionar la tramitación de las órdenes a la realización por los petitionarios de una provisión de fondos para asegurar el pago de las suscripciones, que será remunerada al 8% nominal anual.

Las Órdenes de Suscripción de Obligaciones Subordinadas tendrán carácter irrevocable salvo en el supuesto

de que antes del día hábil anterior a la Fecha de Desembolso, se produjera una rebaja de la calificación crediticia o rating de Banco Popular Español, S.A. respecto de la última actualización emitida por Moody's, Fitch, Standard & Poor's o DBRS (A2/A-/A-/AA (low) respectivamente) a la fecha de registro de las Condiciones Finales de emisión, en cuyo caso los inversores podrán revocar las órdenes de suscripción formuladas durante los 2 días hábiles siguientes a la fecha de publicación del correspondiente Suplemento en la web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

34. Fecha de Desembolso: 29 de julio de 2011.
35. Entidades Directoras: No aplicable.
36. Entidades Aseguradoras: No aplicable
37. Entidades Colocadoras: Banco Popular Español, S.A., Banco Popular Portugal S.A., Popular Banca Privada, S.A., Bancopopular-e y Banco Popular Hipotecario, S.A.
38. Entidades Coordinadoras: No aplicable.
39. Entidades de Contrapartida y Liquidez: La liquidez de las Obligaciones Subordinadas 2011-1 derivará de su cotización en la plataforma del Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND) del Mercado AIAF, así como del Contrato de Liquidez firmado entre Bankinter y el Emisor, en virtud del cual, Bankinter se compromete a introducir órdenes de compra y venta en el mercado de acuerdo con lo establecido en el citado contrato y en el punto 6.3 del Folleto Base de Valores de Renta Fija de Banco Popular Español, S.A. registrado en la CNMV el 17 de febrero de 2011.

El volumen mínimo fijado por la Entidad de Contrapartida para cada orden de compra-venta será de 25.000-€, si bien puede variar de acuerdo con la disponibilidad de valores para su venta en cada momento. La diferencia entre los precios de compra y de venta establecidos en cada momento no será superior a un 10 por ciento en términos de T.I.R. Ese 10 por ciento se calcula sobre la TIR de venta que cotice en ese momento. En cualquier caso ese diferencial no será superior a 50 puntos básicos en términos de T.I.R. ni a un 3 por ciento en términos de precio.

La diferencia entre el precio de oferta y el de demanda podrá apartarse de lo establecido en el párrafo anterior en casos de alteración extraordinaria de las circunstancias de mercado.

La cotización de precios de venta estará sujeta a la disponibilidad de las Obligaciones Subordinadas en el mercado. Si bien la Entidad de Liquidez no garantiza que pueda localizar títulos con los que corresponder a la demanda, ya sea en su propia cartera o en la de otras Entidades, se compromete a actuar con la diligencia habitual en los mercados a dichos efectos.

Cuando la Entidad de Liquidez no disponga de valores que le permitan cotizar precio de venta, el precio de compra cotizado reflejará al menos el valor razonable y podrá tomar como referencia el precio de cierre del valor en la última sesión en la que éste se haya negociado.

La Entidad de Liquidez quedará exonerada de sus responsabilidades de proporcionar liquidez:

- a) Cuando el valor nominal de los valores que mantenga en su cuenta propia, adquiridos directamente en el mercado en cumplimiento de su actuación como Entidad de Liquidez, sea superior al 10% del importe nominal vivo de la emisión;
- b) Ante cambios en las circunstancias legales, estatutarias o económicas que afecten a los valores del Emisor.
- c) Cuando se aprecie de forma determinante una disminución significativa de la solvencia del emisor o capacidad de pago de sus obligaciones. A estos efectos, una disminución inferior a dos niveles en la calificación crediticia actual del Emisor no se considerará una disminución de la solvencia o capacidad de pago de sus obligaciones.
- d) Ante supuesto de fuerza mayor que hicieran excepcionalmente gravoso el cumplimiento del presente contrato.

Asimismo, la Entidad de Liquidez se comprometerá a reanudar el cumplimiento de sus compromisos de dotar liquidez a las Obligaciones Subordinadas emitidas al amparo del Folleto cuando las causas que hayan motivado su exoneración hayan desaparecido.

La Entidad de Liquidez comunicará al Organismo Rector del Mercado AIAF las causas que dan lugar a su exoneración temporal, indicando la fecha y hora en la que causará efecto. Del mismo modo, le comunicará

la fecha y hora a partir de la cual reanudará el citado cumplimiento que será obligatorio cuando dichas causas hayan desaparecido.

40. Restricciones de venta o a la libre circulación de los valores: No aplicable.
41. Representación de los inversores: Sindicato de Obligacionistas de la Emisión de Obligaciones Subordinadas 2011 Serie 1.
42. TAE, TIR para el tomador de los valores: 8,2431% tanto si la emisión amortiza el 29 de julio de 2021 (fecha de vencimiento) como si amortiza anticipadamente el 29 de julio de 2016 (fecha de amortización anticipada).
43. Interés efectivo previsto para el emisor: 8,2443% hasta el 29 de julio de 2016 (fecha de amortización anticipada) y 8,2431% hasta el 29 de julio de 2021 (fecha de vencimiento).

Comisiones: Ninguna

Gastos CNMV: 4.500.-€, AIAF: 1.500.-€, Iberclear: 590.-€, notaría: 60.-€.

- INFORMACIÓN OPERATIVA DE LOS VALORES

44. Agente de Pagos: Banco Popular Español, S.A.
45. Calendario relevante para el pago de los flujos establecidos en la emisión: Se entenderá por "Día Hábil" a los efectos de estas Condiciones Finales el que se fije en cada momento por el Banco Central Europeo para el funcionamiento del sistema TARGET2 (Trans-European Automated Real-Time Gross-Settlement Express Transfer System).
46. Régimen tributario español: El régimen tributario a aplicar a los valores se encuentra detallado en el apartado 4.14 del Folleto Base de Valores de Renta Fija de Banco Popular Español, S.A. registrado en la CNMV el 17 de febrero de 2011, siendo de aplicación el régimen fiscal vigente y, en todo caso, cualquiera de sus actualizaciones en el momento de la emisión.

- SALDO DISPUESTO Y DISPONIBLE

47. La presente emisión se ha realizado dentro del límite de 12.000 millones de euros amparados por el Folleto Base registrado en la CNMV con fecha 17 de febrero de 2011. En el momento de la emisión de estos valores el importe disponible del programa asciende a 11.250 millones de euros. Considerando el importe de la presente emisión el programa tendrá un saldo disponible de 11.100 millones de euros para una emisión de 150 millones de euros o de 11.050 millones de euros para una emisión de 200 millones de euros. .

3. ACUERDOS DE EMISIÓN DE LOS VALORES Y DE CONSTITUCIÓN DEL SINDICATO DE OBLIGACIONISTAS

Las regulaciones y acuerdos por los que se ha procedido a la emisión de las Obligaciones Subordinadas 2011-1 son los siguientes:

- Acuerdo de la Junta general de Accionistas de Banco Popular de 8 de abril de 2011
- Acuerdo del Consejo de Administración de Banco Popular de 8 de abril de 2011
- Acuerdo de la Comisión Ejecutiva de Banco Popular de 21 de junio de 2011

De conformidad con el epígrafe 4.10 del Folleto Base al amparo del que se realiza la presente emisión de valores y según las reglas y Estatutos previstos en él en relación con la constitución del Sindicato de Obligacionistas, para la presente emisión de valores se procede a la constitución del Sindicato de Obligacionistas, denominado Sindicato de Obligacionistas de la Emisión de "Obligaciones Subordinadas 2011-1" cuya dirección se fija a estos efectos en Madrid, calle José Ortega y Gasset nº 29.

De la misma forma, se nombra Comisario del Sindicato a D. Alberto Cabeza Pérez, quien ha aceptado el cargo, y que tendrá las facultades que le atribuyen los Estatutos incluidos en el epígrafe 4.10 del Folleto Base mencionado anteriormente.

4. ACUERDOS DE ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN

Se solicitará la admisión a negociación de los valores descritos en las presentes "Condiciones Finales" en la plataforma del Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND) del Mercado AIAF y se asegura su cotización en un plazo inferior a un mes desde la fecha de desembolso.

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

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

Se incorporan como anexos al presente documento el Anexo I con la información reciente del Emisor, y como Anexo II los informes de los expertos independientes, Intermoney Valora y AFI, de fechas 14 de julio de 2011 y 11 de julio de 2011 respectivamente.

Firmado en representación del emisor:

D. Santiago Armada Martínez de Campos
Por poder.

D. Alberto Cabeza Pérez (El Comisario)

ANEXO I
INFORMACION RECIENTE DEL EMISOR

A continuación se muestran el balance de situación y la cuenta de resultados consolidados del Emisor a 31 de marzo de 2011 (no auditados) y a 31 de diciembre de 2010 (auditados), según Real Decreto 1514/2007 (datos en miles de euros), que están disponibles en la web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

BALANCE CONSOLIDADO

ACTIVO	31.03.11	31.12.10	Var (%)
Caja y depósitos en bancos centrales	631.800	682.814	-7,5%
Cartera de negociación	1.208.371	1.231.424	-1,9%
Otros activos financieros a v. razonable con cambios en PyG	450.022	464.775	-3,2%
Cartera de inversión	17.702.666	16.570.211	6,8%
Inversiones crediticias	100.142.162	102.087.079	-1,9%
Derivados de cobertura	701.854	1.038.301	-32,4%
Activos no corrientes en venta	2.968.259	3.100.790	-4,3%
Participaciones	566.034	168.752	-
Contratos de seguros vinculados pensiones	157.483	161.428	-2,4%
Activos por reaseguros	3.252	3.530	-7,9%
Activo material	1.669.698	1.890.474	-11,7%
Activo intangible	640.229	657.079	-2,6%
Activos fiscales	955.180	1.025.485	-6,9%
Resto de activos	944.116	1.057.704	-10,7%
Total Activo	128.741.126	130.139.846	-1,1%
PASIVO	31.03.11	31.12.10	Var (%)
Cartera de negociación	950.310	1.160.739	-18,1%
Otros pasivos financieros a v. razonable con cambios en PyG	114.940	128.453	-10,5%
Pasivos financieros a coste amortizado	116.867.244	117.435.427	-0,5%
Derivados de cobertura	568.712	764.140	-25,6%
Pasivos por contratos de seguros	605.405	1.090.567	-44,5%
Provisiones	340.907	342.074	-0,3%
Pasivos fiscales	328.003	443.979	-26,1%
Resto de pasivos	265.428	522.148	-49,2%
Total Pasivo	120.040.949	121.887.527	-1,5%
PATRIMONIO NETO	31.03.11	31.12.10	Var (%)
Fondos propios	9.048.344	8.775.632	3,1%
Ajustes por valoración	-437.048	-572.365	-23,6%
Intereses minoritarios	88.881	49.052	81,2%
Total Patrimonio neto	8.700.177	8.252.319	5,4%
Total Patrimonio neto y pasivo	128.741.126	130.139.846	-1,1%

CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADA (no auditada)

	31.03.11	31.03.10	Var (%)
MARGEN DE INTERESES	515.452	663.364	-22,3%
MARGEN BRUTO	775.807	900.679	-13,9%
RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN	450.053	591.434	-23,9%
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	112.197	276.664	-59,4%
RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	189.055	203.979	-7,3%
ATRIBUIDO A LA ENTIDAD DOMINANTE	185.703	204.016	-9,0%

SOLVENCIA Y MOROSIDAD (no auditado)

	31.03.11	31.03.10	Var.
Core capital (%)	9,93	8,74	1,2
Ratio Tier 1 (%)	9,93	9,25	0,7
Ratio BIS (%)	9,93	9,61	0,3
Recursos Propios Computables	8.994.347	8.850.635	1,6%
Superávit de Recursos Propios	1.747.135	1.485.845	17,6%
Activos Ponderados por Riesgo	90.590.145	92.059.875	-1,6%
Ratio de morosidad (%)	5,44	4,91	0,5
Ratio de cobertura de morosos y amortizados (%)	60,39	61,13	-0,7
Ratio de cobertura de morosos y sin mortizados (%)	41,67	50,00	-8,3

El impacto estimado de la presente emisión sobre el ratio BIS calculado a 31 de marzo de 2011 se cuantifica en un incremento del ratio de 0,17% para un importe de emisión de 150.000.000 euros y de 0,22% para 200.000.000 euros.

FACTORES DE RIESGO DEL EMISOR

Los principales riesgos de Banco Popular Español, S.A. a fecha de registro de las presentes Condiciones Finales son,

Riesgo de Crédito. Este riesgo nace de la posible pérdida causada por el incumplimiento de las obligaciones contractuales de las contrapartes de la entidad.

El 22 de mayo de 2008, entró en vigor la Circular 3/2008 sobre determinación y control de los recursos propios mínimos (adaptación normativa al nuevo marco de medición de requerimientos de capital que emana del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (comúnmente conocido como Basilea II). El objetivo principal es incentivar la medición y control de los riesgos de forma más sofisticada logrando que los requerimientos de capital sean más sensibles al riesgo asumido en la actividad de cada entidad. Al mismo tiempo, introduce la necesidad adicional de mantener recursos propios mínimos para cubrir el riesgo operacional y emplaza a las entidades a medir otros riesgos como el estructural de balance, el de negocio y el reputacional así como la dotación de capital para su cobertura.

En este contexto normativo, la exposición total al riesgo de crédito al final del ejercicio, asciende a 134.570 millones de euros, con un aumento del 1,7% sobre el año anterior. Si añadimos a esta cifra los 10.074 millones de euros de exposición por líneas disponibles de terceros, la cifra de exposición máxima asciende a 144.644 millones de euros. En 2010, el 87,9% de su exposición está constituida por los créditos a la clientela y el restante 12,1% procede de los riesgos contingentes. La actividad de mercados aporta el 15,8% a la exposición total.

	mar-11(*)	2010	2009	2008
Actividad de banca comercial :				
Crédito a la clientela	98.364.389	98.212.602	97.362.922	93.452.619
Riesgos contingentes	17.425.777	13.511.468	14.089.615	15.132.009
Total	115.790.166	111.724.070	111.452.537	108.584.628
Actividad de mercados (riesgo de contraparte)	n.d.	22.845.890	20.819.390	4.151.980
Exposición total	n.d.	134.569.960	132.271.927	112.736.608
Líneas disponibles por terceros	n.d.	10.074.451	14.906.644	17.099.900
Exposición máxima al riesgo de crédito		144.644.411	147.178.571	129.836.508

Miles de euros

(*) Datos no auditados

	Var (%) 2010-2009	Var (%) 2009-2008
Actividad de banca comercial :		
Crédito a la clientela	0,9	4,18
Riesgos contingentes	-4,1	-6,89
Total	0,2	2,64
Actividad de mercados (riesgo de contraparte)	9,7	401,43
Exposición total	1,7	17,33
Líneas disponibles por terceros	-32,4	-12,83
Exposición máxima al riesgo de crédito	-1,7	13,36

A 31 de marzo de 2011, el core capital se ha situado en el 9,93% un 5,3% más respecto a diciembre 2010. La ratio Tier 1 se estableció en el 9,93% un 3,11% más que el obtenido en diciembre de 2010.

A 31 de diciembre de 2010, los activos ponderados por riesgo mantienen su ritmo de crecimiento moderado con un ascenso del 1,3% en el año.

A 31 de diciembre de 2010 la ratio de morosidad del Grupo, o porcentaje del saldo de los deudores dudosos sobre los riesgos totales, se sitúa en 5,27% un 9,56% superior a la registrada a la misma fecha del ejercicio 2009. A 31 de marzo de 2011, la ratio de morosidad del grupo se situó en el 5,44%.

A cierre de ejercicio, la ratio de capital, o ratio BIS se sitúa en el 9,66%. A cierre de 2010 los recursos propios básicos o core capital representan el 9,43%. A continuación se muestra las principales magnitudes de solvencia y gestión del riesgo del Grupo Banco Popular:

	mar-11(*)	2010	2009	2008
Core capital (%)	9,93	9,43	8,57	7,17
Ratio Tier 1 (%)	9,93	9,63	9,13	8,12
Ratio BIS (%)	9,93	9,66	9,6	9,1
Recursos Propios Computables	8.994.347	9.063.601	8.890.118	8.381.406
Superávit de Recursos Propios	1.747.135	1.555.751	1.484.165	1.011.082
Activos Ponderados por Riesgo	90.590.145	93.855.625	92.574.130	92.129.050
Ratio de morosidad (%)	5,44	5,27	4,81	2,8
Ratio de cobertura (%)	41,67	40,43	50,27	73,03

Datos en miles de euros

(*) Información a marzo no auditada

	Var (%) mar-11-2010	Var (%) 2010-2009	Var (%) 2009-2008
Core capital (%)	5,30%	10,04%	19,53%
Ratio Tier 1 (%)	3,12%	5,48%	12,44%
Ratio BIS (%)	2,80%	0,63%	5,49%
Recursos Propios Computables	-0,76%	1,95%	6,07%
Superávit de Recursos Propios	12,30%	4,82%	46,79%
Activos Ponderados por Riesgo	-3,48%	1,38%	0,48%
Ratio de morosidad (%)	3,23%	9,56%	71,79%
Ratio de cobertura (%)	3,07%	-19,57%	-31,17%

Riesgo Exterior. Esta clase de riesgo, también denominado riesgo-país, es un componente adicional del riesgo de crédito. Se origina por la dificultad de los prestatarios de determinados países extranjeros para atender a sus obligaciones de pago de deudas.

