


- En el segundo párrafo del **Punto 33. Procedimiento de adjudicación y colocación de los valores**, donde dice:

"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 peticionarios de una provisión de fondos para asegurar el pago de las suscripciones, que será remunerada al **8%** nominal anual. "

debe decir:

"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 peticionarios de una provisión de fondos para asegurar el pago de las suscripciones, que será remunerada al **8,25%** nominal anual. "

Firmado en representación del emisor:

D. Santiago Armada  Martínez de Campos
Por poder.



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

Madrid, 23 de septiembre 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 2011-2" de Banco Popular Español, S.A..

Las citadas Condiciones Finales se corresponden en todos sus términos, con las que el 23 de septiembre 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 250.000.000 €
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 registrado el 10 de marzo de 2011, y deben leerse en conjunto con el mencionado Folleto así como con la información relativa al Emisor, contenida en el Documento de Registro elaborado según el Anexo I del Reglamento nº 809/2004 e inscrito en el registro oficial de la CNMV con fecha 20 de septiembre 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 Velázquez 34, 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 29 de agosto 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 2011-2.
 - Código ISIN: ES0213790027.
4. Divisa de la emisión: Euros.
5. Importe nominal y efectivo de la emisión:

Nominal: 150.000.000.-€ ampliable hasta 250.000.000.-€.
Efectivo: 150.000.000.-€ ampliable hasta 250.000.000.-€.
6. Importe nominal y efectivo de los valores:

Nominal unitario: 1.000.-€.
Precio de Emisión: 100%.
Efectivo inicial: 1.000.-€.
Número de valores: 150.000 ampliable hasta 250.000.
7. Fecha de emisión: 14 de octubre de 2011.
8. Tipo de interés: Fijo.
(Información adicional sobre el tipo de interés de valores los puede encontrar en el epígrafe 14 de las presentes Condiciones Finales)

9. Fecha de amortización final y sistema de amortización: 14 de octubre de 2021.

A la par al vencimiento.

10. Opciones de amortización anticipada:

• Para el emisor:

a) Amortización anticipada 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, es decir, a partir del 14 de octubre 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: 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: 8.25%
15. Tipo de interés variable: No aplicable.
16. Agente de cálculo: Banco Popular Español, S.A.
17. Procedimiento de publicación de los intereses: los intereses 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 14 de octubre de 2011.
20. Fechas de pago de los cupones: Los intereses se harán efectivos trimestralmente, los días 14 de enero, abril, julio y octubre de cada año, comenzando el día 14 de enero de 2012 y finalizando el 14 de octubre 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 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: 14 de octubre 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+ (provisional).

La agencia de calificación mencionada anteriormente viene desarrollando su actividad en la Unión Europea con anterioridad al 7 de junio de 2010 y ha solicitado su registro de acuerdo con lo previsto en el reglamento (CE) nº1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia.

- 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 14:00 del 11 de octubre 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: 14 de octubre 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 S.A. y Banco Popular Hipotecario, S.A.
38. Entidades Coordinadoras: No aplicable.
39. Entidades de Contrapartida y Liquidez: La liquidez de las Obligaciones Subordinadas 2011-2 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 Bankia S.A. y el Emisor, en virtud del cual, Bankia S.A 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 2011-2.
42. TAE, TIR para el tomador de los valores: 8,5087%.
43. Interés efectivo previsto para el emisor: 8,5115%.
Comisiones: Ninguna
Gastos CNMV: 4.500.-€, AIAF: 1.500.-€, Iberclear: 590.-€, Informes de valoración, notaría y abogados: 20.000.-€.

- 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 11.050 millones de euros. Considerando el importe de la presente emisión el programa tendrá un saldo disponible de 10.900 millones de euros para una emisión de 150 millones de euros o de 10.800 millones de euros para una emisión de 250 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 2011-2 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 29 de agosto 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 2011-2" 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 incorpora como anexo al presente documento el Anexo I con los informes de los expertos independientes, Intermoney Valora y AFI, ambos de fecha 23 de septiembre de 2011.

Firmado en representación del emisor:

D. Santiago Armada Martínez de Campos
Por poder.

D. Alberto Cabeza Pérez (El Comisario)

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

Madrid, 23 de septiembre 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



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

septiembre 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.....	14
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: Banco Popular Español, S.A.
- Garante: Banco Popular Español, S.A.
- Importe nominal de la emisión: 150,000,000 euros ampliables hasta 250,000,000 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: 8.25% 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
Santander	Aa2	*-	NEGATIVO	AA	-	NEGATIVO	AA	-	ESTABLE
BBVA	Aa2	*-	NEGATIVO	AA	-	NEGATIVO	AA-	-	ESTABLE
Banesto	A2	-	NEGATIVO	AA	-	NEGATIVO	AA	-	ESTABLE
La Caixa	A1	*-	-	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
Bankia	Baa2	-	NEGATIVO	A-	-	ESTABLE	A-	-	ESTABLE
Ibercaja	Baa1	-	NEGATIVO	A	-	NEGATIVO	-	-	-
Banco Guipuzcoano	-	-	-	-	-	-	A-	-	NEGATIVO
Bancaja	-	-	-	-	-	-	A-	-	-
BBK	Baa3	-	NEGATIVO	A	-	-	A	-	NEGATIVO
Cajastur	Baa2	*-	-	-	-	-	-	-	-
Banca Cívica	-	-	-	-	-	-	BBB+	-	ESTABLE
Caja Duero	Baa3	-	NEGATIVO	-	-	-	-	-	-
Caixa Galicia	Baa3	-	NEGATIVO	-	-	-	-	-	-
Banco de Valencia	Ba1	-	-	-	-	-	BB-	*-	-
Caixa Catalunya	Ba1	-	NEGATIVO	-	-	-	-	-	-
Banco Pastor	Ba1	-	NEGATIVO	-	-	-	-	-	-
CAM	Ba1	-	-	-	-	-	-	-	-