	2010		2009		2008	
	Saldos	Cobertura	Saldos	Cobertura	Saldos	Cobertura
Entidades de crédito	4.997	-	20.719	288	2.326	14
Crédito a clientes	6.971	1.183	9.446	1.534	15.321	3.338
Pasivos contingentes	29.791	213	37.906	1.308	48.408	1.124
Total	41.759	1.396	68.071	3.130	66.055	4.476

Miles de euros

Al cierre del ejercicio, el conjunto de riesgos del Grupo afectados por el riesgo-país asciende a 41,8 millones de euros. Estas cifras no son significativas en relación con el riesgo total del Grupo, pues representan el 0,04% y el 0,06% del mismo en 2010 y 2009 respectivamente.

Riesgo de Mercado. Este concepto comprende los riesgos resultantes de posibles variaciones adversas de los precios de mercado de los instrumentos financieros negociables gestionados por la Tesorería del Grupo como consecuencia de variaciones adversas en los tipos de interés, en los tipos de cambio, en los precios de las acciones o de las materias primas, en los spreads de crédito, o en las volatilidades de los mismos. También se incluye el riesgo de liquidez asociado a estas posiciones, entendido como la imposibilidad de deshacer las posiciones en el mercado en un corto espacio de tiempo. Para ello, se valoran las posiciones a un horizonte temporal igual al tiempo estimado para cerrar el riesgo. El indicador utilizado para medir el riesgo de mercado es el denominado Valor en Riesgo o Value at Risk (VaR), definido como la pérdida potencial máxima estimada a partir de datos históricos sobre la evolución de los precios y calculada con un nivel de confianza y a un plazo determinado. Para homogeneizar la medición del riesgo global del Grupo se usa la metodología de VaR paramétrico. Se calcula con un nivel de confianza del 99 %, teniendo en cuenta variaciones históricas de 75 días, dando más peso a las observaciones más recientes, y tomando el plazo de 1 día para medir las posibles pérdidas, ya que todas las posiciones abiertas son altamente líquidas.

En el año 2010, el VaR medio de la actividad de negociación de tesorería ha sido de 493 miles de euros. A pesar de la gestión del riesgo prudente que caracteriza al Grupo, el riesgo asumido se ha incrementado en la segunda parte del año.

	Mercado de Monetario	Renta	Derivados	VaR
	y de Capitales	Variable	Estructurados	Agregado
VaR Medio 2010	201	30	10	493
VaR Medio 2009	256	33	38	436

Miles de euros

Riesgo de Liquidez. Este concepto refleja la posible dificultad de una entidad de crédito para disponer de fondos líquidos, o para poder acceder a ellos, en la cuantía suficiente y al coste adecuado, para hacer frente en todo momento a sus obligaciones de pago.

La segunda línea de liquidez (activos elegibles por el Banco Central Europeo disponibles en cartera) a 31 de marzo de 2010 supera los 11.500 millones de euros efectivos. Este nivel de activos líquidos permite cubrir los vencimientos de los pasivos sensibles en el horizonte temporal analizado. En consecuencia, el gap acumulado considerando todos los vencimientos de pasivos y activos se sitúa en los 6.648 millones de euros.

A 31 de diciembre de 2010, los activos con vencimiento fijo ascienden a 114.663 millones de euros, frente a 64.862 millones de euros de pasivos de igual naturaleza, con un diferencial positivo de 19.801 millones de euros. Sin embargo, en los 12 primeros meses el vencimiento de los pasivos es más rápido que el de los activos generándose un gap negativo que alcanza los 25.882 millones de euros. Esta

situación es consecuencia de varios factores. Por un lado la financiación minorista tiene plazos de vencimiento contractuales inferiores al año aunque posteriormente presenta una elevada estabilidad puesto que la mayoría de las operaciones se renueva. Por otro lado, algunas fuentes de financiación mayorista, como los pagarés europeos y los depósitos interbancarios, tienen también vencimientos inferiores al año, y el banco las utiliza como medio de minimizar el coste y de maximizar la base de clientes.

	Hasta mar-11	Hasta jun-11	Hasta sep-11	Hasta dic-11	Entre 2 y 5 años	Mayor a 5 años	Total Vtos.	Sin vencimiento	Total
Mercado Monetario	616	6	-	3	84	3	712	343	1.055
Inversiones Crediticias	11.079	8.348	4.422	4.738	29.078	39.202	96.867	5.220	102.087
Mercado de títulos	1.612	878	877	569	6.042	7.106	17.084	-	17.084
Resto de activo	-	-	-	-	-	-	-	9.914	9.914
Total activo	13.307	9.232	5.299	5.310	35.204	46.311	114.663	15.477	130.140
Pasivo minorista	13.731	8.492	7.020	5.375	1.405	10.814	46.837	20.858	67.695
Pasivo mayorista	20.705	1.665	42	118	15.354	4.920	42.804	-	42.804
Pasivo de Organismos Oficiales	1.777	84	11	10	2.410	929	5.221	-	5.221
Resto Pasivo	-	-	-	-	-	-	-	6.168	6.168
Patrimonio neto	-	-	-	-	-	-	-	8.252	8.252
Total Pasivo	36.213	10.241	7.073	5.503	19.169	16.663	94.862	35.278	130.140
GAP	-22.906	-1.009	-1.774	-193	16.035	29.648	19.801	-19.801	-
GAP Acumulado	-22.906	-23.915	25.689	25.882	-9.847	19.801	-	-	-
Activos líquidos disponibles	25.386	26.308	26.225	26.536	26.703	26.703	-	-	-
GAP Acum corregido	2.479	2.392	535	653	16.855	46.503	-	-	-

Millones de euros

Riesgo Operacional. El Grupo Banco Popular ha adoptado como definición de riesgo operacional la establecida en el Nuevo Acuerdo de Capital (Basilea II), "riesgo de pérdida debido a la inadecuación o a fallos de los procesos, el personal y los sistemas internos o bien a causa de acontecimientos externos", integrando en la gestión global del riesgo la elaboración de los procedimientos para la identificación, evaluación, seguimiento y control de este riesgo.

La Alta Dirección aprobó el "Marco de Gestión del Riesgo Operacional" en el que se diseñan las políticas y funciones para el desarrollo e implantación de metodologías y herramientas que permitan una mejor gestión del riesgo operacional en el Grupo. Inicialmente se ha optado por el método Estándar, previsto en Basilea II, para el cálculo de capital por riesgo operacional, cuya metodología también fue aprobada por la Alta Dirección, si bien está previsto aplicar en un futuro el método Avanzado. En este sentido, se está generando una base histórica de datos de eventos de riesgo operacional desde enero de 2004. Además, desde diciembre de 2006 el Grupo está adherido a ORX (Operational Riskdata Exchange Association), consorcio a nivel internacional que custodia una base de datos a la que aportan eventos las principales entidades financieras a nivel mundial y con la que realizamos intercambios de datos de forma trimestral. El siguiente cuadro muestra los eventos de riesgo operacional por rangos de importes a 31 de diciembre de 2008, 2009 y 2010.

	Número	2010	2009	2008
		Importe	Importe	Importe
Menor de 600€	19.930	2.029,91	1.980,40	1.967,27
De 600€ a 3.000€	4.258	6.077,65	3.301,52	2.599,13
De 3.000€ a 6.000€	1.155	4.794,68	2.126,57	1.244,06
De 6.000€ a 20.000€	421	4.047,89	2.983,39	1.885,88
De 20.000€ a 60.000€	90	2.986,71	2.536,27	1.492,76
De 60.000€ a 100.000€	13	983,05	956,64	598,28
De 100.000€ a 600.000€	19	3.070,20	1.457,04	3.002,36
Mayor de 600.000€	4	21.117,27	-	1.065,17
TOTAL	25.890	45.107	15.341,83	13.854,92

Riesgo estructural de Balance: Este concepto comprende los riesgos resultantes de posibles variaciones de los tipos de interés de los activos y pasivos del balance, de los tipos de cambio en los que están denominadas las masas patrimoniales o fuera del balance, y de los precios de mercado de los instrumentos financieros negociables. También se incluye en este concepto el riesgo de negocio, que se define como la posibilidad de que el margen bruto no sea suficiente para cubrir los costes fijos debido a cambios en los volúmenes de las partidas de balance y los ingresos por comisiones, causados a su vez por cambios en las condiciones económicas.

A 31 de diciembre de 2010, el efecto de una subida de 250 puntos básicos en los tipos de interés del euro con respecto a los tipos implícitos actuales tiene un impacto negativo del 5,87% en valor económico, equivalente al 8,58% de los recursos propios. El impacto por variación de tipos de otras divisas distintas del euro se considera inmaterial por la escasa posición del Grupo a final del año.

La sensibilidad del valor económico ante variaciones muy estresadas de tipos está muy lejos de los umbrales máximos permitidos por la legislación vigente. La gestión del riesgo de tipo de interés se instrumenta principalmente con derivados. La política es realizar coberturas lo más perfectas posibles, motivo por el cual se prefiere optar por la contratación de operaciones individualizadas. Como consecuencia, el mayor volumen de coberturas se concentra en operaciones de financiación en el mercado mayorista. Un caso excepcional son las posiciones de pasivo y de derivados sobre tipos vendidos a clientes de la red comercial, las cuales, debido a su importe, se cubren por masas en cuanto que se acumula un volumen que lo permite. El riesgo de tipo de interés de la cartera de renta fija también está parcialmente cubierto con permutas financieras.

Una particularidad de la gestión de tipos de interés del Grupo es la existencia de acotaciones mínimas o "floors" en una parte importante de las operaciones que conforman el crédito a la clientela. A 31 de diciembre de 2010, el volumen de operaciones con "floor" representa un 49,93% del saldo vivo. El 80,27% del total de "floors" estaban activados. Por lo tanto, una bajada adicional de tipos o un retraso en la subida favorecen el margen del Banco a corto plazo.

Al cierre del ejercicio, el Grupo tiene una cartera de renta fija en España y Portugal por importe de 12.857 millones de nominal, con el objetivo de estabilizar los ingresos en un período de bajos tipos de interés que se estima en al menos 2 años. La cartera está distribuida entre inversión a vencimiento, 41%, e inversión disponible para la venta, 59%. En la cartera de inversión a vencimiento se clasifican referencias con un cupón absoluto elevado y altas calificaciones crediticias, con el objetivo de asegurar un margen estable a largo plazo.

El riesgo de tipo de interés es limitado puesto que todas las referencias de la cartera disponible para la venta con vida residual superior a 3 años han sido cubiertas mediante swaps. La duración de esta cartera es de 0,51 años. La duración de la cartera en su conjunto, incluyendo inversión a vencimiento y disponible para la venta es de 2,04 años. En cuanto a los activos que componen la cartera, se han aplicado para su selección criterios de elevada calidad crediticia, cupones absolutos atractivos,

diferenciales de crédito con recorrido a la baja y con capacidad de ser autofinanciados. Durante el ejercicio 2010, esta cartera ha generado resultados positivos por casi 256 millones de euros, de los cuales 239 millones corresponden a margen de intereses y 17 millones a resultados de operaciones financieras como consecuencia de operaciones de rotación de la cartera.

El riesgo de tipo de cambio del negocio en la Península Ibérica es prácticamente inexistente como consecuencia del criterio que se aplica en esta materia: las posiciones de tesorería y activos financieros en monedas diferentes del euro se limitan a la colocación de los fondos excedentes de la actividad de banca comercial en la misma divisa y a plazos similares.

La participación de Totalbank, entidad residente en Estados Unidos, representa una posición abierta en dólares sobre el fondo de comercio de la entidad. Este riesgo se monitoriza y en ocasiones, y dependiendo de la evolución esperada de la divisa, se cubre parcialmente. En el ejercicio 2010 se ha registrado un ajuste positivo por valoración en el patrimonio de 31 millones de euros. Totalbank tiene un fondo de comercio valorado, durante el ejercicio 2010, por un importe neto de 104.073.000 Euros.

Riesgo reputacional: La Oficina de Cumplimiento Normativo, que depende funcionalmente de Servicios Jurídicos y Cumplimiento, se ocupa de identificar, evaluar y prevenir los posibles riesgos de incumplimiento relevantes, desde el punto de vista económico o reputacional, que pudieran producirse en relación con las leyes y regulaciones, códigos de conducta y estándares de buenas prácticas, relativos a la prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, el comportamiento en los mercados de valores, la privacidad y protección de datos de carácter personal y las actividades de negocio. En relación con este último aspecto, identifica y evalúa los riesgos de incumplimiento asociados con el desarrollo de nuevos productos y prácticas de negocio, velando por el respeto de la normativa de transparencia y protección de la clientela.

Adicionalmente, analiza y promueve el desarrollo de los sistemas establecidos para la formación de la plantilla en relación con las áreas citadas.

Riesgo inmobiliario. Es el riesgo asociado al grado de exposición de la inversión crediticia de la Entidad a actividades con finalidad de construcción y/o promoción inmobiliaria. A fecha de 31 de diciembre de 2010, la exposición total a este destino de inversión ascendía a 17.840 millones de euros, contando con un importante nivel de sobrecolateralización (1,5 veces el valor del crédito) y con una ratio LTV (crédito/última tasación disponible) media del 62%.

Calificación de ratings: Este concepto comprende el riesgo resultante de una eventual bajada del rating por parte de las agencias calificadoras, lo cual supondría un encarecimiento del precio de emisión de deuda para la entidad emisora.

El Banco Popular está calificado por las principales agencias internacionales de *rating* de crédito.

Los *ratings* vigentes en la fecha de registro del presente documento son:

	Corto Plazo	Largo Plazo	Rating individual	Fecha Última Revisión	Perspectiva
Moody's	P1	A2	Baa1	Marzo 2011	Negativa
Fitch Ratings	F2	A-	B/C	Julio 2011	Negativa
Standard & Poors	A2	A-	-	Febrero 2011	Negativa
DBRS	R-1 (middle)	AA (low)	-	Mayo 2011	Estable

Banco Popular Portugal únicamente tiene concedida calificación crediticia por parte de Fitch Ratings:

	Corto Plazo	Largo Plazo	Rating individual	Fecha Última Revisión	Perspectiva
Fitch Ratings	F2	A-	B/C	Julio 2011	Negativa

ANEXO II
INFORMES DE LOS EXPERTOS INDEPENDIENTES
(Intermoney Valora y AFI)



Madrid, 14 de julio de 2011

Banco Popular, S.A.
C/ Velazquez, 34 esq. Goya 35
28001 Madrid

A la atención de D. Rafael de Mena, Director Financiero.

Muy señores míos:

De acuerdo con la solicitud realizada desde su entidad, adjunto les remito el informe independiente de la emisión de deuda subordinada que próximamente tienen pensado llevar a cabo.

Quedo a su disposición para cualquier aclaración o información adicional que precisen.

Atentamente,

Ana Castañeda Ortega
Directora General

InterMoney Valora Consulting, S.A.





**Informe de Emisión
de Deuda Subordinada
de Banco Popular S.A.**

julio 2011

Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

Contenidos

Introducción	4
1. Características de la emisión	5
2. Análisis del riesgo crediticio del emisor	5
3. Situación actual del mercado	6
4. Determinación de la rentabilidad razonable de la emisión.....	8
4.1. Método de análisis.....	8
4.2. Marco de referencia	9
4.3. Rango razonable de la emisión objeto de estudio.....	15
5. Análisis de la emisión de Banco Popular	15
5.1. Valoración de la emisión	15
5.2. Razonabilidad de la rentabilidad de la emisión.....	15
6. Conclusiones	17
Anexo 1. Metodologías de valoración	19
Anexo 2. <i>Inputs</i> de valoración.....	25

Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

Introducción

A petición de Banco Popular, IM Valora Consulting realiza en el presente documento un análisis de valoración sobre la emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular S.A. (en adelante, Banco Popular) que dicha entidad tiene previsto realizar próximamente.

El objetivo último del análisis es examinar, desde la más estricta independencia, si la rentabilidad y el precio 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 el marco de referencia determinado. Todo ello se ha realizado teniendo en consideración, tanto la evolución de las condiciones de mercado, como la incorporación a la caracterización financiera de la emisión de los recientes desarrollos del entorno normativo de referencia materializados en los siguientes documentos:

- *"Implementation Guidelines for Hybrid Capital Instruments"* del CEBS, *Committee of European Banking Supervisors*.
- Proyecto de Ley por el que se modifica la Ley 13/1985 de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el Real Decreto legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre Adaptación del Derecho vigente en materia de Entidades de Crédito al de las Comunidades Europeas.
- El Real Decreto Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero, de obligado cumplimiento a partir del 10 de marzo de 2011.

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. En el tercero se lleva a cabo un análisis previo de la situación actual del mercado financiero. En el cuarto se establece el método de análisis utilizado y se define el marco comparativo de referencia para concluir con el nivel de rentabilidad razonable de la emisión objeto de estudio. En el quinto se lleva a cabo el análisis de la emisión de Banco Popular en términos de rentabilidad y precio. El documento finaliza en la sección sexta 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.

Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

1. Características de la emisión

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

- Emisor: BPE FINANCIACIONES, S. A.
- Garante: Banco Popular Español, S.A.
- Importe nominal de la emisión: 150,000,000 euros ampliables hasta 200,000,000 euros.
- Importe nominal unitario de los valores: 1,000 euros.
- Vencimiento: Transcurridos 10 años desde la fecha de emisión si no se ejerce la opción de cancelación.
- Estructura de pagos: 8% fijo anual.
- Frecuencia de pago: Trimestral.
- Opcionalidad:
 - *Cap/Floor*: No dispone de *cap* ni de *floor*.
 - Cancelabilidad: Transcurridos cinco años desde la fecha de emisión y en adelante, coincidiendo con las fechas de pago de cupones por parte del Emisor.
- Inversores: Banca minorista.

2. Análisis del riesgo crediticio del emisor

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

Respecto a la calidad crediticia, Banco Popular dispone de unas calificaciones A2/A-/A-, otorgadas por las agencias de *rating* Moody's, S&P y Fitch, respectivamente, situándola dentro del grado de inversión. La perspectiva de dichas calificaciones es negativa.

A efectos comparativos, en la Tabla 1 se recogen las calificaciones crediticias atribuidas por varias de las agencias especializadas para algunos de los principales bancos y cajas de ahorro españolas. Se incluye, asimismo, la información acerca de sus correspondientes revisiones (*credit watch*), en caso de haberlas, y perspectivas (*outlook*).

Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

Tabla 1. Calificaciones crediticias de principales cajas y bancos españoles

Agencias EMISOR	MOODY'S			S&P			FITCH		
	Rating	Credit Watch	Outlook	Rating	Credit Watch	Outlook	Rating	Credit Watch	Outlook
Banco Santander	Aa2	-	NEGATIVO	AA	-	NEGATIVO	AA	-	ESTABLE
BBVA	Aa2	-	NEGATIVO	AA	-	NEGATIVO	AA-	-	ESTABLE
Banesto	A2	-	NEGATIVO	AA	-	NEGATIVO	AA	-	ESTABLE
La Caixa	-	-	NEGATIVO	A-	-	ESTABLE	A+	-	ESTABLE
Bankinter	A2	-	NEGATIVO	A	-	NEGATIVO	-	-	-
Banco Popular	A2	-	NEGATIVO	A-	-	NEGATIVO	A-	-	NEGATIVO
Banco Sabadell	A3	-	NEGATIVO	A	-	NEGATIVO	A-	-	NEGATIVO
Caja Madrid	-	-	-	-	-	-	A-	-	ESTABLE
Ibercaja	Baa1	-	NEGATIVO	A	-	NEGATIVO	-	-	-
Banco Guipuzcoano	-	-	-	-	-	-	A-	-	NEGATIVO
Caixanova	A3	-	NEGATIVO	-	-	-	-	-	-
Bancaja	-	-	-	-	-	-	A-	-	ESTABLE
Caixa Laietana	-	-	-	-	-	-	A-	-	ESTABLE
BBK	Baa3	-	NEGATIVO	-	-	-	A	-	NEGATIVO
Cajastur	Baa2	*-	-	-	-	-	A-	*-	-
Banca Cívica	-	-	-	-	-	-	BBB+	-	ESTABLE
Caja Murcia	-	-	-	-	-	-	BBB+	-	ESTABLE
CajaGranada	-	-	-	-	-	-	BBB+	-	ESTABLE
Caixa Penedés	-	-	-	-	-	-	BBB+	-	ESTABLE
Sa Nostra	-	-	-	-	-	-	BBB+	-	ESTABLE
Caja Cantabria	Baa2	*-	-	-	-	-	-	-	-
Caja Duero	Baa3	-	NEGATIVO	-	-	-	-	-	-
Caixa Galicia	Baa3	-	NEGATIVO	-	-	-	-	-	-
Banco de Valencia	Ba1	*-	-	-	-	-	BBB-	*-	-
Caixa Catalunya	Ba1	-	NEGATIVO	-	-	-	-	-	-
Banco Pastor	Ba1	-	NEGATIVO	-	-	-	-	-	-
CAM	Ba1	-	NEGATIVO	-	-	-	BB+	-	ESTABLE

Puede observarse que, en términos de calificación crediticia, Banco Popular se encuentra por debajo de entidades como Santander, BBVA o La Caixa, aproximadamente al mismo nivel que Banco Sabadell, y por encima de Caja Madrid o Bancaja.

3. Situación actual del mercado

La incertidumbre en el entorno financiero internacional unido a los últimos desarrollos normativos en el marco de los Acuerdos de Basilea han generado un escenario actual caracterizado por la falta de profundidad y dinamismo en los mercados primarios de deuda. En España, el mercado doméstico no ha sido una excepción a este hecho, lo que queda patente en la escasez de referencias tanto de deuda subordinada *Lower Tier II* como de participaciones preferentes. En las Tablas 2 y 3 se muestran las últimas referencias de emisiones de deuda subordinada y participaciones preferentes, respectivamente, en el mercado primario español.

Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

Tabla 2. Emisiones de deuda subordinada en el mercado primario doméstico

Emisor	ISIN	Fecha Emisión	Fecha Vencimiento	Nominal	Estructura de pagos	Spread implícito*
Caixa Penedes	ES0214966030	29/06/09	29/06/19	260 M €	Cupón fijo anual 6.5% primer año; EUR3M+425pb con floor 5% tres años, resto step-up 75 pb y cancelabilidad a partir de 5º año	482 pb
Caja Navarra	ES0214965024	30/06/09	30/06/19	250 M €	Cupón fijo anual 6.25% 2 años; EUR3M+300pb con floor 4% tres años, resto step-up 50 pb y cancelabilidad a partir de 5º año	345 pb
Sa Nostra	ES0214926034	30/06/09	30/06/19	60 M €	Cupón fijo anual 6% primer año; resto EUR3M+500pb y cancelabilidad a partir de 5º año	520 pb
Caja Duero	ES0214854038	30/06/09	28/09/19	200 M €	Cupón fijo anual 5.3% el primer trimestre; cupón vble EUR3M+410pb	430 pb
Caja Madrid	ES0214950216	15/07/09	15/07/15	250 M €	Cupón fijo anual de 5.116%	205 pb
La Caja de Canarias	ES0214983142	02/09/09	02/09/19	21.125 M €	Cupón vble EUR3M+400pb a partir de 5º año cancelable con step-up de 50pb	425 pb
Bankinter	ES0213679196	11/09/09	11/09/19	250 M €	Cupón fijo anual de 6.375%	300 pb
Caixa Terrasa	ES0214974117	29/09/09	29/09/19	35 M €	Cupón fijo anual 7.25% dos años; resto EUR3M+475pb floor 6% con step-up de 25pb y cancelabilidad a partir de 5º año	506 pb
Banco Popular	ES0370412001	23/10/09	23/10/13	693 M €	Cupón fijo anual 7% primer año; resto EUR3M+400pb	450 pb
Caixanova	ES0214958136	16/12/09	16/12/19	50 M €	Cupón fijo anual 4% primer año; resto EUR3M+280pb con step-up de 10pb y cancelabilidad a partir de 5º año	285 pb
Banco Gallego	ES0213051057	29/12/09	29/12/19	50 M €	Cupón fijo anual 6% 3 años; resto EUR3M+490pb con floor 5.4% con step-up de 10pb y cancelabilidad a partir de 5º año	455 pb
Caja Guadalajara	ES0214979181	30/12/09	30/12/19	8.5 M €	Cupón fijo anual 6% 2 años; resto EUR6M+500pb con step-up de 50pb y cancelabilidad a partir de 5º año	500 pb
Caja España	ES0215474240	23/02/10	23/02/20	98.68 M €	Cupón fijo anual 4.15% 5 años; resto EUR3M+182pb y cancelable a partir de 5º año	375 pb
La Caixa	ES0214970073	23/03/10	30/03/20	3000 M €	Cupón fijo anual 4.909% el primer año; resto EUR3M+100pb con floor de 3.941% y cap de 5.87% y cancelable a partir 5º año	150 pb
Caja Madrid	ES0214950224	07/06/10	07/06/20	800 M €	Cupón fijo anual 5% 2 años; resto EUR3M+200pb con floor de 5% y cancelable a partir 5º año	271 pb

(*Spread implícito (all-in sobre EUR3M) calculado a fecha de emisión.

Tabla 3. Emisiones de participaciones preferentes en el mercado primario doméstico

Emisor	ISIN	Fecha Emisión	Fecha Vencimiento	Nominal	Estructura de pagos	Spread implícito*
La Caixa	ES0114970009	30/06/09	Perpetua	1897 M €	Cupón fijo anual 5.87% 2 años; resto EUR3M+350pb y cancelabilidad a partir de 5º año	360 pb
Santander	ES0175179078	30/06/09	Perpetua	2000 M €	Cupón fijo anual 5.75% 1 año; 4.75% siguiente año; resto EUR3M+220pb y cancelabilidad a partir de 5º año	235 pb
La Caja de Canarias	ES0156844054	30/06/09	Perpetua	30 M €	Cupón fijo 8% pagadero trimestral 15 meses; resto EUR3M+715pb y cancelabilidad a partir de 5º año	705 pb
Caja Madrid	ES0115373021	07/07/09	Perpetua	3000 M €	Cupón fijo anual 7% 5 años; resto EUR3M+475pb y cancelable	465 pb
Santander	X50441528600	27/07/09	Perpetua	125,7 M €	Cupón fijo anual 10.5% 5 años; resto EUR3M+764pb y cancelable	730 pb
CajaCanarias	ES0115009005	05/08/09	Perpetua	67 M €	Cupón fijo anual 7% 2 años; resto EUR3M+585pb con floor de 6%	584 pb
CAM	ES0114607007	24/09/09	Perpetua	850 M €	Cupón fijo anual 7.5% 2 años; resto EUR3M+590pb con floor de 6.80%	606 pb
Caixa Penedes	ES0158672008	30/09/09	Perpetua	250 M €	Cupón fijo anual 7.25% primer año; resto EUR3M+595pb con floor de 7% y cancelable a partir 5º año	617 pb
Cajasol	ES0128469022	02/10/09	Perpetua	250 M €	Cupón fijo anual 7.25% 2 años; resto EUR3M+610pb con floor de 7% y cancelable a partir 5º año	615 pb
Caixa Galicia	ES0112805041	15/10/09	Perpetua	135 M €	Cupón fijo anual 7.25% 2 años; resto EUR3M+650pb con floor de 7.50% y cancelable a partir 5º año	663 pb
Caixa Laietana	ES0113251021	19/10/09	Perpetua	27 M €	Cupón fijo anual 7.5% 2 años; resto EUR3M+855pb con floor de 8.90% y cancelable a partir 5º año	833 pb
Banco Guipuzcoano	ES0143561043	19/11/09	Perpetua	50 M €	Cupón fijo anual 7.75% 3 años; resto EUR3M+635pb y cancelable a partir 5º año	625 pb
Caja Navarra	ES0114965009	16/12/09	Perpetua	100 M €	Cupón fijo anual 8% pagadero trimestral 5 años; resto EUR3M+500pb con floor de 6.50% y cancelable	525 pb
Banca Cívica	ES0848873008	18/02/11	Perpetua	200 M €	Cupón fijo anual 8.65% pagadero trimestral 4 años; resto EUR3M+674pb y cancelable a partir 5º año	673 pb

(*Spread implícito (all-in sobre EUR3M) calculado a fecha de emisión.

Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

A instancia del CEBS, a partir del comunicado de 10 de diciembre de 2009, las autoridades de los países miembros debían trasponer a sus respectivos marcos normativos domésticos los mayores requerimientos en cuanto a recursos propios. Entre los objetivos principales del Comité se encuentran el incremento de *core capital* de las entidades financieras y la incorporación, dentro de la estructuración de instrumentos híbridos¹, de cláusulas que permitan una mayor capacidad para absorber pérdidas en situaciones de estrés y una mayor flexibilidad de los pagos. Esta flexibilidad se traduce en la cancelación del pago de la remuneración de la deuda, a discreción de la entidad o del organismo regulador correspondiente, en caso de ausencia de beneficio distribible o insuficiente nivel de solvencia.

4. Determinación de la rentabilidad razonable de la emisión

4.1. Método de análisis

Dada la escasez de referencias en el mercado primario de emisiones comparables el método de análisis descansa, principalmente, en el estudio del mercado secundario.

Las características propias de la emisión objeto de este informe requieren necesariamente el estudio de los mercados de deuda subordinada en tanto que la nueva emisión mantiene el grado de subordinación al nivel de deuda subordinada del Emisor y, adicionalmente, el mercado de participaciones preferentes con el objetivo de acotar superiormente la rentabilidad exigida en mercado.

En este contexto, el método de análisis ha consistido en el estudio de la rentabilidad exigida en el mercado secundario para emisiones de deuda subordinada y participaciones preferentes, sin dejar de prestar atención a otros indicadores considerados relevantes tales como niveles de CDS, índices SUSI de JP Morgan, etc.

Por tanto, el método de análisis se basa en la obtención del nivel actual de rentabilidad exigida a la deuda subordinada y participaciones preferentes, emitida por entidades con calidad crediticia equivalente a la de Banco Popular, lo cual permitirá definir un rango de rentabilidad razonable para la emisión objeto de estudio.

¹ Nótese que para el caso que nos ocupa y a efectos de análisis de la emisión objeto de estudio dichas recomendaciones en la estructuración no aplican.

Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

4.2. Marco de referencia

En la configuración del marco de referencia para la emisión de deuda subordinada de Banco Popular se han tenido en cuenta los siguientes conjuntos de información:

- Mercado secundario doméstico de deuda subordinada.
- Evolución de los índices SUSI de JP Morgan *Lower Tier II*.
- Mercado secundario doméstico de participaciones preferentes.
- Mercado de CDS.

Situación y evolución de la rentabilidad de emisiones de deuda subordinada en el mercado secundario español

En lo que respecta al mercado secundario de deuda subordinada, en la Tabla 4 se muestra el detalle de las referencias en circulación consideradas representativas a efectos del presente informe ordenadas por fecha de emisión. Asimismo, para evitar heterogeneidad en cuanto al plazo, la muestra ha sido filtrada tomando aquellas referencias con un vencimiento residual en torno a 10 años, similar al plazo de la emisión objeto de estudio.

Tabla 4. Mercado secundario de emisiones de deuda subordinada

ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Ratin Emisión*	Fecha Emisión	Fecha Vto	Volumen Emisión	Estructura Pagos	Spread implícito
ES0213860051	Banco Sabadell	A3/A/A-	Baa1/A-/BBB+	26/04/2010	26/04/2020	500 ME	Cupón fijo anual 6.25%	398 pb
ES0213679196	Bankinter	A2/A/_	A3/A/_	11/09/2009	11/09/2019	250 ME	Cupón fijo anual 6.375%	373 pb
ES0213790001	Banco Popular	A2/A-/A-	A3/BBB+/BBB+	22/12/2009	22/12/2019	336 ME	Cupón fijo 5.702% anual 5 años; resto EUR3M+360pb con call	570 pb
XS0301810262	Santander	Aa2/AA/AA	Aa3/AA-/AA-	29/05/2007	29/05/2019	500 ME	Cupón fijo 4.75% anual 7 años; resto EUR3M+80pb con call	230 pb
ES0213211099	BBVA	Aa2/AA/AA-	Aa3/AA-/A+	20/10/2004	20/10/2019	1000 ME	Cupón fijo 4.375% anual 10 años; resto EUR3M+87pb con call	297 pb
XS0201169439	Santander	Aa2/AA/AA	Aa3/AA-/AA-	30/09/2004	30/09/2019	500 ME	Cupón fijo 4.5% anual 10 años; resto EUR3M+86pb con call	284 pb

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

Respecto a la emisión de Banco Popular cabe destacar que ésta goza de una menor liquidez que el resto de emisiones incluidas en la muestra. Asimismo, existe una característica diferencial adicional ya que la emisión se había concebido y estructurado específicamente dentro de una operación de intercambio por participaciones preferentes ya existentes en el mercado secundario mayorista.

Para todas ellas se ha calculado su rentabilidad en términos de *spread* implícito (*spread all-in* sobre Euribor 3 meses), para lo cual es necesario valorar las emisiones. Para la valoración de aquellas emisiones que no incorporan

Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

opcionalidad se ha utilizado una metodología consistente en el descuento de flujos generados a lo largo de la vida de los mismos, utilizando los tipos *forward* estimados a partir de la Curva Cupón Cero (CCC) para calcular los cupones flotantes futuros. Por su parte, la CCC se estima a partir de los depósitos y los *swaps* cotizados en el mercado. Por otro lado, para la valoración de las emisiones que incorporan opcionalidad se utiliza una metodología que consiste en la utilización de métodos de simulación en árboles trinomiales. Los procesos estocásticos que se simulan son aquellos que recogen el comportamiento de toda la estructura temporal de tipos de interés en modelos de no arbitraje. Para su implementación IM Valora Consulting utiliza el modelo de Hull y White.