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 Bankia 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*
Banco Popular	ES0213790019	29/07/2011	29/07/21	150 M €	Cupón fijo anual 8% diez años; y cancelabilidad a partir 5º año	507 pb
Caja Madrid	ES0214950224	07/06/2010	07/06/2020	800 M €	Cupón fijo anual 5% 2 años; resto EUR3M+200pb con floor de 5% y cancelabilidad a partir 5º año	271 pb
La Caixa	ES0214970073	23/03/2010	30/03/2020	3000 M €	Cupón fijo anual 4.909% el primer año; resto EUR3M+100pb con floor de 3.941% y cap de 5.87% y cancelabilidad a partir 5º año	150 pb
Caja España	ES0215474240	23/02/2010	23/02/2020	98.68 M €	Cupón fijo anual 4.15% 5 años; resto EUR3M+182pb y cancelabilidad a partir de 5º año	375 pb
Caja Guadalajara	ES0214979181	30/12/2009	30/12/2019	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
Banco Gallego	ES0213051057	29/12/2009	29/12/2019	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
Caixanova	ES0214958136	16/12/2009	16/12/2019	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 Popular	ES0370412001	23/10/2009	23/10/2013	693 M €	Cupón fijo anual 7% primer año; resto EUR3M+400pb	450 pb
Caixa Terrasa	ES0214974117	29/09/2009	29/09/2019	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
Bankinter	ES0213679196	11/09/2009	11/09/2019	250 M €	Cupón fijo anual de 6.375%	300 pb
La Caja de Canarias	ES0214983142	02/09/2009	02/09/2019	21.125 M €	Cupón vble EUR3M+400pb a partir de 5º año cancelable con step-up de 50pb	425 pb
Caja Madrid	ES0214950216	15/07/2009	15/07/2015	250 M €	Cupón fijo anual de 5.116%	205 pb
Caja Duero	ES0214854038	30/06/2009	28/09/2019	200 M €	Cupón fijo anual 5.3% el primer trimestre; cupón vble EUR3M+410pb	430 pb
Sa Nostra	ES0214926034	30/06/2009	30/06/2019	60 M €	Cupón fijo anual 6% primer año; resto EUR3M+500pb y cancelabilidad a partir de 5º año	520 pb
Caja Navarra	ES0214965024	30/06/2009	30/06/2019	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
Caixa Penedes	ES0214966030	29/06/2009	29/06/2019	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

(*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*
Banca Cívica	ES0848873008	18/02/2011	Perpetua	200 M €	Cupón fijo anual 8.65% pagadero trimestral 4 años; resto EUR3M+674pb y cancelable a partir 5º año	673 pb
Caja Navarra	ES0114965009	16/12/2009	Perpetua	100 M €	Cupón fijo anual 8% pagadero trimestral 5 años; resto EUR3M+500pb con floor de 6.50% y cancelable	525 pb
Banco Guipuzcoano	ES0143561043	19/11/2009	Perpetua	50 M €	Cupón fijo anual 7.75% 3 años; resto EUR3M+635pb y cancelable a partir 5º año	625 pb
Caixa Laietana	ES0113251021	19/10/2009	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
Caixa Galicia	ES0112805041	15/10/2009	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
Cajasol	ES0128469022	02/10/2009	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 Penedes	ES0158672008	30/09/2009	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
CAM	ES0114607007	24/09/2009	Perpetua	850 M €	Cupón fijo anual 7.5% 2 años; resto EUR3M+590pb con floor de 6.80%	606 pb
CajaCanarias	ES0115009005	05/08/2009	Perpetua	67 M €	Cupón fijo anual 7% 2 años; resto EUR3M+585pb con floor de 6%	584 pb
Santander	XS0441528600	27/07/2009	Perpetua	125,7 M €	Cupón fijo anual 10.5% 5 años; resto EUR3M+764pb y cancelable	730 pb
Caja Madrid	ES0115373021	07/07/2009	Perpetua	3000 M €	Cupón fijo anual 7% 5 años; resto EUR3M+475pb y cancelable	465 pb
La Caja de Canarias	ES0156844054	30/06/2009	Perpetua	30 M €	Cupón fijo 8% pagadero trimestral 15 meses; resto EUR3M+715pb y cancelabilidad a partir de 5º año	705 pb
Santander	ES0175179078	30/06/2009	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 Caixa	ES0114970009	30/06/2009	Perpetua	1897 M €	Cupón fijo anual 5.87% 2 años; resto EUR3M+350pb y cancelabilidad a partir de 5º año	360 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 CDSs, 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 CDSs.

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*	Rating Emisión*	Fecha Emisión	Fecha Vencimiento	Spread implícito*	Estructura Pagos	Spread implícito
ES0213860051	Sabadell	A3/A-/A-	Baa1/A-/A-	26/04/10	26/04/20	500 M €	Cupón fijo anual 6.25%	549 pb
ES0213790001	Popular	A2/A-/A-	A3/BBB+/A-	22/12/09	22/12/19	336 M €	Cupón fijo anual 5.70% hasta 12/14; resto EUR3M+360pb con call	647 pb
ES0213679196	Bankinter	A2/A/_	A3/A/_	11/09/09	11/09/19	250 M €	Cupón fijo anual 6.375%	411 pb
XS0301810262	Santander	Aa2/AA/AA	Aa3/AA-/AA-	29/05/07	29/05/19	500 M €	Cupón fijo anual 4.75% hasta 05/14; resto EUR3M+80pb con call	371 pb
ES0213211099	BBVA	Aa2/AA/AA-	Aa3/AA-/A+	20/10/04	20/10/19	1000 M €	Cupón fijo anual 4.375% hasta 10/14; resto EUR3M+87pb con call	412 pb
XS0201169439	Santander	Aa2/AA/AA	Aa3/AA-/AA-	30/09/04	30/09/19	500 M €	Cupón fijo anual 4.5% hasta 09/14; resto EUR3M+86pb con call	396 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. Dicha tendencia se invierte durante el segundo semestre de 2011, llegándose a registrar niveles de rentabilidad exigida en mercado similares a aquellos alcanzados a finales del 2010.

Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

Respecto al nivel de la rentabilidad de la deuda subordinada a fecha del presente informe, tomando aquellas referencias con mayor liquidez y 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 480 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. Desde comienzos del segundo semestre de 2011, dichos índices han experimentado un fuerte crecimiento alcanzando sus niveles máximos actuales.

Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

A fecha 25 de agosto de 2011 los niveles se encuentran en **364** y **514 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.