Las metodologías y los *inputs* necesarios en materia de valoración se recogen de forma detallada en los Anexos 1 y 2, respectivamente.

Por otro lado, para analizar la evolución de la rentabilidad de las emisiones en los últimos años se ha integrado la información en un único indicador construido como la media aritmética de las rentabilidades del conjunto de emisiones. En el Gráfico 1 se muestra la evolución temporal del *spread* medio de las emisiones desde finales de 2009 hasta la fecha del presente informe.

Gráfico 1. Evolución de la rentabilidad media de emisiones de deuda subordinada



Del gráfico anterior se puede observar que la rentabilidad promedio de la deuda subordinada ha seguido una senda de crecimiento constante desde finales de 2009 para estabilizarse en el segundo semestre de 2010. A finales de 2010 se produce un fuerte crecimiento registrándose niveles máximos de rentabilidad exigida en mercado. A partir de entonces comienza una progresiva corrección a la baja durante el primer semestre de 2011.

Respecto al nivel de la rentabilidad de la deuda subordinada a fecha del presente informe, tomando aquellas referencias con mayor liquidez y

Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

representatividad, próximas en términos de riesgo a la de Banco Popular, como son las de Bankinter y Sabadell, y teniendo en cuenta la rentabilidad y riesgo de las emisiones de la muestra se infiere una rentabilidad en torno a 398 pb.

Evolución de los índices SUSI Lower Tier II

Como referencia complementaria al estudio del mercado doméstico se toman los índices SUSI de JP Morgan. Dichos índices se componen de instrumentos de deuda *senior* y subordinada (*Lower Tier II*, *Upper Tier II* y *Tier I*) emitidos por bancos y aseguradoras residentes y no residentes en la UE, denominados en Euros. Dichos índices recogen el *spread* sobre *swap* medido en puntos básicos. En el Gráfico 2 se muestra la evolución de los índices SUSI *Lower Tier II* para perfiles de riesgo BBB y A desde finales de 2009 hasta la fecha del presente informe.

Gráfico 2. Evolución de los índices SUSI *Lower Tier II* BBB y A



En términos generales se observa que los niveles de ambos índices han seguido una senda de relativa estabilidad pero no exentos de etapas de cierta oscilación especialmente a finales del primer semestre de 2010 así como a finales de dicho año y comienzos de 2011.

A fecha 7 de julio de 2011 los niveles se encuentran en 219 y 326 pb para el SUSI *Lower Tier II* A y BBB, respectivamente. No obstante, debido a la heterogeneidad que introducen el plazo y los mercados de procedencia de las emisiones que componen estos índices, éstos deben ser analizados desde la perspectiva de evolución de la rentabilidad exigible en mercado y no necesariamente como niveles mínimos de rentabilidad para la emisión que nos ocupa.

Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

Situación y evolución de la rentabilidad de participaciones preferentes en el mercado secundario español.

Las emisiones de participaciones preferentes en secundario seleccionadas y que se muestran en la Tabla 5 son aquellas que presentan una mayor liquidez.

Tabla 5. Mercado secundario de participaciones preferentes

ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Rating Emisión*	Fecha Emisión	Estructura de pagos
XS0229864060	BBVA	Aa2/AA/AA-	Baa2/A-/A-	22-sep-05	Cupón fijo 3.798% pagadero anual hasta 10 años, resto EUR3M+165pb trimestral
XS0266971745	BBVA	Aa2/AA/AA-	Baa2/A-/A-	20-sep-06	Cupón fijo 4.952% pagadero anual hasta 10 años, resto EUR3M+195pb trimestral
XS0288613119	Banco Popular	A2/A-/A-	Ba2/BB/BBB-	6-mar-07	Cupón fijo 4.907% pagadero anual hasta 10 años, resto EUR3M+165pb trimestral
XS0206920141	Santander	Aa2/AA/AA	A2/A-/A+	10-dic-04	Cupón fijo 4.375% pagadero anual hasta 10 años, resto EUR3M+160pb trimestral
XS0205497778	Bancaja	_/_/A-	Ba2/_/B	16-nov-04	Cupón fijo 4.625% pagadero anual hasta 10 años, resto EUR3M+217pb trimestral
XS0214965450	Bancaja	_/_/A-	Caa2/_/B-	23-mar-05	Cupón fijo 4.5% pagadero anual hasta 10 años, resto EUR3M+80pb trimestral
XS0225590362	Banco Pastor	Ba1/_/_	B3/_/_	27-jul-05	Cupón fijo 4.564% pagadero anual hasta 10 años, resto EUR3M+217pb trimestral
XS0267456084	Banco Sabadell	A3/A-/A-	Ba3/BB+/BBB-	20-sep-06	Cupón fijo 5.234% pagadero anual hasta 10 años, resto EUR3M+217pb trimestral
DE0009190702	Banco Popular	A2/A-/A-	Ba2/BB/BBB-	20-oct-03	6% fijo anual a perpetuidad pagadero trimestral con call a partir de 20/10/2008

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

Las emisiones presentan, en general, una estructura de pagos homogénea con un período de remuneración fija durante los 5 ó 10 primeros años. A partir de entonces se inicia la opción de cancelación por parte del Emisor y la remuneración pasa a ser variable, referenciada a Euribor 3 meses, con cupones pagaderos trimestralmente. La excepción a dicha estructura de pagos la constituye la emisión más alejada en el tiempo, de Banco Popular, que paga un cupón fijo a perpetuidad con cancelabilidad a partir del quinto año desde la fecha de emisión.

En cuanto a la calidad crediticia de la muestra, ésta se encuentra compuesta por emisiones de calidades crediticias que, en promedio, se encuentran muy cercanas a la de Banco Popular, por lo que este nivel de rentabilidad constituye una referencia directamente comparable a la emisión objeto de estudio.

El gráfico que figura a continuación muestra el promedio de rentabilidad actual de las emisiones que componen la muestra, así como su evolución desde finales de 2009.

Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

Gráfico 3. Evolución de la rentabilidad media de emisiones de participaciones preferentes



Del gráfico anterior se desprende que la rentabilidad promedio de las emisiones de participaciones preferentes ha seguido una senda estable hasta finales del primer semestre de 2010. A partir de entonces la agitación de los mercados se traduce en etapas de mayor estrés de la rentabilidad exigida. Llegados a finales de 2010, y coincidiendo con la etapa de incertidumbre financiera contagiada por el "caso griego", se alcanzan máximos de rentabilidad que posteriormente dan paso a una situación de mercado más relajada hasta comienzos de mayo 2011 desde donde comienza otra etapa de estrés de rentabilidad en los mercados.

Si tomamos aquellas referencias de secundario más próximas a la emisión objeto de estudio, en términos de *rating* estimado de la emisión, como lo son las de la propia entidad y la de Banco Sabadell, se infiere una rentabilidad mínima, en términos de participaciones preferentes, de 458 pb.

Situación y evolución de los CDS de Banco Popular y del Reino de España.

El análisis del riesgo crediticio inherente a la emisión de una entidad puede considerar, adicionalmente, la observación de la cotización de los *credit default swap*. Éstos suponen una referencia complementaria, si bien las conclusiones que se derivan de su análisis deben contemplarse desde la consideración de las actuales circunstancias de mercado.

No en vano, los CDS son indicadores en cuya evolución influye el riesgo de insolvencia de la entidad pero también un conjunto adicional de variables relativas a la microestructura del mercado, macroeconómicas, de confianza en los mercados, etc.

Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

El Gráfico 4 muestra la evolución desde finales de 2009 de los CDS *Senior* 5 y 10 años de Banco Popular.

Gráfico 4. Evolución CDS *Senior* 5 y 10 años de Banco Popular



A fecha de 7 de julio de 2011, los CDS *Senior* de Banco Popular se encuentran en niveles de 313 pb y 312 pb para el CDS *Senior* 5 y 10 años, respectivamente. Téngase en cuenta que en este caso se está haciendo referencia al tramo *senior*, que en orden de prelación se encuentra por delante de la deuda subordinada, razón por la cual estos niveles deben suponer un *floor* de rentabilidad a la nueva emisión de Banco Popular.

Complementariamente, en el Gráfico 5, se muestra la evolución de los CDS del Reino de España, como *floor* de rentabilidad de toda emisión en el mercado español.

Gráfico 5. Evolución CDS *Senior* 5 años del Reino de España



Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

A fecha de 7 de julio de 2011, el CDS *Senior* 5 años del Reino de España se encuentra en niveles de 237 pb.

4.3. Rango razonable de la emisión objeto de estudio

Una vez analizados los indicadores de mercado se puede concluir que la rentabilidad razonable de la emisión de deuda subordinada de Banco Popular se debe situar dentro de los niveles de rentabilidad marcados por el mercado para emisiones de deuda subordinada y participaciones preferentes con riesgo emisor equivalente al de Banco Popular. Dichos niveles deben suponer, respectivamente, una cota inferior (398 pb) y superior (458 pb) a la emisión objeto de estudio.

5. Análisis de la emisión de Banco Popular

5.1. Valoración de la emisión

Dadas las características de la emisión de Banco Popular descritas en la primera sección del informe, su valoración requiere la utilización de métodos anteriormente descritos para la valoración de instrumentos de renta fija con opcionalidad.

La valoración de la emisión a fecha 7 de julio de 2011 arroja un resultado de 441 pb (*spread all-in* sobre Euribor 3 meses). Este nivel de rentabilidad se corresponde con un precio de 100 % de la emisión.

Tabla 6. Resultado de la valoración de la emisión de deuda subordinada de Banco Popular

Emisor	Tipo Emisión	Estructura de pagos	Rating Emisor*	Fecha Valoración	Spread Implícito	Precio Emisión
Banco Popular	Deuda Subordinada	Cupón fijo 8% pagadero trimestral vencimiento 10 años con call 5º año	A2/A-/A-	07/07/2011	441 pb	100.00%

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

5.2. Razonabilidad de la rentabilidad de la emisión

La síntesis del análisis presentado en las secciones anteriores permite extraer los siguientes resultados:

- La rentabilidad exigida en mercado para una emisión de deuda subordinada de una entidad con calidad crediticia equivalente a la de Banco Popular se sitúa en torno a 398 pb, en términos de *spread* implícito (*spread all-in* sobre

Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

Euribor 3 meses), inferior a la rentabilidad que paga la nueva emisión de deuda subordinada de Banco Popular. Téngase en cuenta que conforme a lo estimado en el apartado anterior el nivel de rentabilidad de ésta se sitúa en 441 pb.

- La rentabilidad exigida en mercado para una emisión de participaciones preferentes de una entidad con calidad crediticia equivalente a la de Banco Popular se sitúa en torno a 458 pb, superior a la estimada para la emisión objeto de estudio, como es de esperar.
- Los niveles de los índices SUSI *Lower Tier* II de JP Morgan se sitúan en 219 y 326 pb para calidades crediticias de A y BBB, respectivamente. Ambos niveles son inferiores a la rentabilidad ofrecida por la emisión de Banco Popular.
- El nivel de rentabilidad de los CDS *Senior* 5 y 10 años de Popular se sitúa en 313 y 312 pb, respectivamente. Por otro lado, el nivel de rentabilidad del CDS *Senior* del Reino de España se sitúa en 237 pb. La emisión objeto de análisis supera todos estos mínimos de rentabilidad, como es de esperar dada su calidad crediticia y su nivel de subordinación.

A la vista de lo anterior, la rentabilidad ofrecida por la emisión de deuda subordinada de Banco Popular se ubica dentro del rango de rentabilidad razonable, superior a la rentabilidad de la deuda subordinada ofrecida por emisores con equivalente calidad crediticia.

Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

6. Conclusiones

En el presente estudio IM Valora Consulting actúa en calidad de experto independiente con el fin de determinar si las condiciones de la emisión de deuda subordinada de Banco Popular, 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 16 de junio y el 8 de julio de 2011. La validez de sus resultados y conclusiones está circunscrita estrictamente a la información de mercado y a las emisiones existentes hasta el 7 de julio de 2011.

Madrid, 14 de julio de 2011.

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.



Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

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.

Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

Anexo 1. Metodologías de valoración

El objeto de este anexo 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 fórmulas analíticas cerradas para obtener el precio de la opción. Tal es el caso del modelo de Black-Scholes 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 utilizan 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.

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. En el Anexo 3 se incluye la descripción de los *inputs* utilizados en la valoración.

Valoración de bonos convertibles

La valoración de bonos convertibles obliga a la modelización del bono subyacente así como de la opción de conversión en acciones ordinarias del emisor. Para ello se modeliza su principal fuente de riesgo, el activo de renta variable, mediante un árbol binomial discretizando su evolución y recogiendo todas las características del contrato del convertible.

De esta manera se hace uso del modelo de evolución de *Cox-Ross-Rubinstein* mediante el cual se modeliza la evolución del activo de renta variable a través de árboles binomiales con probabilidades de transición constantes.

El modelo de *Cox-Ross-Rubinstein* está basado en la evolución log-normal utilizada por el modelo de Black-Scholes para activos de renta variable. De acuerdo a este modelo el valor futuro en tiempo t de un activo de renta variable S viene dado por

Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

$$S_t = S_0 e^{\left(r - \frac{1}{2}\sigma^2\right)t + \sigma\sqrt{t}Z},$$

donde S_t es el valor en tiempo t de la variable, S_0 es el valor actual de la variable, σ es la volatilidad anualizada de la variable, r es el tipo libre de riesgo y Z es la variable aleatoria normal estándar.

Es necesario discretizar el tiempo considerando saltos temporales de tamaño dt y, de acuerdo a la evolución binomial, conocido el valor del subyacente en el instante t (S_t) se consideran dos únicos posibles valores del mismo en el instante siguiente $t+1$ definidos a partir de dos constantes y de la cotización inicial: $S_t \times u$ (escenario de subida) y $S_t \times d$ (escenario de bajada). Además, a estos valores se les asocia unas probabilidades de transición conocidas: p y $1-p$, respectivamente.

Por otro lado, se ha de tener en cuenta el pago de dividendos del activo de renta variable. Un pago previsto de dividendos hace que la cotización futura del activo de renta variable disminuya con lo que la rentabilidad potencial de la opción de conversión es inferior y de la misma manera el precio del bono convertible. La incorporación de una tasa continua de dividendos en el árbol binomial de evolución del subyacente no altera el valor de éste en los distintos nodos sino que únicamente afecta a las probabilidades de transición. De acuerdo a lo anterior el sistema de ecuaciones del modelo es el siguiente:

$$\begin{aligned} u &= \exp(\sigma \times \sqrt{Dt}), \\ d &= 1/u, \\ p &= \frac{\exp((r-q) \times Dt) - d}{u - d}, \end{aligned}$$

donde q es la tasa continua de dividendos.

Por último, la valoración del bono convertible en el árbol binomial se realiza de manera recursiva, comenzando desde la última fecha de conversión y hasta la fecha inicial. Para el caso que nos ocupa la última fecha de conversión es obligatoria por lo que el valor del convertible viene dado por:

$$BC_t = S(i,t) * RC + \text{Cupón},$$

siendo $S(i,t)$ el valor del subyacente en el nodo i , RC el ratio de conversión estipulado en el contrato de la emisión.

Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

Para calcular el valor del convertible en fechas anteriores a la de conversión obligatoria se debe evaluar el valor de continuar sin ejercer la opción de conversión (si la hubiese) y el valor de conversión inmediata si existe opción a canje. Igualmente se debe tener en cuenta la existencia de pago de cupón, de manera que el valor del instrumento en dichos nodos viene dado por:

$$BC_t = \text{Max}(\text{Continuación}, \text{Conversión}) + \text{Cupón}.$$

El valor de continuación viene dado por

$$\text{Continuación}_t = E[BC_{t+1}]_{i,t} \times DF_t(dt) + \text{Cupón},$$

siendo $E[BC_{t+1}]_{i,t}$ el valor esperando del bono convertible y que se obtiene a través de las probabilidades de transición de la siguiente forma:

$$E[BC_{t+1}]_{i,t} = p \times BC(i, t+1) + (1-p) \times BC(i+1, t+1).$$

Mientras que el valor de la conversión se calcula como

$$\text{Conversión}_t = S(i, t) * RC.$$

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.

Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

Valoración de títulos con opcionalidad simple

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

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

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

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

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

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

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

Para valorar estos títulos se estiman en primer lugar, a partir de cotizaciones de las volatilidades de los *caps* y *swaptions*, los argumentos del modelo: volatilidad del tipo a corto plazo (subyacente del modelo) y el parámetro que indica la reversión a la media del proceso. Posteriormente se construye un árbol trinomial, que no es sino una representación discreta en el tiempo del proceso estocástico para el tipo de interés a corto plazo. Dicho árbol permite calcular los pagos contingentes en cada nodo y valorar, en su caso, la opción calculando el valor esperado de los mismos.

Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

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

Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

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:

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

Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

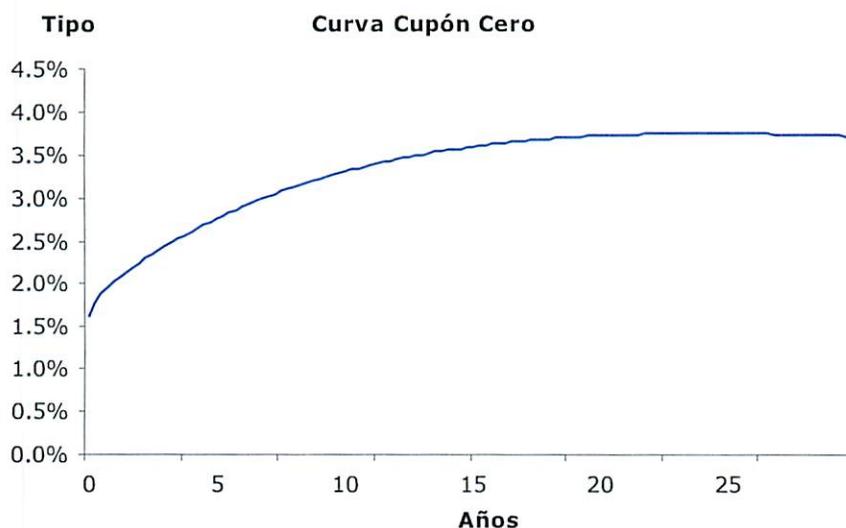
Anexo 2. Inputs de valoración

Fecha Valor: 7 de julio de 2011.

Para la estimación de la Curva Cupón Cero se ha seguido el modelo tipo Svensson tomando las siguientes tasas de rendimiento observadas en el mercado:

Money Market		Tipos Swap	
O/N	0.576%	2Y	2.201%
1W	1.212%	3Y	2.395%
1M	1.320%	4Y	2.604%
2M	1.391%	5Y	2.797%
3M	1.526%	6Y	2.961%
4M	1.596%	7Y	3.098%
5M	1.687%	8Y	3.213%
6M	1.786%	9Y	3.313%
9M	1.973%	10Y	3.403%
12M	2.170%	12Y	3.567%
		15Y	3.739%
		20Y	3.834%
		25Y	3.813%
		30Y	3.757%
		40Y	3.708%
		50Y	3.707%

La estimación de la Curva Cupón Cero se obtiene mediante un ajuste por mínimos cuadrados ordinarios de las tasas de rendimiento teóricas a las observadas en el mercado. La curva resultante se observa gráficamente a continuación:



Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

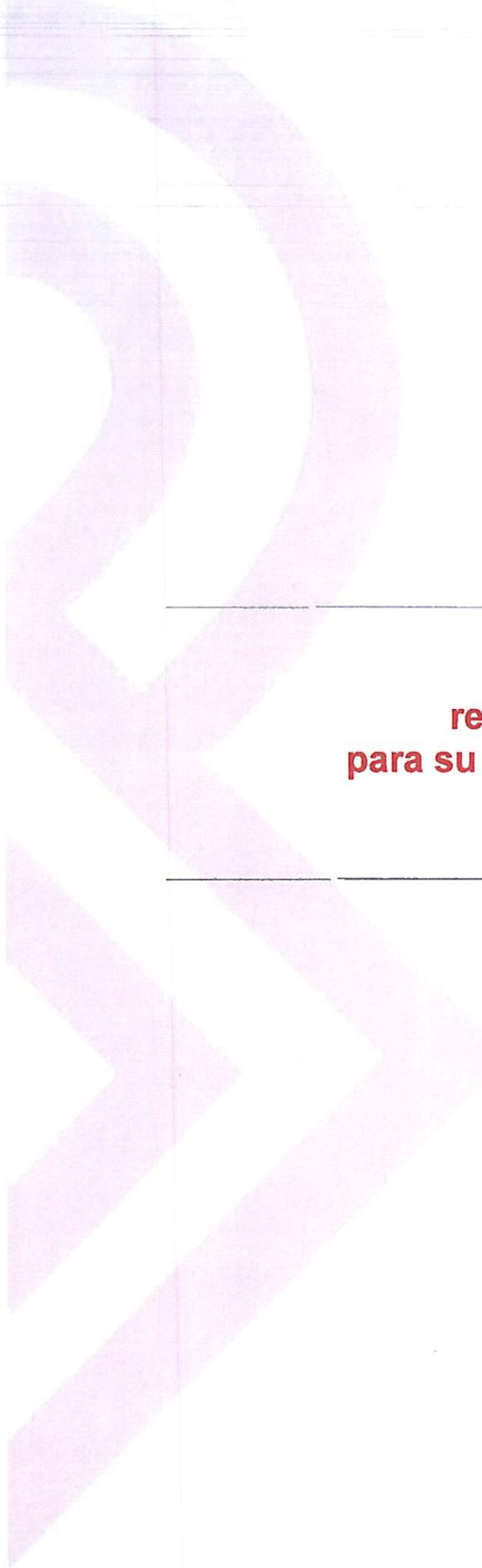
Además, la siguiente tabla muestra las volatilidades *cap* utilizadas para la calibración y valoración de los instrumentos que han sido objeto de análisis a lo largo del documento.

Plazo	Tipo	Volatilidad
1	1.88%	31.60%
2	2.20%	39.80%
3	2.40%	38.00%
4	2.60%	36.60%
5	2.80%	34.70%
6	2.96%	32.60%
7	3.10%	30.80%
8	3.21%	29.30%
9	3.31%	28.00%
10	3.40%	26.90%



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

a	Sigma
0.11295	0.01331



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

Julio de 2011

Informe para



Afi

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



Índice

1. Introducción	3
2. Descripción, análisis del producto y valoración	4
2.1. Estructura de flujos y condiciones del instrumento	4
2.2. Modelo e inputs de valoración	5
2.2.1 Modelo de cálculo de spread implícito	5
2.2.2 Inputs de valoración	5
2.3. Valoración: spreads implícitos	7
3. Condiciones vigentes en mercados mayoristas	8
3.1. Emisiones recientes en mercados	8
3.1.1 Emisiones con similar orden de prelación	8
3.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación	10
3.2. Niveles indicativos de cotizaciones en mercado secundario	14
3.2.1 Niveles de spreads a la call para deuda subordinada Lower Tier II proporcionados por los índices SUSI de JP Morgan	15
3.2.2 Curvas genéricas de spread vs swaps a vencimiento por rating para deuda bancaria denominada en euros (genérica y de emisores españoles)	18
3.2.3 Niveles de mercado secundario para emisiones de deuda realizadas por el propio emisor de los valores objeto de este informe	19
3.3. Determinación del rango razonable para la emisión objeto de este informe	20
4. Conclusiones	22
5. Aclaraciones importantes y firma	23
6. Anexo	24
6.1. Multiplicadores de rating y prelación utilizados para la calibración de las curvas genéricas de rating y plazo para los distintos tipos de deuda bancaria	24

1. Introducción

El **objetivo** del presente informe es reflejar la opinión de Afi acerca de si las condiciones de la 1ª serie de deuda subordinada (*Lower Tier II*) de Banco Popular SA, destinada a la red minorista, son equiparables a las que debería tener, para colocarse adecuadamente, una emisión similar lanzada en los mercados mayoristas.

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

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

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

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

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



2. Descripción, análisis del producto y valoración

2.1. Estructura de flujos y condiciones del instrumento

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

- **Emisor:** Banco Popular Español, S. A.
- **Garante:** Banco Popular Español, S. A.
- **Naturaleza de los valores:** Obligaciones subordinadas 2011-1
- **Importe nominal:** 150 millones de euros ampliables hasta un máximo de 200 millones de euros.
- **Importe nominal de cada valor:** 1.000 euros
- **Importe mínimo de la colocación:** 1.000 euros o 1 obligación subordinada
- **Fecha de emisión y único desembolso:** 29 de julio de 2011
- **Precio de emisión:** a la par
- **Forma de representación:** anotaciones en cuenta en IBERCLEAR
- **Retribución:** en función al siguiente esquema:
 - Durante toda la vida del instrumento, un tipo fijo anual del 8,00%, pagadero trimestralmente, en Act/365.
 - Los intereses se harán efectivos trimestralmente, los días 29 enero, abril, julio y octubre de cada año, comenzando el día 29 de octubre de 2011 y finalizando el 29 de julio de 2021, ambos inclusive.
- **Amortización de los valores:** 29 de julio de 2021, a la par.
- **Amortización anticipada por el emisor:**
 - a) A partir del 5º año: el emisor podrá proceder a la amortización anticipada, total por su valor nominal (100%), o parcial mediante reducciones del nominal de los valores, de las Obligaciones Subordinadas, a partir del quinto año desde la fecha de desembolso (inclusive) y, posteriormente en cada fecha de pago de intereses, previo consentimiento del Banco de España. Las Obligaciones Subordinadas podrán amortizarse total o parcialmente a voluntad del Emisor, con autorización previa del Banco de España aplicando criterios de carácter económico.
 - b) Antes del 5º año: el emisor podrá solicitar a Banco de España autorización para proceder a la amortización anticipada total por su valor nominal (100%), o parcial mediante reducciones del nominal de los valores de las Obligaciones Subordinadas, en cualquier momento, incluso antes de que se cumplan los cinco años desde la fecha de desembolso, en el supuesto de que se produzca cualquier modificación en el régimen fiscal o de computabilidad como recursos propios de dichos valores que no estuviese previsto en la fecha de emisión. En ningún caso la amortización tendrá lugar antes del primer año.
- **Colectivo de inversores a los que se ofrecen los valores:** emisión dirigida a inversores minoristas aunque también podría ser adquirida por inversores cualificados tanto nacionales como extranjeros que pudieran estar interesados.
- **Cotización:** mercado AIAF de renta fija.



2.2. Modelo e inputs de valoración

2.2.1 Modelo de cálculo de spread implícito

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

La estructura es amortizable anticipadamente por parte del emisor en cada fecha de pago de cupón (trimestralmente), a partir del quinto año. Esto se tiene en cuenta en el modelo, incorporando el supuesto de que 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.

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

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

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

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

2.2.2 Inputs de valoración

La fecha valor a la que se realizan los cálculos es el 29 de julio de 2011, utilizando los datos de cierre a 1 de julio de 2011 de la curva de tipos IRS y los precios de los swaptions empleados para el calibrado del modelo. Estos datos se muestran a continuación:

Curva de tipos de interés

Depo/Swap	Plazo	Tipo
Depósito	O/N	0.875
Depósito	1E	1.000
Depósito	2W	1.050
Depósito	3W	1.100
Depósito	1M	1.155
Depósito	2M	1.300
Depósito	3M	1.520
Depósito	4M	1.590
Depósito	5M	1.690
Depósito	6M	1.790



Depósito	7M	1.860
Depósito	8M	1.930
Depósito	9M	1.990
Depósito	10M	2.050
Depósito	11M	2.110
Depósito	12M	2.180
Swap	2Y	2.201
Swap	3Y	2.425
Swap	4Y	2.632
Swap	5Y	2.823
Swap	6Y	2.974
Swap	7Y	3.114
Swap	8Y	3.224
Swap	9Y	3.320
Swap	10Y	3.410
Swap	15Y	3.739
Swap	20Y	3.845
Swap	25Y	3.837
Swap	30Y	3.797
Swap	35Y	3.777
Swap	40Y	3.758
Swap	45Y	3.754
Swap	50Y	3.764

Matriz de volatilidades de swaptions a 1 de julio de 2011 (usada en el calibrado de los parámetros del modelo H-W)

Swaption\Swap	1yr	2yr	3yr	4yr	5yr	7yr	10yr
3mth	28.90	34.40	32.50	30.40	29.30	25.60	22.50
6mth	33.70	34.20	32.10	30.30	28.70	25.70	23.10
1yr	39.00	35.00	31.80	29.50	27.80	25.20	23.10
2yr	36.00	30.50	28.20	26.40	25.40	23.80	22.10
3yr	31.30	27.10	25.70	24.40	23.60	22.50	21.10
5yr	24.50	22.40	21.60	21.00	20.40	19.70	19.20
7yr	20.90	19.70	19.10	18.70	18.30	17.80	17.80
10yr	17.20	16.80	16.40	16.40	16.30	16.40	16.80
20yr	17.50	17.90	18.10	18.20	18.40	18.60	18.60



2.3. Valoración: spreads implícitos

Los spreads equivalentes calculados son diferenciales sobre curva IRS con los que al descontar los flujos futuros esperados (según el modelo de valoración usado) se consigue una valoración de las emisiones igual al precio de emisión¹.

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

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

Aunque la curva de tipos de interés y volatilidades corresponden a datos de cierre del 1 de julio de 2011, se han calculado los spreads implícitos a 29 de julio de 2011, fecha de emisión.

Spreads sobre Swap	
Considerando toda la estructura	4.430%
A Primera Call	5.194%
A vencimiento sin Call	4.673%

¹ Esta forma de realizar el cálculo del spread es también conocida como Z-spread, o spread plano sobre la curva de tipos de interés que arroja el precio del instrumento –en este caso, la par-.

3. Condiciones vigentes en mercados mayoristas

El propósito de este punto es estimar el rango razonable de spread crediticio vs swaps a vencimiento que Afi considera razonable, en función de las condiciones vigentes en el mercado mayorista para instrumentos similares, para las emisiones de Banco Popular objeto de este informe. Los ratings la deuda emitida por de Banco Popular son los siguientes:

Tabla 1: ratings de la deuda de Banco Popular

	Moody's	S&P	Fitch	DBRS	Composite ¹ (Afi)
Senior	A2	A-	A-	AAL	A2/A/A/A
Lower Tier II	A3	BBB+	BBB+	AH	A3/A-/A-/AL
Part. Preferentes	NR	NR	BBB	NR	BB1/BB+/BB+/BBH

(1) en base a una escala alfanumérica lineal

Por tanto, consideraremos a los efectos de este informe de opinión que la emisión de Obligaciones subordinadas Lower Tier II objeto de este informe gozaría de un hipotético rating "composite" de A3/A-/A-/AL (similar al que tiene actualmente, ponderando por igual los ratings de las cuatro agencias, la deuda subordinada Lower Tier II emitida por Banco Popular).

3.1. Emisiones recientes en mercados

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

3.1.1 Emisiones con similar orden de prelación

En los mercados mayoristas (ver tabla 2) se han realizado durante los últimos meses cerca de una decena de operaciones significativas de emisiones de deuda subordinada Lower Tier II en euros. La inmensa mayoría de ellas no 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 y vencimiento a 10 años.

Estas emisiones recientes de deuda subordinada Lower Tier II en el mercado mayorista se han realizado bajo el formato tradicional, también denominado "old style" Lower Tier II², y reflejan en su clausulado condiciones comparables a la emisión de Banco Popular objeto de este informe.

Entre los emisores españoles la actividad emisora de deuda Lower Tier II en los mercados mayoristas ha sido inexistente durante los últimos doce meses. Hay que remontarse a la emisión Lower Tier II de Bankinter (rating de emisor A1/A/A+) de principios de septiembre de 2009, colocada a un spread vs mid-swaps de 300 puntos básicos, y otra similar correspondiente a una operación de canje por parte de Banco Sabadell realizada en abril de 2010 para encontrar operaciones en mercado mayorista de este tipo de deuda por parte de emisores españoles. Estas emisiones cotizan,

² En la mayoría de ocasiones se trata de operaciones que han aprovechado la demanda inversora por esta clase de activo (por su escasez), y la lejanía del momento en el cual, previsiblemente, comenzarían a perder, gradualmente, su computabilidad como capital.

respectivamente, a finales de junio de 2011, spreads vs swaps a vencimiento de 366 y 410pb aproximadamente.

Tabla 2: emisiones colocadas recientemente en el mercado mayorista de deuda subordinada Lower Tier II (spreads a 20/06/11).