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
XS0288613119	Banco Popular	A2/A-/A-	Ba2/BB/BBB-	06/03/2007	Cupón fijo 4.907% pagadero anual hasta 10 años, resto EUR3M+165pb trimestral
XS0267456084	Banco Sabadell	A3/A/A-	Ba3/BB+/BBB-	20/09/2006	Cupón fijo 5.234% pagadero anual hasta 10 años, resto EUR3M+217pb trimestral
XS0266971745	BBVA	Aa2/AA/AA-	Baa2/A-/A-	20/09/2006	Cupón fijo 4.952% pagadero anual hasta 10 años, resto EUR3M+195pb trimestral
XS0229864060	BBVA	Aa2/AA/AA-	Baa2/A-/A-	22/09/2005	Cupón fijo 3.798% pagadero anual hasta 10 años, resto EUR3M+165pb trimestral
XS0225590362	Banco Pastor	Ba1/_/_	B3/_/_	27/07/2005	Cupón fijo 4.564% pagadero anual hasta 10 años, resto EUR3M+217pb trimestral
XS0214965450	Bancaja	_/_/A-	Caa2/_/B-	23/03/2005	Cupón fijo 4.5% pagadero anual hasta 10 años, resto EUR3M+80pb trimestral
XS0206920141	Santander	Aa2/AA/AA	A2/A-/A+	10/12/2004	Cupón fijo 4.375% pagadero anual hasta 10 años, resto EUR3M+160pb trimestral
XS0205497778	Bancaja	_/_/A-	Ba2/_/B	16/11/2004	Cupón fijo 4.625% pagadero anual hasta 10 años, resto EUR3M+217pb trimestral
DE0009190702	Banco Popular	A2/A-/A-	Ba2/BB/BBB-	20/10/2003	Cupón fijo 6% 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. Desde principios de 2011, esta tendencia se invierte dando paso a una situación de mercado más relajada hasta comienzos de mayo 2011, fecha a partir de la cual comienza otra etapa de estrés en los mercados, registrándose en la actualidad los mayores niveles de rentabilidad del mercado.

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 **613 pb**.

Situación y evolución de los CDSs 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 swaps*. 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 CDSs 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

En el actual escenario de tensión de los mercados, los CDSs se han transformado en un instrumento especulativo, ampliamente utilizado para atacar a la deuda de los distintos emisores. Ello provoca que los valores registrados sean muy altos y volátiles, lo que impide considerarlos como indicadores directos de la probabilidad de insolvencia de un emisor.

Así ocurre con los CDSs de Banco Popular, cuya falta de liquidez les resta, además, representatividad. Los CDSs se sitúan en niveles muy superiores a los márgenes crediticios implícitos en las cotizaciones de sus títulos de deuda líquida.

Lo mismo ocurre en este periodo con los CDSs de la deuda soberana española. La convulsión que han experimentado los mercados, la menor liquidez y los movimientos especulativos del mes de agosto los han situado en máximos históricos. Como se observa en la gráfica a continuación, a fecha de elaboración del presente informe el CDS español se sitúa en 302 pb, habiendo alcanzado un máximo histórico de 346 pb el 4 de agosto.

Gráfico 4. Evolución CDS *Senior* 5 años del Reino de España



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 (480 pb) y superior (613 pb) a la emisión objeto de estudio.

Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

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 25 de agosto de 2011 arroja un resultado de 552 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 8.25% pagadero trimestral vencimiento 10 años con call 5º año	A2/A-/A-	25/08/2011	552 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 480 pb, en términos de *spread* implícito (*spread all-in* sobre 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 552 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 613 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 364 y 514 pb para calidades crediticias de A y BBB, respectivamente. Ambos niveles son inferiores a la rentabilidad ofrecida por la emisión de Banco Popular.

Informe de Emisión de Deuda Subordinada de Banco Popular

- El nivel de rentabilidad del CDS *Senior* del Reino de España se sitúa en 302 pb. La emisión objeto de análisis supera este mínimo 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 agosto y el 30 de agosto de 2011. La validez de sus resultados y conclusiones está circunscrita estrictamente a la información de mercado y a las emisiones existentes hasta el 25 de agosto de 2011.

Madrid, 23 de septiembre 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 2 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:

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

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

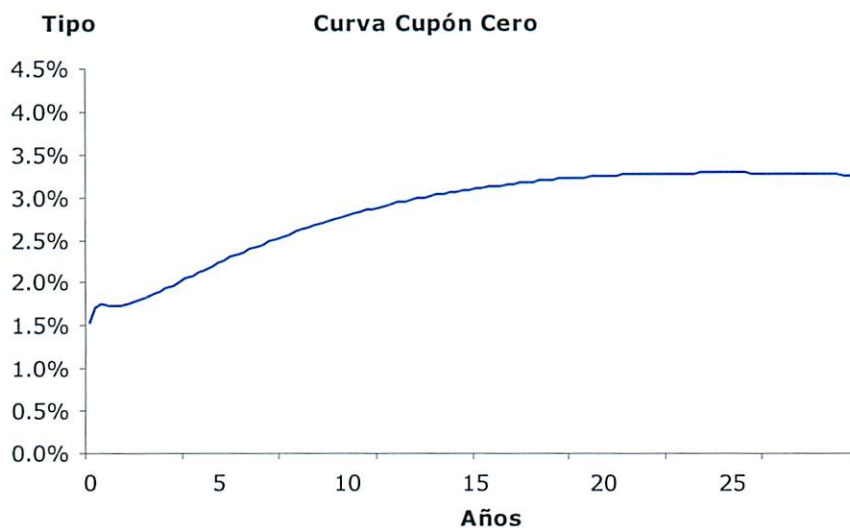
Anexo 2. Inputs de valoración

Fecha Valor: 25 de agosto 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	0.841%	2Y	1.527%
1W	1.031%	3Y	1.689%
1M	1.294%	4Y	1.918%
2M	1.359%	5Y	2.147%
3M	1.480%	6Y	2.345%
4M	1.547%	7Y	2.508%
5M	1.620%	8Y	2.638%
6M	1.707%	9Y	2.749%
9M	1.869%	10Y	2.848%
12M	2.053%	12Y	3.026%
		15Y	3.202%
		20Y	3.274%
		25Y	3.228%
		30Y	3.171%
		40Y	3.137%
		50Y	3.163%

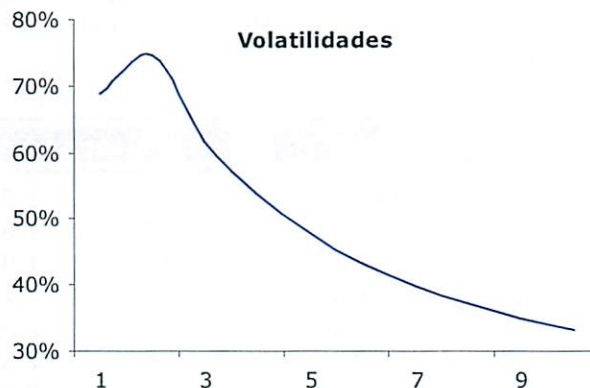
La estimación de la Curva Cupón Cero se obtiene mediante un ajuste por mínimos cuadrados ordinarios de las tasas de rendimiento teóricas a las observadas en el mercado. La curva resultante se observa gráficamente a continuación:



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	1.34%	68.70%
2	1.53%	74.60%
3	1.69%	61.50%
4	1.92%	53.90%
5	2.15%	47.80%
6	2.35%	43.10%
7	2.51%	39.70%
8	2.64%	37.10%
9	2.75%	35.00%
10	2.85%	33.30%



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

a	Sigma
0.19932	0.01614

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

23 de septiembre de 2011

Informe para



Afi

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



Índice

1. Introducción	3
2. 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
Matriz de volatilidades de swaptions	5
Curva de tipos de interés.....	6
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.....	15
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 calibración de las curvas genéricas de rating y plazo para 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 2ª 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** del informe acerca del instrumento a emitir (punto 2 del informe) incluye:

- 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 describe la metodología de valoración seleccionada, los datos y parámetros utilizados, además de las hipótesis empleadas.
- Una valoración, expresada en un rango de precio y/o horquilla de diferencial, en puntos básicos frente a la curva de referencia interbancaria.