Fecha	Emisor	Características de la emisión						Spread emisión ²		Ratings ³		Spread actual
		Vol ¹	Divisa	Clase	Cupón	Vencimiento	Call	vs Swaps	Emisor	Emisión	vs Swaps (mid)	
12-dic-08	Credit Agricole SA	500	EUR	LT2	6,867% ⁴	19/12/2018	-	325	Aa1/AA-/AA-	Aa2/A+/A+	375	
13-may-09	Rabobank	1,000	EUR	LT2	5,875% ⁴	20/05/2019	-	240	Aaa/AAA/AA+	Aa1/AA+	146	
27-may-09	Credit Agricole SA	1,000	EUR	LT2	5,875% ⁴	11/06/2019	-	220	Aa1/AA-/AA-	Aa2/A+/A+	256	
29-jul-09	Commonwealth Bank	1,000	EUR	LT2	5,500% ⁵	06/08/2019	-	190	Aa1/AA/AA	Aa2/AA-/AA-	191	
4-sep-09	Bankinter	250	EUR	LT2	6,375% ⁴	11/09/2019	-	300	A1/A/A+	A2/A-/NR	366	
9-sep-09	Intesa Sanpaolo	1,500	EUR	LT2	5,000% ⁴	23/09/2019	-	155	Aa2/A+/AA-	Aa3/A/A+	203	
16-oct-09	Groupama	750	EUR	LT2	7,875% ⁶	27/10/2039	27/10/2019	436	NR/A/NR	NR/BBB+/NR	493	
17-nov-09	Landesbank Berlin	500	EUR	LT2	5,875% ⁴	25/11/2019	-	240	A1/NR/AA-	A2/NR/A+	276	
2-feb-10	National Australia Bank	1,000	EUR	LT2	4,625% ⁴	10/02/2020	-	133	Aa1/AA/AA	Aa2/AA-/AA-	186	
19-abr-10	Banco Sabadell	500	EUR	LT2	6,250% ⁴	26/04/2020	-	310	A2/A/A+	A3/A-/A	410	
17-jun-10	Deutsche Bank	1,000	EUR	LT2	5,000% ⁴	24/06/2020	-	210	Aa3/A+/AA-	A1/A/A+	195	
7-jul-10	Barclays Bank	1,500	EUR	LT2	6,000% ⁴	14/01/2021	-	310	A1/A+/AA-	Baa1/A/A+	323	
8-jul-10	Intesa Sanpaolo	1,250	EUR	LT2	5,150% ⁴	16/07/2020	-	230	Aa2/A+/AA-	Aa3/A/A+	213	
13-jul-10	Nationwide Building Society	750	EUR	LT2	6,750% ⁴	22/07/2020	-	400	Aa3/A+/AA-	Baa3/BBB+/A	373	
2-sep-10	Banca MPS	500	EUR	LT2	5,600% ⁴	09/09/2020	-	320	A2/A-/A-	A2/BBB+/A-	248	
14-sep-10	Macquarie Bank	600	EUR	LT2	6,000% ⁴	21/09/2020	-	340	A1/A/A+	A2/A-/A	387	
21-sep-10	Nordea Bank	750	EUR	LT2	4,000% ⁴	29/03/2021	-	125	Aa2/AA-/AA-	Aa3/BBB+/A+	180	
27-oct-10	Banco Popolare	1,000	EUR	LT2	6,000% ⁴	05/11/2020	-	320	A2/A-/A-	A3/BBB+/BBB+	368	
2-nov-10	Rabobank	1,000	EUR	LT2	3,750% ⁴	09/11/2020	-	112	Aaa/AAA/AA+	AA+/AA/AA	148	
9-mar-11	Commerzbank	1,250	EUR	LT2	7,750% ⁴	16/03/2021	-	421	A2/A/A+	Baa3/BBB-/A	413	
18-mar-11	Commerzbank ⁶	1,254	EUR	LT2	6,375% ⁴	22/03/2019	-	313	A2/A/A+	Baa3/BBB-/A	423	
13-abr-11	ABN Amro ⁶	1,228	EUR	LT2	6,375% ⁴	27/04/2021	-	280	Aa3/A/A+	A1/A-/A	298	
13-abr-11	ABN Amro ⁶	595	EUR	LT2	6,250% ⁴	27/04/2022	-	295	Aa3/A/A+	A1/A-/A	317	
11-may-11	Raiffeisen Bank	500	EUR	LT2	6,625% ⁴	18/05/2021	-	325	A1/A/A	A2/A/NR	356	

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

2. Spread a vencimiento, pb.

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

4. Fijo a vencimiento

5. Pagadero anualmente "in arrears"

6. Canje de deuda

Por otro lado, en el mercado doméstico nacional no se han realizado emisiones de deuda subordinada destinadas a inversores minoristas desde enero de 2010 (Caja Navarra). En la tabla 3 siguiente se recoge la veintena de emisiones de deuda subordinada colocadas desde finales de 2008. A diferencia de en el caso de las emisiones mayoristas, en la tabla 3 se recoge sólo el nivel de spreads en emisión (ya sea a la 1ª call o a vencimiento). Ello se debe a que estas emisiones son completamente ilíquidas y no existe suficiente información de cotizaciones en precio para llevar a cabo esta tarea.



Tabla 3: emisiones realizadas recientemente en el mercado doméstico nacional y minorista de deuda subordinada Lower Tier II

Fecha	Emisor	Características de la emisión					Spreads emisión ²		Ratings ³	
		Vol ¹	Divisa	Clase	Cupón	Vencimiento	Call	vs Swaps	Emisor	Emisión
17-dic-08	Caja Duero	132.5	EUR	LT2	7,155% ⁵	19/12/2018	19/12/2013	420.4	A2/NR/NR	A3
22-ene-09	La Caixa	2,500.0	EUR	LT2	5,870% ⁶	28/02/2019	28/02/2014	188.5	Aa1/AA-/AA-	Aa2/A+/A+
6-abr-09	Bancaja	1,000.0	EUR	LT2	7,250% ⁷	06/07/2019	06/07/2014	455.4	A2/NR/A-	A3/NR/BBB+
26-mar-09	Caixa Penedes	250-300	EUR	LT2	6,50% ⁸	29/06/2019	29/06/2014	462.0	NR/NR/A-	NR/NR/BBB+
7-may-09	Caixa Sabadell	35.0	EUR	LT2	7,50% ⁹	10/06/2024	10/06/2019	546.0	NR/NR/BBB+	NR/NR/BBB
20-may-09	Caja Navarra	200.0	EUR	LT2	6,25% ¹⁰	30/06/2019	30/06/2014	356.0	NR/NR/A-	NR/NR/BBB+
2-jun-09	Sa Nostra	60.0	EUR	LT2	6,00% ¹¹	30/06/2019	30/06/2014	519.0	NR/NR/BBB+	NR/NR/BBB
10-jun-09	Caja Duero	200.0	EUR	LT2	5,30% ¹²	28/09/2019	28/09/2014	429.0	A2/NR/NR	A3/NR/NR
8-oct-09	Banco Gallego	50.0	EUR	LT2	6,00% ¹³	29/12/2019	29/12/2014	448.0	NR/NR/NR	NR/NR/NR
5-nov-09	Caixanova	50.0	EUR	LT2	4,00% ¹⁴	16/12/2019	16/12/2014	286.0	A3/NR/A-	Baa1/NR/BBB+
17-dic-09	Caja Guadalupe	8.5	EUR	LT2	6,00% ¹⁵	30/12/2019	30/12/2014	497.0	NR/NR/NR	NR/NR/NR
7-ene-10	Caja España	100.0	EUR	LT2	4,15% ¹⁶	23/02/2020	23/02/2015	366.0	Baa1/NR/BBB+	Baa2/NR/BBB
29-abr-10	Caja Madrid	800.0	EUR	LT2	5,00% ¹⁷	07/06/2020	07/06/2015	270.0	A1/A/A+	A2/A-/A
29-jun-10	Caja España	100.0	EUR	LT2	3,50% ¹⁸	29/06/2020	29/06/2015	448.0	Baa1/NR/BBB+	Baa2/NR/BBB

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

2. Spread calculado 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%.

14. Trimestral, durante el primer año. Desde el 2º al 5º año, Euribor 3m + 280 pb. A partir del 6º año, Euribor 3m + 290 pb.

15. Trimestral, durante los dos primeros años. Desde el 3º al 5º año, Euribor 3m + 500 pb. A partir del 6º año, Euribor 3m + 550 pb.

16. Trimestral, durante los cinco primeros años. Desde el 6º al 10º año, Euribor 3m + 182 pb. Precio de emisión igual a 84,686%. Operación de canje.

17. Trimestral, durante los dos primeros años. Desde el 3º al 10º año, Euribor 3m + 200 pb con techo en el 5%.

18. Trimestral, durante los cinco primeros años. Desde el 6º al 10º año, Euribor 3m + 50 pb. Precio de emisión igual a 74,785%. Operación de canje.

3.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación

A pesar de haber experimentado algún frenazo coincidiendo con un fuerte repunte de los spreads soberanos en la UME, el segmento de emisiones de deuda senior en formato mayorista ha mostrado una actividad mucho más intensa en los últimos doce meses.

En la tabla 4 se reflejan los niveles de spread de colocación en primario y el nivel actual indicativo en el mercado secundario a finales de junio de 2011, para una selección de emisiones con distintas calificaciones crediticias realizadas desde junio de 2010. Las fuentes utilizadas son Bloomberg y los documentos enviados por los colocadores.

Entre bancos y cajas de ahorros españolas la actividad en el mercado mayorista de deuda senior –y en otros segmentos como la deuda avalada por el Estado o las emisiones de cédulas hipotecarias- ha sido también relevante, aunque marcada por periodos de emisión intensos –las denominadas “ventanas de emisión”- seguidos por periodos de casi total ausencia de emisiones que han durado meses. En la tabla 5 se ofrece un resumen de las emisiones realizadas en los últimos 12 meses.

*Tabla 4: emisiones recientes en el mercado mayorista de deuda Senior en EUR
(spreads a 27/06/11)*

Fecha	Emisor	Vol ¹	Divisa	Cupón	Vencimiento	Rating ²	Spread vs swaps	
							Emisión	Actual
22-jun-10	Standard Chartered	1,250	EUR	3.625%	15/12/2015	A3/A/A+	145	87
7-jul-10	BPCE	750	EUR	3.750%	21/07/2017	Aa3/A+/A+	130	101
8-jul-10	RBS	1,250	EUR	4.875%	15/07/2015	Aa3/A+/AA-	280	199
28-jul-10	BBVA	1,250	EUR	3.875%	06/08/2015	Aa2/AA/AA-	170	236
29-jul-10	Santander	1,500	EUR	3.5%	12/08/2014	Aa2/AA/AA	160	209
29-jul-10	Bank of America	2,000	EUR	4.625%	07/08/2017	A2/A/A+	213	214
3-ago-10	Morgan Stanley	1,500	EUR	5.375%	10/08/2020	A2/A/A	250	237
8-sep-10	Banesto	500	EUR	3.000%	17/09/2012	Aa3/AA/AA	170	135
8-sep-10	SBAB	750	EUR	3mE+60 pb	16/09/2013	A1/A+/NR	65	55
9-sep-10	BNP Paribas	1,000	EUR	3mE+42 pb	16/09/2013	Aa2/AA/AA-	42	49
9-sep-10	BNP Paribas	500	EUR	2.625%	16/09/2016	Aa2/AA/AA-	65	64
10-sep-10	Societe Generale	1,000	EUR	3.125%	21/09/2017	Aa2/A+/A+	93	122
14-sep-10	ING	1,500	EUR	2.250%	23/09/2013	Aa3/A+/A+	80	40
16-sep-10	Banca Popolare de Milano	750	EUR	3mE+120 pb	24/09/2012	A1/A-/A-	123	155
20-sep-10	Santander	1,000	EUR	4.125%	04/10/2017	Aa2/AA/AA	175	228
21-sep-10	Credit Suisse	1,750	EUR	2.875%	24/07/2015	Aa1/A+/AA-	92	80
27-sep-10	ABN Amro	1,000	EUR	3mE+97 pb	15/01/2013	Aa3/A/A+	95	58
27-sep-10	ABN Amro	1,000	EUR	3.625%	06/10/2017	Aa3/A/A+	137	148
18-oct-10	Santander	500	EUR	3mE+145 pb	27/10/2013	Aa2/AA/AA	145	211
26-oct-10	Westpac	650	EUR	3mE+45 pb	29/10/2013	Aa1/AA/NR	47	36
27-oct-10	Nykredit Bank	500	EUR	3.500%	04/11/2015	A1/A+/A+	135	140
5-nov-10	La Caixa	1,000	EUR	3.750%	05/11/2013	Aa2/AA-/A+	200	197
25-ene-11	Intesa Sanpaolo	1,500	EUR	3.250%	01/02/2013	Aa2/A+/AA-	140	139
25-ene-11	SBAB	1,250	EUR	3mE+58 pb	01/02/2013	A1/A+/NR	55	46
2-feb-11	Nordea Bank	2,000	EUR	3mE+40 pb	11/02/2013	Aa2/AA-/AA-	45	34
2-feb-11	Nordea Bank	1,000	EUR	3.625%	11/02/2016	Aa2/AA-/AA-	80	69
7-feb-11	Deutsche Bank	2,000	EUR	3mE+40 pb	14/02/2013	Aa3/A-/AA-	45	35
15-feb-11	Santander	1,750	EUR	3.750%	28/03/2013	Aa2/AA/AA	173	184
21-feb-11	Societe Generale	1,250	EUR	4.750%	02/03/2021	Aa2/A+/A+	135	142
22-feb-11	Raiffesen Bank	1,000	EUR	3mE+90 pb	04/03/2013	A1/A/A	95	75
23-feb-11	Abbey National	1,000	EUR	4.125%	03/03/2014	Aa3/AA/AA-	180	164
7-mar-11	BBVA	1,750	EUR	4.000%	22/03/2013	Aa2/AA/AA-	180	192
4-abr-11	BBVA	500	EUR	4.875%	15/04/2016	Aa2/AA/AA-	180	242
5-abr-11	B. Popular	500	EUR	4.625%	19/04/2013	A2/A/NR	240	226
6-abr-11	Santander	1,500	EUR	3mE+145 pb	19/04/2013	Aa2/AA/AA	145	202
3-may-11	Santander	1,000	EUR	4.500%	18/05/2015	Aa2/AA/AA	175	230
3-may-11	Intesa Sanpaolo	2,000	EUR	3mE+110 pb	12/05/2014	Aa2/A+/AA-	117	191
7-jun-11	Mediocredito	200	EUR	3mE+210 pb	20/06/2013	A-/NR/NR	220	n.d.

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

2. En fecha de emisión, por este orden, Moody's, S&P y Fitch

Tabla 5: emisiones recientes por parte de entidades financieras españolas en el mercado mayorista (spreads a 27/06/11)

Fecha	Entidad	Colateral	Cantidad (mill. EUR)	Cupón (%) y		Diferenciales en pb (*)	
				Referencia	Vencimiento	M. primario	M. secundario
26-jul-10	BBVA	CH	2.000	3,500	26/07/2013	195	173
6-ago-10	BBVA	SNR	1.250	3,875	06/08/2015	170	238
8-ago-10	Santander	SNR	1.500	3,500	08/08/2014	160	211
7-sep-10	Banesto	CH	600	3,625	07/09/2015	190	229
10-sep-10	B. Sabadell	CH	1.000	3,250	10/09/2012	210	157
10-sep-10	BBVA	SNR	1.000	2,750	10/09/2012	155	128
13-sep-10	B.Popular	CH	700	3,500	13/09/2013	215	207
14-sep-10	Caja Madrid	CH	1.250	3,500	14/03/2013	220	181
16-sep-10	La Caixa	CH	1.000	3,125	16/09/2013	175	181
20-sep-10	Santander	SNR	1.000	2,875	20/09/2013	145	190
17-sep-10	Banesto	SNR	500	3,000	17/09/2012	170	135
17-sep-10	Caja Madrid	CH	1.750	3,500	13/11/2014	240	233
23-sep-10	Bankinter	CH	750	3,750	23/09/2013	225	207
24-sep-10	B. Pastor	CH	500	3,625	24/09/2012	230	394
28-sep-10	BBK	SNR	471	4,380	28/09/2015	240	215
30-sep-10	B. Popular	CH	1.750	4,250	30/09/2015	240	238
4-oct-10	Santander	SNR	1.000	4,125	04/10/2017	175	230
14-oct-10	Unicaja	CH	750	4,375	14/10/2015	250	283
30-oct-10	Bancaja	CH	350	3,000	15/04/2013	260	279
5-nov-10	La Caixa	SNR	1.000	3,750	05/11/2013	200	197
5-nov-10	Kutxa	CH	700	4,375	05/11/2014	245	238
21-nov-10	Cajamurcia	GGB	500	4,000	21/11/2013	210	270
4-ene-11	BBVA	CH	1.500	4,125	13/01/2014	225	194
5-ene-11	Santander	CH	1.000	4,625	20/01/2016	225	203
9-ene-11	BBVA	SNR	130	4,875	23/01/2014	n.d.	200
14-ene-11	Bankinter	CH	500	4,875	21/01/2013	310	167
26-ene-11	B. Popular	CH	650	4,500	04/02/2013	270	171
26-ene-11	B. Popular	CH	350	4,500	04/02/2013	247	171
2-feb-11	BBVA	CH	2.000	4,750	10/02/2016	200	210
3-feb-11	B. Sabadell	CH	1.200	4,500	11/02/2013	260	180
10-feb-11	La Caixa	CH	2.000	5,000	22/02/2016	220	259
15-feb-11	Santander	SNR	1.750	3,750	28/02/2013	173	185
17-feb-11	Cajastur	GGB	850	4,500	24/02/2014	226	265
28-feb-11	Santander	CH	2.000	4,375	16/03/2015	180	197
4-mar-11	Bankinter	CH	400	3,250	13/11/2014	265	240
7-mar-11	BBVA	SNR	1.750	4,000	22/03/2013	180	192
8-mar-11	La Caixa	CH	1.250	4,750	18/03/2015	200	238
9-mar-11	Unicaja	CH	500	5,500	23/03/2016	250	275
21-mar-11	BBVA	CH	2.000	4,250	30/03/2015	155	212
21-mar-11	Banesto	CH	600	4,675	30/03/2015	190	225
23-mar-11	Caja Madrid	CH	750	4,875	31/03/2014	240	290
23-mar-11	BBVA	SNR	500	E3m+142	22/01/2013	155	136
23-mar-11	Santander	SNR	1.000	4,250	07/04/2014	175	210
30-mar-11	Caja Madrid	GGB	1.250	5,250	07/04/2016	n.d.	314
31-mar-11	Kutxa	CH	600	5,125	08/04/2015	n.d.	259
4-abr-11	BBVA	SNR	500	4,875	15/04/2016	180	243
5-abr-11	B. Popular	SNR	500	4,625	19/04/2013	240	228
6-abr-11	Santander	SNR	1.500	E3m+145	19/04/2013	145	204
12-abr-11	La Caixa	CH	1.250	5,125	27/04/2016	195	260
3-may-11	Santander	SNR	1.000	4,500	18/05/2015	175	231
4-may-11	Caja Madrid	GGB	440	5,250	07/04/2016	105	316
11-may-11	BBVA	SNR	426	L3m+212,5	16/05/2014	n.d.	235
11-may-11	BBVA	SNR	709	3,250	16/05/2014	n.d.	248
16-may-11	Vital Caja	CH	200	4,500	23/05/2013	230	n.d.

Por último, la actividad emisora de instrumentos *Tier I* en los mercados de capitales internacionales durante los últimos doce meses, ya sea bajo la estructura típicamente vigente hasta finales de 2009 o con cambios que suponen una mayor subordinación (en línea con las recomendaciones, propuestas, cambios de criterio y cambios normativos introducidos por diversos organismos supranacionales, reguladores, supervisores -CEBS, CE, BIS, IASB, IFRS- así como los cambios de criterios de las agencias de rating) ha sido también bastante limitada, y desde el tercer trimestre de 2010, prácticamente inexistente.

Apenas se han realizado más de dos docenas de emisiones de participaciones preferentes *Tier I*, de las que en la tabla 6 se recogen las más relevantes denominadas en euros. Las fuentes utilizadas son Bloomberg y los propios documentos de publicidad enviados por los colocadores –también denominados análisis “post-mortem”- de forma inmediatamente posterior a la emisión.

Aunque todavía contamos con pocos ejemplos de participaciones preferentes emitidas con estructuras y condiciones acordes con los cambios comentados anteriormente, podemos comprobar –a partir de la información de la tabla 6- cómo en los casos concretos de las emisiones de Intesa Sanpaolo (con fechas 30/09/09 y 23/09/10) y UniCredit (24/11/09 y 14/07/10), donde sí existe este tipo de diferencias en las condiciones de la emisión, que se produce una diferencia de cotización entre los spreads vs swaps calculados a vencimiento de entre el 13,7% y el 19,8% (es decir, un multiplicador de entre 1,14x y 1,20x frente a las emisiones “viejas”) tomando cotizaciones de finales de junio de 2011. Es destacable que los multiplicadores entre ambos tipos de emisiones se han mantenido prácticamente constantes desde la fecha de emisión de las emisiones *Tier I* “nuevas”.

Tabla 6: emisiones recientes de deuda subordinada *Tier I* denominadas en EUR, en el mercado mayorista (spreads a 20 de junio de 2011)

Fecha	Emisor	Características de la emisión			Spread ³		Ratings ⁴	
		Volumen	Cupón inicial	Cupón posterior	Call	Vencimiento	Emisor	Emisión
26-ago-09	Deutsche Bank	1.250 M EUR	9,500% ⁸	-	mar-15	5.13	Aa3/A+/AA-	Baa2/A/BBB+
26-ago-09	Societe Generale	1.000 M EUR	9,375% ⁹	Euribor 3m + 690,1 pb ¹⁰	ago-19	6.51	Aa2/A+/A+	Baa2/BBB+/BBB
24-sep-09	Skandinaviska Er	500 M EUR	9,250% ¹⁵	IRS a 5 años + 640 pb ¹⁶	mar-15	5.65	A1/A/A+	Ba2/BBB-/A-
30-sep-09	Intesa Sanpaolo	1.500 M EUR	8,375% ¹⁸	Euribor 3m + 687,1 pb ¹⁹	oct-19	5.76	Aa2/A+/AA-	Baa1/BBB+/A
14-oct-09	BPCE	750 M EUR	9,250% ²⁴	-	abr-15	5.28	Aa3/A+/A+	Baa3/BBB-/BBB-
24-nov-09	UniCredit	750 M EUR	8,125% ²⁵	Libor EUR 3m + 665 pb ²⁷	dic-19	5.78	Aa3/A/A	Baa3/BBB/BBB
10-mar-10	BPCE	1.000 M EUR	9,000% ²⁸	Euribor 12m + 653,3 pb ²⁹	mar-15	6.75	Aa3/A+/A+	Baa3/BBB-/BBB-
14-jul-10	UniCredit	500 M EUR	9,375% ³⁰	-	jul-20	6.57	Aa3/A/A	Baa3/BBB/BBB
23-sep-10	Intesa Sanpaolo	1.000 M EUR	9,500% ³²	IRS a 5 años + 757 pb ³³	jun-16	6.90	Aa2/A+/AA-	Baa1/BBB+/A

3. Spread vs tipos swap, en pb.

4. Moody's, S&P y Fitch, a fecha de realización del informe

8. Cupón fijo a perpetuidad.

9. Hasta la primera fecha de Call.

10. A partir de la fecha de 1ª call.

15. Hasta la primera fecha de Call.

16. Desde la call y a perpetuidad.

18. Hasta la primera fecha de Call.

19. Desde la call y a perpetuidad.

24. Cupón fijo a perpetuidad.

26. Hasta la primera fecha de Call.

27. Desde la call y a perpetuidad.

28. Hasta la primera fecha de Call.

29. A partir de la fecha de 1ª call. Después del año 10, Euribor 12m + 853,3 pb

30. Hasta el 10º año. Después step-up de 100 pb

32. Hasta la primera fecha de Call.

33. Desde la call y a perpetuidad con reseteo del tipo IRS cada 5 años

Por otro lado, en el mercado doméstico nacional apenas ha registrado emisiones de participaciones preferentes destinadas a inversores minoristas. La última se corresponde con la emisión de preferentes realizada por Banca Cívica, registrada en la CNMV el día 19 de enero de 2011. En la tabla 7 siguiente se recogen las emisiones de participaciones preferentes colocadas desde finales de 2008 por parte de bancos y cajas españoles en el mercado minorista. A diferencia de en el caso de las emisiones mayoristas, en la tabla 7 se recoge sólo el nivel de spreads en emisión (ya sea a la 1ª call o a vencimiento), debido a que estas emisiones son completamente ilíquidas actualmente (y desde el momento de su emisión).

Tabla 7: emisiones recientes de deuda subordinada Tier I denominadas en EUR, en el mercado doméstico español minorista

Fecha ¹	Emisor	Vol (Millones €)	Características de la emisión		Fecha Call	Spread ²		Ratings ^B
			Cupón inicial	Cupón posterior		1ª Call	Vencimiento	
10-dic-08	BBVA	1,000	6,50%	EUR3m; floor en 3,50%	dic-13	203	175	Aa1/AA/AA-
29-ene-09	Banco Sabadell	500	6,50%	EUR3m + 2,50%; floor en 4,50%	feb-14	349	317	Aa3/A+/NR
3-feb-09	Banco Popular	600	6,75%	EUR3m + 1,50%; floor en 4,00%	mar-14	408	303	Aa2/AA-/AA
5-mar-09	Caixa Galicia	150	7,50%	EUR3m + 5,15%; floor en 6,15%	may-14	508	527	A2/NR/A
18-mar-09	Caja Murcia	100		EUR3m + 4,45%; floor en 5,50%	abr-14	451	468	NR/NR/A+
18-mar-09	Caja Duero	100		EUR3m + 7,75%	may-14	775	775	A2/NR/NR
24-mar-09	Banco Pastor	100	7,25%	EUR3m + 4,60%; floor en 6,80%	abr-14	497	509	A2/NR/NR
3-abr-09	Caja España	100	8,25%	EUR3m + 7,25%	may-14	606	676	A3/NR/A-
16-abr-09	Caja Cantabria	63		EUR3m + 6,75%	jun-14	675	675	A3/NR/A-
12-may-09	Caja Canarias	50	7,00%	EUR3m + 5,85%; floor en 6,00%	ago-14	559	584	NR/NR/A
19-may-09	Caixa Nova	130		EUR3m + 6,35%; floor en 7,40%	jun-14	641	651	A1/NR/A-
21-may-09	La Caixa	1.500 / 2.000	6,00%	EUR3m + 3,50%	jun-14	386	361	Aa1/AA-/AA-
21-may-09	Caja Madrid	1.500 / 3.000	7,00%	EUR3m + 4,75%	jul-14	440	463	Aa3/A/A+
28-may-09	Banesto	250 / 500	6,00%	5,00% ²¹ y EUR3m + 2,30% floor en 4,00%	jun-14	304	282	Aa2/AA/AA
10-jun-09	Santander	2,000	5,75%	4,75% ²⁴ y EUR3m + 2,20% ²⁵	jun-14	277	236	Aa1/AA/AA
10-jun-09	CAM	450 / 850	7,35%	EUR3m + 7,15% ²⁷	sep-14	584	606	A2/NR/A-
25-jun-09	Insular Canarias	30	8,00%	EUR3m + 7,15% ²⁹	sep-14	697	707	Baa1/NR/NR
28-jul-09	Caixa Penedés	150 / 250	7,25%	EUR3m + 5,95%; floor en el 7,00% ³¹	sep-14	598	611	NR/NR/A-
30-jul-09	CajaSol	250,0	7,25%	EUR3m + 6,10%; floor en el 7,00% ³³	sep-14	578	611	NR/NR/A-
27-ago-09	Caja Navarra	100,0	8,00%	EUR3m + 5,00%; floor en el 6,50% ³⁵	oct-14	510	525	NR/NR/A
19-ene-11	Banca Cívica	175,0	8,65%	EUR3m + 6,74% ³⁶	feb-16	676	675	NR/NR/A-

1. Registro de los valores en CNMV

2. Spread sobre el tipo swap, en pb

3. Hasta la primera fecha de Call

4. Los dos primeros años

5. Desde el tercer año a perpetuidad

6. Hasta la primera fecha de Call

7. Desde el 5º año a perpetuidad

8. Moody's, S&P y Fitch, en fecha de emisión

9. Hasta 18 de mayo de 2012

10. Floor actúa a partir del sexto año.

11. Floor aplicable a partir de JUN09

12. Cupón flotante a perpetuidad

13. Durante los años 1º a 3º

14. Floor a partir del 3º año

15. A partir del 4º año

16. Los dos primeros años

17. A partir del 2º año y a perpetuidad

18. Cupón flotante a perpetuidad

19. A partir del 3º año

20. A partir del 6º año

21. Primer año

22. Segundo año

23. Primer año

24. Segundo año

25. A partir del 3º año

26. Los dos primeros años

27. Desde el tercer año a perpetuidad

28. hasta 30 de septiembre de 2010

29. A partir del 2º año y a perpetuidad

30. Primer año

31. A partir del 2º año y a perpetuidad

32. Los dos primeros años

33. Desde el tercer año a perpetuidad

32. Los dos primeros años

33. Desde el tercer año a perpetuidad

34. Los cinco primeros años

3.2. Niveles indicativos de cotizaciones en mercado secundario

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

Las condiciones actuales de liquidez en los mercados de capitales –medidas por las horquillas de cotización entre precios de oferta y demanda– son, pese a distar mucho de la situación previa al verano de 2007, bastante mejores que las vigentes durante los



primeros seis meses del ejercicio 2009 (máximos de spread, en general, para todas las clases de instrumentos de deuda de emisores financieros en euros). Esta mejora ha sido paralela a una progresiva recuperación del apetito inversor por casi cualquier instrumento de deuda bancaria –con aún diferencias importantes según qué jurisdicción– que se ha traducido en una reducción de diferenciales de crédito significativa.

3.2.1 Niveles de spreads a la call para deuda subordinada Lower Tier II proporcionados por los índices SUSI de JP Morgan.

En los gráficos 1 a 3, se puede observar la evolución de los diferenciales frente a swaps para emisiones de deuda bancaria con distinta prelación hasta 1 de julio de 2011. La fuente de dichos gráficos son los índices SUSI de JP Morgan (*Subordinated Securities Indices*).

Hay que tener en cuenta que los índices de JP Morgan proporcionan spread vs swaps -tanto para el índice 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 y 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).

Las condiciones actuales de mercado secundario en deuda subordinada y preferente del sector bancario siguen reflejando la permanencia de una cierta expectativa de probabilidad de no ejercicio de la opción de amortización anticipada, frente a la situación previa al verano de 2008, cuando la práctica generalizada era ejercitar "siempre" dicha opción. Ello introduce una cierta distorsión a la hora de medir correctamente el riesgo de crédito de emisiones con opción de amortización anticipada.

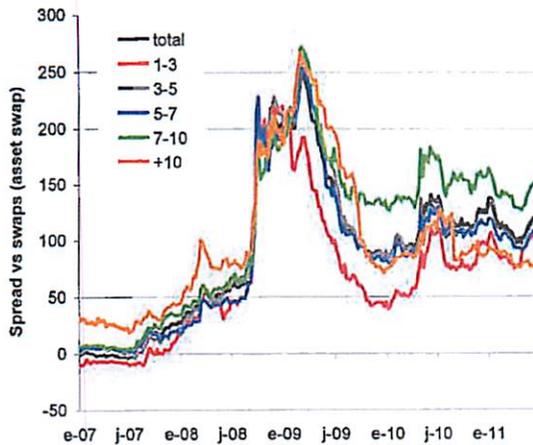
Hay que decir, no obstante, que esta distorsión es actualmente muy inferior a la existente durante gran parte de 2008 y 2009. El mejor reflejo de que se ha recuperado la expectativa de elevada probabilidad de amortización anticipada es la convergencia de los spreads a la call para emisiones con ejercicio de la misma en distintos plazos (como puede comprobarse en los gráficos 2 y 3).

A pesar de que este último hecho permitiría, sin cometer un error demasiado elevado, utilizar como los spreads calculados a la call como "proxy" para los spreads calculados a vencimiento, a la hora de determinar los niveles razonables de spreads para valorar la emisión de deuda subordinada objeto de este informe, trataremos de extraer información de spreads a vencimiento de emisiones de deuda subordinada.



Gráfico 1: spread vs swaps (pb) a vencimiento de deuda financiera senior (asset swap, JP Morgan SUSI indices)

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



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

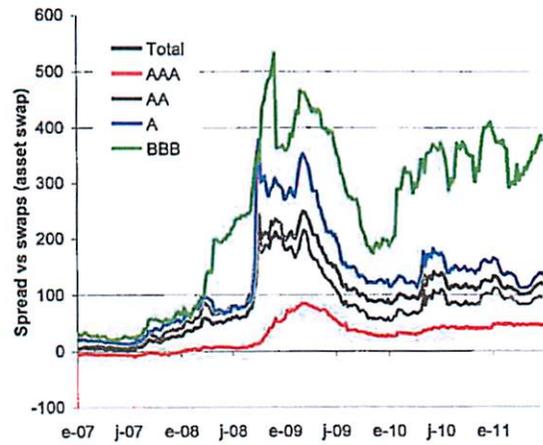
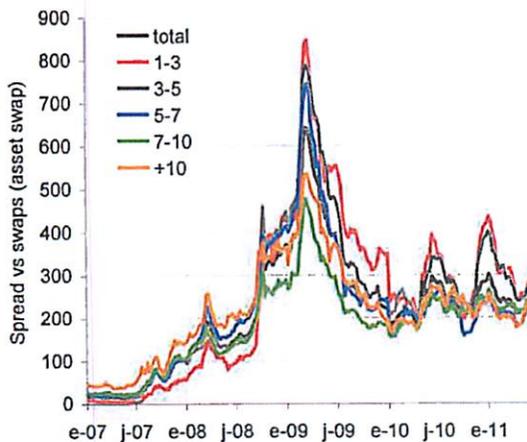


Gráfico 2: spread vs swaps (pb) calculado a la call para deuda financiera Lower Tier II (asset swap, JP Morgan SUSI indices)

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



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

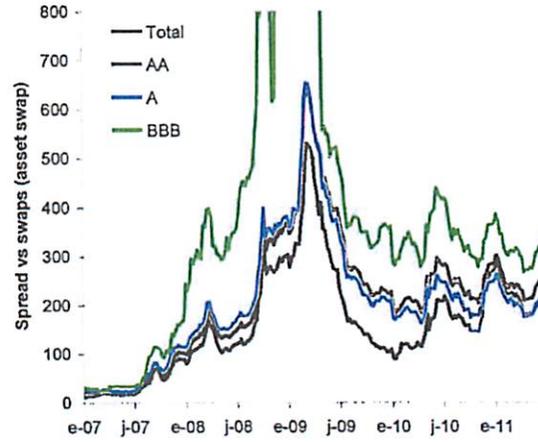
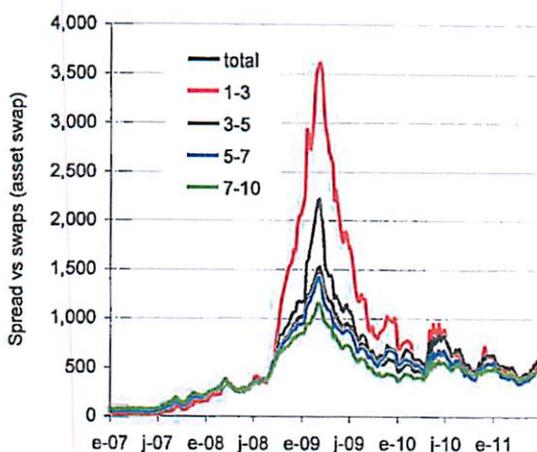


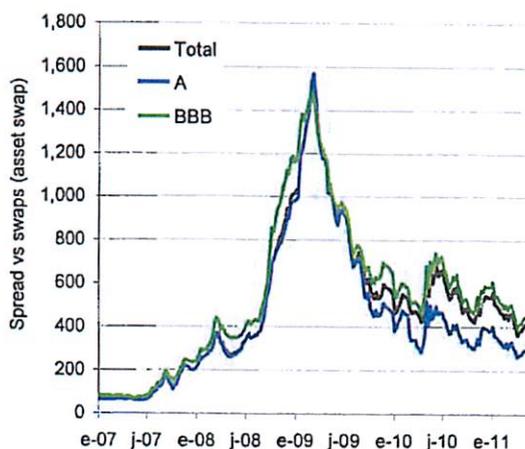


Gráfico 3: spread vs swaps (pb) calculado a la call para deuda financiera Tier I (asset swap, Fuente: JP Morgan SUSI indices)

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



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



Del gráfico 2 se desprende que el nivel promedio de spread vs swaps a la 1ª call para deuda subordinada en euros con rating genérico A (que comprende desde A+ a A-) se encuentra en el entorno de los 220pb a 1 de julio de 2011. Como se ha comentado antes, este nivel es una "proxy" para el spread vs swap calculado a vencimiento/perpetuidad.