A continuación se presenta un epígrafe orientado al **contraste** (punto 3 del informe), en la que se expone el conjunto de inputs que Afi considera 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 utiliza todos los tipos de información y fuentes que considera 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 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 2011-2
- Importe nominal: 150 millones de euros ampliables hasta un máximo de 250 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: 14 de octubre de 2011
- Precio de emisión: a la par (100%)
- 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 8,25%, pagadero trimestralmente, en Act/365.
 - Los intereses se harán efectivos trimestralmente, los días 14 enero, abril, julio y octubre de cada año, comenzando el día 14 de enero de 2012 y finalizando el 14 de octubre de 2021, ambos inclusive.
- Amortización de los valores: 14 de octubre 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 18 de octubre de 2011, utilizando los datos de cierre a 14 de septiembre 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:

Matriz de volatilidades de swaptions

Swaption/Swap	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y
3Mth	74,4	72,8	70,1	64,1	58,6	51,9	47,4
6Mth	76,4	68,5	64,1	58,4	54,1	48,3	44,6
1Y	75,6	62	55,3	50,4	46,8	42,3	39,6
2Y	62,2	47,8	42,9	40,1	38,3	35,8	33,7
3Y	46,7	38,3	35,8	34,3	33,1	31,7	29,9
5Y	33,4	30,3	29	28	27,2	26,2	25,4
7Y	27,9	26,2	25,2	24,4	23,8	23,3	23,4
10Y	22,5	21,7	21,2	21,1	21	21,3	22,1
20Y	24,6	25,2	25,7	26,1	26,5	27,3	27,8



Curva de tipos de interés

Depo/Swap	Plazo	Tipo
Depósito	O/N	0,775
Depósito	1W	0,800
Depósito	2W	0,900
Depósito	3W	0,960
Depósito	1M	1,310
Depósito	2M	1,260
Depósito	3M	1,500
Depósito	4M	1,570
Depósito	5M	1,630
Depósito	6M	1,730
Fra	6Mx12M	1,414
Fra	12Mx18M	1,366
Swap	2Y	1,527
Swap	3Y	1,620
Swap	4Y	1,809
Swap	5Y	2,000
Swap	6Y	2,164
Swap	7Y	2,303
Swap	8Y	2,413
Swap	9Y	2,508
Swap	10Y	2,589
Swap	15Y	2,926
Swap	20Y	3,004
Swap	25Y	2,972
Swap	30Y	2,910
Swap	35Y	2,878
Swap	40Y	2,875
Swap	45Y	2,879
Swap	50Y	2,886



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 corresponde a datos de cierre del 14 de septiembre de 2011, se han calculado los spreads implícitos a 18 de octubre de 2011, fecha de emisión.

Spreads sobre Swap	
Considerando toda la estructura	5.443%
A Primera Call	6.284%
A vencimiento sin Call	5.783%

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 crédito vs swaps a vencimiento que Afi considera razonable, en función de las condiciones vigentes en el mercado mayorista para instrumentos similares, para la emisión de Banco Popular objeto de este informe. Los ratings de 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
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 mediados de septiembre de 2011, spreads vs swaps a vencimiento de 460 y 600 pb aproximadamente.

Tabla 2: emisiones colocadas recientemente en el mercado mayorista de deuda subordinada Lower Tier II (spreads a 14/09/11).

Fecha	Emisor	Características de la emisión				Vencimiento	Spread emisión ² vs Swaps	Ratings ³		Spread actual vs Swaps (mid)
		Vol ¹	Divisa	Clase	Cupón			Emisor	Emisión	
12-dic-08	Credit Agricole SA	500	EUR	LT2	6,867% ⁴	19/12/2018	325	Aa1/AA-/AA-	Aa2/A+/A+	373
13-may-09	Rabobank	1.000	EUR	LT2	5,875% ⁴	20/05/2019	240	Aaa/AAA/AA+	Aa1/A+	229
27-may-09	Credit Agricole SA	1.000	EUR	LT2	5,875% ⁴	11/06/2019	220	Aa1/AA-/AA-	Aa2/A+/A+	494
29-jul-09	Commonwealth Bank	1.000	EUR	LT2	5,500% ⁵	06/08/2019	190	Aa1/AA/AA	Aa2/AA-/AA-	272
4-sep-09	Bankinter	250	EUR	LT2	6,375% ⁴	11/09/2019	300	A1/A+	A2/A-/NR	465
9-sep-09	Intesa Sanpaolo	1.500	EUR	LT2	5,000% ⁴	23/09/2019	155	Aa2/A+/AA-	Aa3/A+/A+	490
17-nov-09	Landesbank Berlin	500	EUR	LT2	5,875% ⁴	25/11/2019	240	A1/NR/AA-	A2/NR/A+	451
2-feb-10	National Australia Bank	1.000	EUR	LT2	4,625% ⁴	10/02/2020	133	Aa1/AA/AA	Aa2/AA-/AA-	280
19-abr-10	Banco Sabadell	500	EUR	LT2	6,250% ⁴	26/04/2020	310	A2/A+	A3/A-/A	580
17-jun-10	Deutsche Bank	1.000	EUR	LT2	5,000% ⁴	24/06/2020	210	Aa3/A+/AA-	A1/A+/A+	381
7-jul-10	Barclays Bank	1.500	EUR	LT2	6,000% ⁴	14/01/2021	310	A1/A+/AA-	Baa1/A+/A+	653
8-jul-10	Intesa Sanpaolo	1.250	EUR	LT2	5,150% ⁴	16/07/2020	230	Aa2/A+/AA-	Aa3/A+/A+	516
13-jul-10	Nationwide Building Society	750	EUR	LT2	6,750% ⁴	22/07/2020	400	Aa3/A+/AA-	Baa3/BBB+/A	674
2-sep-10	Banca MPS	500	EUR	LT2	5,600% ⁴	09/09/2020	320	A2/A-/A-	A2/BBB+/A-	495
14-sep-10	Macquarie Bank	600	EUR	LT2	6,000% ⁴	21/09/2020	340	A1/A+/A+	A2/A-/A	614
21-sep-10	Nordea Bank	750	EUR	LT2	4,000% ⁴	29/03/2021	125	Aa2/AA-/AA-	Aa3/BBB+/A+	280
27-oct-10	Banco Popolare	1.000	EUR	LT2	6,000% ⁴	05/11/2020	320	A2/A-/A-	A3/BBB+/BBB+	744
2-nov-10	Rabobank	1.000	EUR	LT2	3,750% ⁴	09/11/2020	112	Aaa/AAA/AA+	AA+/AA/AA	253
9-mar-11	Commerzbank	1.250	EUR	LT2	7,750% ⁴	16/03/2021	421	A2/A+/A+	Baa3/BBB-/A	853
18-mar-11	Commerzbank ⁶	1.254	EUR	LT2	6,375% ⁴	22/03/2019	313	A2/A+/A+	Baa3/BBB-/A	850
13-abr-11	ABN Amro ⁶	1.228	EUR	LT2	6,375% ⁴	27/04/2021	280	Aa3/A+/A+	A1/A-/A	481
13-abr-11	ABN Amro ⁶	595	EUR	LT2	6,250% ⁴	27/04/2022	295	Aa3/A+/A+	A1/A-/A	495
11-may-11	Raiffeisen Bank	500	EUR	LT2	6,625% ⁴	18/05/2021	325	A1/A/A	A2/A/NR	619