Cabe hacer dos puntualizaciones respecto a éste análisis, de cara a su aplicabilidad a la emisión objeto de este informe:

- o Los diferenciales frente a swaps de los índices SUSI de JP Morgan se calculan a la primera call (y a pesar de que la mejora de condiciones de mercado y los cambios regulatorios han reducido de forma importante la percepción del mercado acerca de la probabilidad de no ejercicio de la call y por tanto la diferencia entre el spread vs swaps calculado a 1ª call o a vencimiento se ha minimizado).
- o Estos índices no ofrecen información acerca de la mayor o menor penalización a la que están sometidas, en un momento del tiempo determinado, jurisdicciones concretas. En concreto, para el caso de emisores españoles existe una penalización en forma de mayores spreads vs swaps, independientemente de su orden de prelación. Este diferencial refleja, en buena medida, el mucho mayor riesgo soberano de España frente a otros países de la UME y, además, el riesgo específico diferencial que pueda asociar el mercado al sistema financiero español y/o a entidades concretas.

Por tanto, en el siguiente punto procedemos a calcular curvas genéricas de spread vs swaps por rating a vencimiento de distintas emisiones de deuda bancaria (senior, subordinada y participaciones preferentes), para el agregado de emisiones europeas excepto emisores españoles y, por otro lado, para emisiones realizadas sólo por emisores españoles.



3.2.2 Curvas genéricas de spread vs swaps a vencimiento por rating para deuda bancaria denominada en euros (genérica y de emisores españoles).

Estas curvas son calculadas³ por Afi de manera recurrente, a partir de las emisiones que integran los índices de renta fija de Merrill Lynch⁴. Los resultados para las curvas senior, Lower Tier II y Tier I a nivel europeo y nacional, a 1 de julio de 2011, se resumen en las siguientes tablas:

Tablas 8 y 9: Spreads vs swaps a vencimiento para deuda bancaria EUR (Afi)

Tabla 8: spread por tipo de deuda, España Tabla 9: spread por tipo de deuda, ex Esp.

España ¹	01/07/2011		
	Senior 5y	LT2 7 y	Tier 1
AAA	1.56%	2.20%	2.73%
AA+	1.92%	2.53%	3.09%
AA	2.35%	2.91%	3.49%
AA-	2.63%	3.34%	3.94%
A+	2.93%	3.84%	4.46%
A	3.28%	4.41%	5.04%
A-	3.66%	5.06%	5.69%
BBB+	4.09%	5.82%	6.43%
BBB	4.57%	6.68%	7.27%

(1) Rating de emisor o deuda senior

Europa ¹	01/07/2011				
	Senior 5y	Senior 10y	LT2 5y	LT2 10y	Tier 1
AAA	0.21%	0.62%	1.17%	1.32%	2.06%
AA+	0.46%	0.73%	1.35%	1.51%	2.33%
AA	0.71%	0.90%	1.55%	1.74%	2.63%
AA-	0.93%	1.10%	1.78%	2.00%	2.93%
A+	1.16%	1.35%	2.04%	2.29%	3.22%
A	1.51%	1.65%	2.43%	2.64%	3.51%
A-	1.86%	2.03%	2.79%	3.03%	3.86%
BBB+	2.28%	2.49%	3.21%	3.48%	4.37%
BBB	2.79%	3.05%	3.69%	4.00%	4.93%

(1) Rating de emisor o deuda senior

Como puede observarse en las tablas anteriores, se deduce la existencia de un coste diferencial muy relevante -a similar orden de prelación- entre las curvas calibradas con emisiones españolas vs aquellas calculadas con emisiones del resto de países europeos. En el caso concreto de emisiones senior, Lower Tier II y Tier I de emisores con rating genérico "A" (como es el caso de Banco Popular) los multiplicadores a 1 de julio de 2011 se sitúan, respectivamente, en 2,2x, 1,7x⁵ y 1,4x por encima de aquellos de emisores europeos.

³ El proceso es el siguiente:

- Obtención de cotizaciones de precio 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 como los de Merrill Lynch.
- Cálculo, para ambos conjuntos de cotizaciones -Bloomberg y Merrill Lynch- del spread vs swaps a vencimiento para cada instrumento. Ello se realiza vía comparación de las TIR obtenidas en el punto anterior -a través de las cotizaciones- y el tipo swap interpolado al vencimiento del instrumento, o a 50 años para el caso de las participaciones preferentes.
- Agrupación de los instrumentos por escalón de rating y por plazo, depuramiento de datos considerados *outliers* y cálculo de medianas de spreads vs swaps para cada grupo de instrumentos (rating y plazo) considerado representativo y para cada fuente de cotizaciones.
- Construcción de curvas completas de spread por rating para cada plazo -excepto para participaciones preferentes, para las que calculamos Spreads a perpetuidad-, a partir de los grupos de instrumentos considerados representativos, mediante la aplicación de multiplicadores de salto de spreads entre categorías adyacentes. Para ver el detalle de los multiplicadores aplicados, ver el anexo.

⁴ Se utilizan las emisiones realizadas por bancos contenidas en el índice EMU0 y HE00, y en concreto, aquellas emisiones "senior", "lower Tier II" y "Tier I". La composición de estos índices está disponible en Bloomberg.

⁵ Utilizando el promedio de spreads europeos para LT2 5 y 10 años vs la referencia LT2 7 años española.



Hay que añadir que, dados los niveles de liquidez actuales -lejos de condiciones normales u óptimas, aunque mejores que los existentes durante buena parte del año 2009, momento de máximo estrés en cotizaciones de deuda bancaria- el punto medio de spread vs swaps de las curvas calibradas por Afi se incluye en un rango amplio, que en ocasiones puede ser de un +/-10%.

De este análisis, y tomando la curva de Lower Tier II para emisiones españolas como referencia –que asume un salto de 1 escalones entre deuda senior y Lower Tier II-, el spread para una emisión de participaciones preferentes de una entidad financiera española con rating senior genérico A2/A/A genérico, y con un plazo de 7-10 años, se situaría en el entorno de los 420-460 pb.

3.2.3 Niveles de mercado secundario para emisiones de deuda realizadas por el propio emisor de los valores objeto de este informe:

En la tabla 10 recogemos las cotizaciones en el mercado secundario para emisiones de cédulas, deuda senior y subordinada Lower Tier II de Banco Popular a 1 de julio de 2010.

Tabla 10: Spreads vs swaps en mercado secundario para deuda bancaria de Banco Popular Español, S.A. (1/7/11)

Emisiones de Cédulas Hipotecarias

ISIN	Colateral	Cupón	Emisión	Vencimiento	Spread vs swaps (bid-ask)
ES0413790033	Covered	3,500	17-feb-09	17-feb-12	n.d.
ES0413790009	Covered	3,000	18-oct-05	18-oct-12	130 - 160
ES0413790124	Covered	4,500	26-ene-11	4-feb-13	160 - 190
ES0413790108	Covered	3,500	13-sep-10	13-sep-13	n.d.
ES0413790058	Covered	4,375	16-jun-09	16-jun-14	215 - 245
ES0413790116	Covered	4,250	30-sep-10	30-sep-15	230 - 250
ES0413790017	Covered	4,000	18-oct-06	18-oct-16	235 - 275
ES0413790074	Covered	4,125	9-abr-10	9-abr-18	240 - 270

(1) Referencia sintética calculada vía multiplicador de 1,020x sobre cédula con ISIN ES0413790074
Fuente: Bloomberg (pantallas YASQ, ALLQ)

Emisiones de deuda senior

ISIN	Colateral	Cupón	Emisión	Vencimiento	Spread vs swaps (bid-ask)
ES0357080144	Senior	E3m+7,5pb	8-feb-07	8-feb-12	200 - 220
XS0616481783	Senior	4,625	5-abr-11	19-abr-13	215 - 245

(2) Referencia sintética calculada vía multiplicador de 1,484x sobre cédula sintética vto jul21
Fuente: Bloomberg (pantallas YASQ, ALLQ)

Emisiones de deuda Lower Tier II

ISIN	Colateral	Cupón	Emisión	Vencimiento	Spread vs swaps (bid-ask)
ES0257080012	Lower Tier II	E3m+15pb	23-dic-05	23-dic-15	n.d.
ES0213790001	Lower Tier II	5,702	22-dic-09	22-dic-19	n.d.
XS0550098569	Lower Tier II	6,873	22-oct-10	22-oct-20	n.d.

(1) Referencia sintética a 10 años calculada vía multiplicador de 1,349x sobre deuda senior a 10 años.

Fuente: Bloomberg (pantallas YASQ, ALLQ)



Estos niveles consideramos que constituyen el mejor reflejo de las condiciones vigentes en los mercados mayoristas en la fecha de realización de este informe. Existen emisiones muy recientes de cédulas hipotecarias y deuda senior con cotización relativamente líquida. En el caso de la deuda subordinada Lower Tier II, no ha sido posible obtener cotizaciones lo suficientemente líquidas⁶ y representativas de una actividad de negociación mínimamente normal en el mercado mayorista.

En todo caso, puede comprobarse que, a pesar de los reducidos plazos residuales de las emisiones de deuda senior, una extrapolación de sus spreads vs swaps a plazos de 5 años (vía uso de los multiplicadores de pendiente existentes en la curva de cédulas hipotecarias) produce spreads vs swaps de magnitud similar a los calibrados por Afi para emisiones españolas del mismo orden de prelación y rating genérico de emisor.

- o Por ejemplo, aplicando el multiplicador de 1,61x existente entre los spreads vs swaps de las cédulas vencimiento FEB12 y OCT16 de Banco Popular, a la referencia senior vencimiento FEB12 del mismo emisor, se obtendría un spread para un hipotético bono senior vencimiento OCT16 de este emisor de 356 pb, algo superior pero cercano al spread (mid) de 328 pb calibrado por Afi para una emisión senior genérica de un emisor español con rating "A".
- o Por otro lado, aplicando a esta hipotética emisión senior genérica a 5 años de Banco Popular, el multiplicador existente entre las curvas Lower Tier II y senior calibradas por Afi para emisores españoles con rating de emisor genérico "A", situado en 1,34x⁷, obtendríamos un spread para una emisión Lower Tier II de Banco Popular como la que constituye el objeto de este informe, de 477 pb. Este nivel también se sitúa muy cercano a los 441 pb de spread genérico que ofrece la curva calibrada por Afi para deuda Lower Tier II de emisores españoles con rating de emisor genérico "A".

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

De los análisis anteriores se desprende la siguiente información y conclusiones:

- De la información contenida en los índices SUSI de JP Morgan (ver epígrafe 3.2.1) se desprende que el nivel promedio de spread vs swaps a la 1ª call –una

⁶ En las referencias de deuda Lower Tier II de Popular, con ISIN ES0213790001 y XS0550098569, tan sólo se ha encontrado un único contribuidor ejecutable en bloomberg (BBVA para la primera referencia, BKT para la segunda) y una serie histórica de cotizaciones en bloomberg que contiene ausencias de cotización en varias fechas recientes. Esta situación contrasta con la mayoría de emisiones de cédulas hipotecarias y deuda senior, donde en promedio existen 5 contribuidores ejecutables en bloomberg. En el caso de la referencia ES0257080012 no se han encontrado cotizaciones ejecutables. Afi considera necesario un mínimo de dos contribuidores ejecutables para considerar una cotización significativa, razón por la cual no se han considerado estas referencias. No obstante, y para reflejar toda la información disponible, las cotizaciones para las referencias ES0213790001 y XS0550098569 en los días cercanos a la fecha de valoración del instrumento (1 de julio de 2011) objeto de este informe, los spreads vs swaps a vencimiento cotizados se situaban en el entorno de los 480-520 pb.

⁷ Resultado de dividir el spread a deuda Lower Tier II entre el spread senior para un emisor con rating genérico "A", ambos de la tabla 8.



proxy para el spread vs swap calculado a vencimiento- para deuda subordinada en euros emitida por bancos europeos con rating genérico A (entre A+ a A-) se encuentra en el entorno de los 210pb a principios de julio de 2011.

- Las curvas genéricas de spread vs swaps a vencimiento calculadas por Afi (ver epígrafe 3.2.2) a partir de la información de mercado proporcionada por Bloomberg y Merrill Lynch arrojan niveles de spreads vs swaps a vencimiento en torno a 420-460 pb para emisiones genéricas de deuda subordinada Lower Tier II realizadas por un emisor español con rating de emisor A2/A/A, a principios de julio de 2011.
- El análisis de las cotizaciones de la deuda en circulación en mercados mayoristas de Banco Popular SA a principios de julio de 2011 (epígrafe 3.2.3.), arroja spreads vs swaps similares a los calculados por Afi para el caso de emisiones genéricas de emisores españoles con la misma calificación crediticia. En concreto, partiendo de cotizaciones de mercado para deuda senior y cédulas de Banco Popular, y aplicando multiplicadores genéricos para emisores españoles, llegamos a un spread vs swaps de 477 pb para una emisión de Lower Tier II similar a la que constituye el objeto de este informe.

En definitiva, en opinión de Afi un rango definido por niveles de spreads vs swaps a vencimiento entre 440 y 490 pb es una referencia razonable para una emisión de deuda subordinada Lower Tier II como la que constituye el objeto de este informe.



4. Conclusiones

En conclusión, el spread vs swaps para la emisión de Banco Popular SA objeto de este informe, si consideramos simplemente el "spread a vencimiento sin la call" (467 pb), se encontraría en nuestra opinión **dentro del rango "razonable" de spreads que definen los niveles promedio de spreads vs swaps a vencimiento para emisiones de naturaleza y calidad crediticia similar en mercados mayoristas** en el período de elaboración de este informe, y que se corresponde con la horquilla definida por 440 y 490pb.



5. Aclaraciones importantes y firma

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 11 de julio de 2010. El trabajo realizado no incluye la actualización del informe por hechos u otras circunstancias que pudieran producirse con posterioridad a la fecha de emisión del mismo.

Este documento no refleja ninguna opinión sobre la conveniencia de invertir en este instrumento ni sobre sus riesgos asociados. Asimismo, este documento es para uso interno de Banco Popular Español, S.A., 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: Ángel Moreno Caso

Socio- Analistas Financieros Internacionales



6. Anexo

6.1. Multiplicadores de rating y prelación utilizados para la calibración de las curvas genéricas de rating y plazo para los distintos tipos de deuda bancaria.

Multiplicadores de spreads vs swaps entre ratings adyacentes en base a series históricas de los índices SUSI de JP Morgan.

	Senior	Lower Tier II	Upper Tier II	Tier 1
Últimos 12m				
3 escalones *	2.024	1.279	1.344	1.364
1 escalón **	1.265	1.085	1.154	1.139
JUL07-hoy				
3 escalones *	1.892	1.460	1.295	1.288
1 escalón **	1.193	1.136	1.025	1.038
2001-HOY				
3 escalones *	1.988	1.505	1.407	1.346
1 escalón **	1.214	1.071	1.021	1.104

(*) Promedio de medianas para ambos saltos de rating en cada período

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