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), más allá de la emisión registrada el 14 de julio de 2011 por el propio emisor de los valores objeto de este informe, Banco Popular. La emisión, de idénticas características a las del instrumento objeto de este informe -salvo las fechas de emisión, vencimiento y pago de cupones-, se emitió el día 29 de julio de 2011 a un spread de 467 pb vs swaps.

En la tabla 3 siguiente se recogen las emisiones de deuda subordinada colocadas en el mercado minorista doméstico 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		
17-dic-08	Caja Duero	132.5	EUR	LT2	7,155% ⁵	19/12/2018	19/12/2013	420.4	A2/NR/NR		
22-ene-09	La Caixa	2,500.0	EUR	LT2	5,870% ⁶	28/02/2019	28/02/2014	188.5	Aa1/AA-/AA-		
6-abr-09	Bancaja	1,000.0	EUR	LT2	7,250% ⁷	06/07/2019	06/07/2014	455.4	A2/NR/A-		
26-mar-09	Caixa Penedes	250-300	EUR	LT2	6,50% ⁸	29/06/2019	29/06/2014	462.0	NR/NR/A-		
7-may-09	Caixa Sabadell	35.0	EUR	LT2	7,50% ⁹	10/06/2024	10/06/2019	546.0	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-		
2-jun-09	Sa Nostra	60.0	EUR	LT2	6,00% ¹¹	30/06/2019	30/06/2014	519.0	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		
8-oct-09	Banco Gallego	50.0	EUR	LT2	6,00% ¹³	29/12/2019	29/12/2014	448.0	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-		
17-dic-09	Caja Guadalajara	8.5	EUR	LT2	6,00% ¹⁵	30/12/2019	30/12/2014	497.0	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+		
29-abr-10	Caja Madrid	800.0	EUR	LT2	5,00% ¹⁷	07/06/2020	07/06/2015	270.0	A1/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+		
14-jul-11	Banco Popular	150-200	EUR	LT2	8,00% ¹⁹	29/07/2021	29/07/2016	467.0	A2/A-/AAL		

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 +

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

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%.

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%.

19. Fijo anual, pagadero trimestral.

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 mediados de septiembre de 2011, para una selección de emisiones con distintas calificaciones crediticias realizadas desde junio de 2010. Las fuentes utilizadas han sido 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



períodos de emisión intensos –las denominadas “ventanas de emisión”– seguidos por períodos 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 14/09/11)*

Fecha	Emisor	Vol ¹	Divisa	Cupón	Vencimiento	Rating ²	Spread vs swaps	
							Emisión	Actual
7-jul-10	BPCE	750	EUR	3.750%	21/07/2017	Aa3/A+/A+	130	209
8-jul-10	RBS	1,250	EUR	4.875%	15/07/2015	Aa3/A+/AA-	280	366
28-jul-10	BBVA	1,250	EUR	3.875%	06/08/2015	Aa2/AA/AA-	170	357
29-jul-10	Santander	1,500	EUR	3.5%	12/08/2014	Aa2/AA/AA	160	378
29-jul-10	Bank of America	2,000	EUR	4.625%	07/08/2017	A2/A/A+	213	400
3-ago-10	Morgan Stanley	1,500	EUR	5.375%	10/08/2020	A2/A/A	250	341
8-sep-10	Banesto	500	EUR	3.000%	17/09/2012	Aa3/AA/AA	170	187
8-sep-10	SBAB	750	EUR	3mE+60 pb	16/09/2013	A1/A+/NR	65	81
9-sep-10	BNP Paribas	1,000	EUR	3mE+42 pb	16/09/2013	Aa2/AA/AA-	42	165
9-sep-10	BNP Paribas	500	EUR	2.625%	16/09/2016	Aa2/AA/AA-	65	172
10-sep-10	Societe Generale	1,000	EUR	3.125%	21/09/2017	Aa2/A+/A+	93	297
14-sep-10	ING	1,500	EUR	2.250%	23/09/2013	Aa3/A+/A+	80	102
16-sep-10	Banca Popolare de Milano	750	EUR	3mE+120 pb	24/09/2012	A1/A-/A-	123	303
20-sep-10	Santander	1,000	EUR	4.125%	04/10/2017	Aa2/AA/AA	175	363
21-sep-10	Credit Suisse	1,750	EUR	2.875%	24/07/2015	Aa1/A+/AA-	92	164
27-sep-10	ABN Amro	1,000	EUR	3mE+97 pb	15/01/2013	Aa3/A/A+	95	80
27-sep-10	ABN Amro	1,000	EUR	3.625%	06/10/2017	Aa3/A/A+	137	201
18-oct-10	Santander	500	EUR	3mE+145 pb	27/10/2013	Aa2/AA/AA	145	384
26-oct-10	Westpac	650	EUR	3mE+45 pb	29/10/2013	Aa1/AA/NR	47	45
27-oct-10	Nykredit Bank	500	EUR	3.500%	04/11/2015	A1/A+/A+	135	233
5-nov-10	La Caixa	1,000	EUR	3.750%	05/11/2013	Aa2/AA-/A+	200	361
25-ene-11	Intesa Sanpaolo	1,500	EUR	3.250%	01/02/2013	Aa2/A+/AA-	140	328
25-ene-11	SBAB	1,250	EUR	3mE+58 pb	01/02/2013	A1/A+/NR	55	65
2-feb-11	Nordea Bank	2,000	EUR	3mE+40 pb	11/02/2013	Aa2/AA-/AA-	45	55
2-feb-11	Nordea Bank	1,000	EUR	3.625%	11/02/2016	Aa2/AA-/AA-	80	117
7-feb-11	Deutsche Bank	2,000	EUR	3mE+40 pb	14/02/2013	Aa3/A-/AA-	45	70
15-feb-11	Santander	1,750	EUR	3.750%	28/03/2013	Aa2/AA/AA	173	242
21-feb-11	Societe Generale	1,250	EUR	4.750%	02/03/2021	Aa2/A+/A+	135	298
22-feb-11	Raiffeisen Bank	1,000	EUR	3mE+90 pb	04/03/2013	A1/A/A	95	97
23-feb-11	Abbey National	1,000	EUR	4.125%	03/03/2014	Aa3/AA/AA-	180	281
7-mar-11	BBVA	1,750	EUR	4.000%	22/03/2013	Aa2/AA/AA-	180	244
4-abr-11	BBVA	500	EUR	4.875%	15/04/2016	Aa2/AA/AA-	180	366
5-abr-11	B. Popular	500	EUR	4.625%	19/04/2013	A2/A/NR	240	350
6-abr-11	Santander	1,500	EUR	3mE+145 pb	19/04/2013	Aa2/AA/AA	145	366
3-may-11	Santander	1,000	EUR	4.500%	18/05/2015	Aa2/AA/AA	175	389
3-may-11	Intesa Sanpaolo	2,000	EUR	3mE+110 pb	12/05/2014	Aa2/A+/AA-	117	474

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. Distintos colaterales (spreads a 14/09/11)

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	184
6-ago-10 BBVA	SNR	1,250	3.875	06/08/2015		170	357
8-ago-10 Santander	SNR	1,500	3.500	08/08/2014		160	378
7-sep-10 Banesto	CH	600	3.625	07/09/2015		190	285
10-sep-10 B. Sabadell	CH	1,000	3.250	10/09/2012		210	179
10-sep-10 BBVA	SNR	1,000	2.750	10/09/2012		155	179
13-sep-10 B.Popular	CH	700	3.500	13/09/2013		215	280
14-sep-10 Caja Madrid	CH	1,250	3.500	14/03/2013		220	265
16-sep-10 La Caixa	CH	1,000	3.125	16/09/2013		175	265
20-sep-10 Santander	SNR	1,000	2.875	20/09/2013		145	293
17-sep-10 Banesto	SNR	500	3.000	17/09/2012		170	187
17-sep-10 Caja Madrid	CH	1,750	3.500	13/11/2014		240	272
23-sep-10 Bankinter	CH	750	3.750	23/09/2013		225	284
24-sep-10 B. Pastor	CH	500	3.625	24/09/2012		230	452
28-sep-10 BBK	SNR	471	4.380	28/09/2015		240	381
30-sep-10 B. Popular	CH	1,750	4.250	30/09/2015		240	299
4-oct-10 Santander	SNR	1,000	4.125	04/10/2017		175	363
14-oct-10 Unicaja	CH	750	4.375	14/10/2015		250	356
30-oct-10 Bancaja	CH	350	3.000	15/04/2013		260	331
5-nov-10 La Caixa	SNR	1,000	3.750	05/11/2013		200	362
5-nov-10 Kutxa	CH	700	4.375	05/11/2014		245	338
21-nov-10 Cajamurcia	GGB	500	4.000	21/11/2013		210	301
4-ene-11 BBVA	CH	1,500	4.125	13/01/2014		225	231
5-ene-11 Santander	CH	1,000	4.625	20/01/2016		225	257
9-ene-11 BBVA	SNR	130	4.875	23/01/2014		n.d.	323
14-ene-11 Bankinter	CH	500	4.875	21/01/2013		310	203
26-ene-11 B. Popular	CH	650	4.500	04/02/2013		270	229
26-ene-11 B. Popular	CH	350	4.500	04/02/2013		247	229
2-feb-11 BBVA	CH	2,000	4.750	10/02/2016		200	250
3-feb-11 B. Sabadell	CH	1,200	4.500	11/02/2013		260	220
10-feb-11 La Caixa	CH	2,000	5.000	22/02/2016		220	317
15-feb-11 Santander	SNR	1,750	3.750	28/02/2013		173	242
17-feb-11 Cajastur	GGB	850	4.500	24/02/2014		226	334
28-feb-11 Santander	CH	2,000	4.375	16/03/2015		180	252
4-mar-11 Bankinter	CH	400	3.250	13/11/2014		265	307
7-mar-11 BBVA	SNR	1,750	4.000	22/03/2013		180	244
8-mar-11 La Caixa	CH	1,250	4.750	18/03/2015		200	295
9-mar-11 Unicaja	CH	500	5.500	23/03/2016		250	327
21-mar-11 BBVA	CH	2,000	4.250	30/03/2015		155	262
21-mar-11 Banesto	CH	600	4.675	30/03/2015		190	274
23-mar-11 Caja Madrid	CH	750	4.875	31/03/2014		240	338
23-mar-11 BBVA	SNR	500	E3m+142	22/01/2013		155	330
23-mar-11 Santander	SNR	1,000	4.250	07/04/2014		175	368
30-mar-11 Caja Madrid	GGB	1,250	5.250	07/04/2016		n.d.	358
31-mar-11 Kutxa	CH	600	5.125	08/04/2015		n.d.	326
4-abr-11 BBVA	SNR	500	4.875	15/04/2016		180	366
5-abr-11 B. Popular	SNR	500	4.625	19/04/2013		240	350
6-abr-11 Santander	SNR	1,500	E3m+145	19/04/2013		145	367
12-abr-11 La Caixa	CH	1,250	5.125	27/04/2016		195	314
3-may-11 Santander	SNR	1,000	4.500	18/05/2015		175	389
4-may-11 Caja Madrid	GGB	440	5.250	07/04/2016		105	314
11-may-11 BBVA	SNR	426	L3m+212,5	16/05/2014		n.d.	257
11-may-11 BBVA	SNR	709	3.250	16/05/2014		n.d.	427
16-may-11 Vital Caja	CH	200	4.500	23/05/2013		230	4



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.

Tabla 6: emisiones recientes de deuda subordinada Tier I denominadas en EUR, en el mercado mayorista

Fecha	Emisor	Volumen	Características de la emisión		Fecha Call	Spread ³		Ratings ⁴	
			Cupón inicial	Cupón posterior		1ª Call	Vencimiento	Emisor	
17-jun-09	Credit Agricole	850 M USD	9,75% ⁵		dic-14	672	584	Aa1/AA-/AA-	
2-jul-09	Prudential Plc	750 M USD	11,75% ⁶	IRS a 5 años + 923 pb ⁷	dic-14	950	1.027	A2/A+/AA-	
26-ago-09	Deutsche Bank	1.250 M EUR	9,5% ⁸		mar-15	643	551	Aa1 *-/A+/AA-	
26-ago-09	Societe Generale	1.000 M EUR	9,375% ⁹	Euribor 3m + 890,1 pb ¹⁰	ago-19	574	679	Aa2/A+/A+	
15-sep-09	Nordea Bank	1.000 M USD	8,375% ¹¹	11,3675% ¹²	mar-15	588	720	Aa2/AA-/AA-	
17-sep-09	National Australia	600 M USD	8% ¹³	IRS a 7 años + 494 pb ¹⁴	sep-16	508	594	Aa1/AA/AA	
24-sep-09	Skandinaviska En	500 M EUR	9,25% ¹⁵	IRS a 5 años + 640 pb ¹⁶	mar-15	641	640	A1/A/A+	
29-sep-09	Societe Generale	1.000 M USD	8,75% ¹⁷		abr-15	570	461	Aa2/A+/A+	
30-sep-09	Intesa Sanpaolo	1.500 M EUR	8,375% ¹⁸	Euribor 3m + 687,1 pb ¹⁹	oct-19	480	557	Aa2/AA- *-/AA-	
5-oct-09	Credit Agricole	1.000 M USD	8,375% ²⁰	Libor USD 3m + 698,2 pb ²¹	oct-13	498	572	Aa1/AA-/AA-	
9-oct-09	Nord LB	500 M USD	10,25% ²²	IRS a 5 años + 896 pb ²³	jun-15	753	791	Aa1/A-/A	
14-oct-09	BPCE	750 M EUR	9,25% ²⁴		abr-15	612	514	Aa3/A+/A+	
19-nov-09	Münchener Hypott	100 M EUR	10% ²⁵		jun-15	696	607	A1/A+/NR	
24-nov-09	UniCredit	750 M EUR	8,125% ²⁶	Libor EUR 3m + 665 pb ²⁷	dic-19	458	537	Aa3/A/A	
10-mar-10	BPCE	1.000 M EUR	9,00% ²⁸	Eur 12m+653,3 pb ²⁹ y Eur 12m+853,3 pb ³⁰	mar-15	453	n.d.	Aa3/A+/A+	
14-jul-10	UniCredit	500 M EUR	9,375% ³¹	Eur 3m+749 bp ³²	jul-20	649	n.d.	Aa3/A/A	
23-sep-10	Intesa Sanpaolo	1000 M EUR	9,500% ³³	IRS a 5 años + 757pbs ³⁴	jun-16	n.d.	n.d.		

3. Spread sobre el tipo swap, en pb.

4. Moody's, S&P y Fitch.

5. Cupón fijo a perpetuidad.

6. Cupón fijo a perpetuidad.

7. Hasta la primera fecha de Call.

8. A partir de la fecha de 1ª call.

9. Hasta la primera fecha de Call.

10. Desde el 25 de marzo de 2020.

11. Hasta la primera fecha de Call.

12. A partir de la fecha de 1ª call. Después del año 14, IRS a 7 años + 740 pb.

13. Hasta la primera fecha de Call.

14. A partir de la fecha de 1ª call.

15. Desde la call y a perpetuidad.

16. Desde la call y a perpetuidad.

17. Desde la call y a perpetuidad.

18. Desde la call y a perpetuidad.

19. Desde la call y a perpetuidad.

20. Desde la call y a perpetuidad.

21. Desde la call y a perpetuidad.

22. Desde la call y a perpetuidad.

23. Desde la call y a perpetuidad.

24. Desde la call y a perpetuidad.

25. Desde la call y a perpetuidad.

26. Desde la call y a perpetuidad.

27. Desde la call y a perpetuidad.

28. Desde la call y a perpetuidad.

29. Desde la call y a perpetuidad.

30. Desde la call y a perpetuidad.

31. Desde la call y a perpetuidad.

32. Desde la call y a perpetuidad.

33. Desde la call y a perpetuidad.

34. Desde la call y a perpetuidad.

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 han sido 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 14,6% y el 19,3% (es decir, un multiplicador de entre 1,15x y 1,19x frente a las emisiones “viejas”) tomando cotizaciones de mediados de septiembre 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 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 ⁸	
			Cupón inicial	Cupón postestor		1ª Call	Vencimiento	Emisor	Emisor
10-dic-08	BBVA	1,000	6,50% ³	EUR3m; floor en 3,50%	dic-13	203	175	Aa1/AA/AA-	
29-ene-09	Banco Sabadell	500	6,50% ⁴	EUR3m + 2,50%; floor en 4,50% ⁵	feb-14	349	317	Aa3/A+/NR	
3-feb-09	Banco Popular	600	6,75% ⁶	EUR3m + 1,50%; floor en 4,00% ⁷	mar-14	408	303	Aa2/AA-/AA	
5-mar-09	Caixa Galicia	150	7,50% ⁹	EUR3m + 5,15%; floor en 6,15% ¹⁰	may-14	508	527	A2/NR/A	
18-mar-09	Caja Murcia	100		EUR3m + 4,45%; floor en 5,50% ¹¹	abr-14	451	468	NR/NR/A+	
18-mar-09	Caja Duero	100		EUR3m + 7,75% ¹²	may-14	775	775	A2/NR/NR	
24-mar-09	Banco Pastor	100	7,25% ¹³	EUR3m + 4,60%; floor en 6,80% ¹⁴	abr-14	497	509	A2/NR/NR	
3-abr-09	Caja España	100	8,25% ¹⁵	EUR3m + 7,25% ¹⁵	may-14	606	676	A3/NR/A-	
16-abr-09	Caja Cantabria	63		EUR3m + 6,75% ¹²	jun-14	675	675	A3/NR/A-	
12-may-09	Caja Canarias	50	7,00% ¹⁸	EUR3m + 5,85%; floor en 6,00% ¹⁷	ago-14	559	584	NR/NR/A	
19-may-09	Caixa Nova	130		EUR3m + 6,35%; floor en 7,40% ¹⁸	jun-14	641	651	A1/NR/A-	
21-may-09	La Caixa	1.500 / 2.000	6,00%	EUR3m + 3,50% ¹⁹	jun-14	386	361	Aa1/AA-/AA-	
21-may-09	Caja Madrid	1.500 / 3.000	7,00%	EUR3m + 4,75% ²⁰	jul-14	440	463	Aa3/A/A+	
28-may-09	Banesto	250 / 500	6,00% ²¹	5,00% ²² y EUR3m +2,30% floor en 4,00% ²¹	jun-14	304	282	Aa2/AA/AA	
10-jun-09	Santander	2,000	5,75% ²³	4,75% ²⁴ y EUR3m +2,20% ²⁵	jun-14	277	236	Aa1/AA/AA	
10-jun-09	CAM	450 / 850	7,35% ²⁶	EUR3m + 7,15% ²⁷	sep-14	584	606	A2/NR/A-	
25-jun-09	Insular Canarias	30	8,00% ²⁸	EUR3m + 7,15% ²⁹	sep-14	697	707	Baa1/NR/NR	
28-jul-09	Caixa Penedés	150 / 250	7,25% ³⁰	EUR3m + 5,95%; floor en el 7,00% ³¹	sep-14	598	611	NR/NR/A-	
30-jul-09	CajaSol	250.0	7,25% ³²	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% ³⁴	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% ³⁶	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

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).



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, cercanas a 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). El empeoramiento experimentado durante los meses de verano de 2011 ha sido significativo, como puede observarse en los gráficos de evolución de spreads del epígrafe siguiente.

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 14 de septiembre 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.

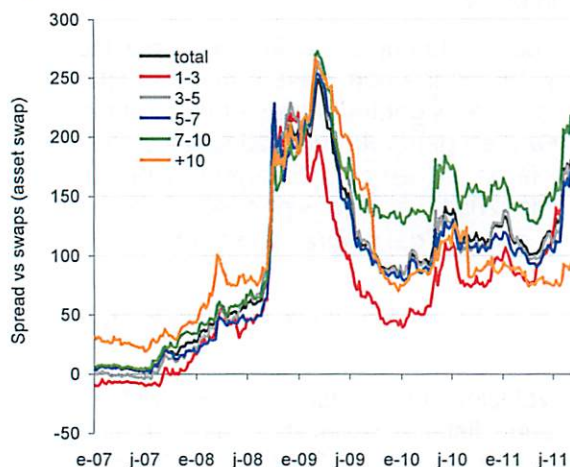
Al estar calculados a la fecha de primera call, los spreads de deuda subordinada -tanto *Lower Tier II* y participaciones preferentes *Tier I* no son directamente comparables con los de deuda senior, calculados a vencimiento (en ésta última categoría no existen, por lo general, opciones de amortización 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 aunque esta distorsión ha aumentado respecto a los niveles existentes antes de junio de 2011, es todavía substancialmente inferior a la existente durante gran parte de 2008 y 2009. 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.

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

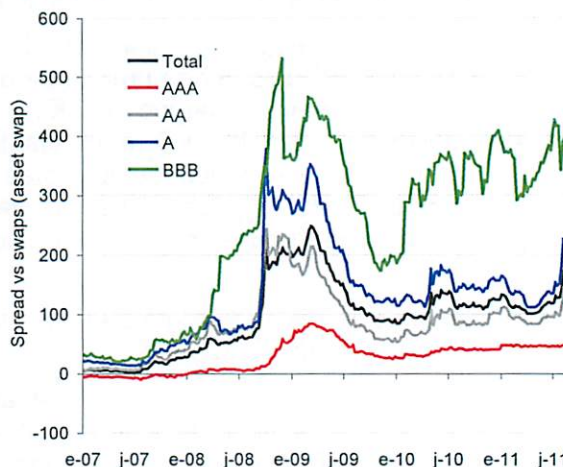
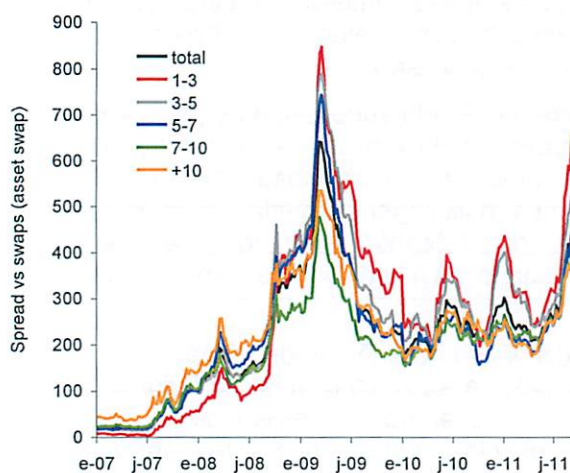


Gráfico 2: spread vs swaps (pb) calculado a la call para deuda financiera Lower Tier II (asset swap, JP Morgan SUSI indices)

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



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

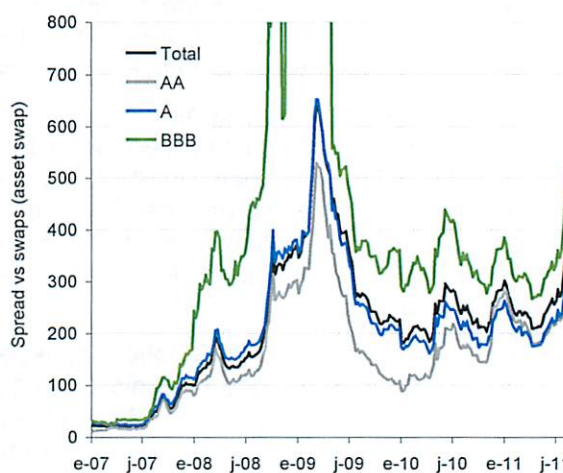
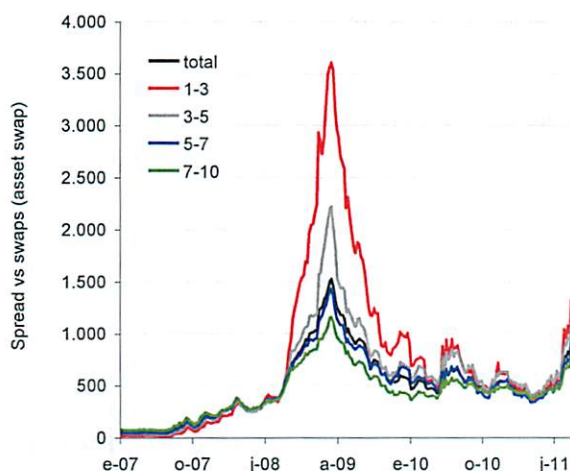
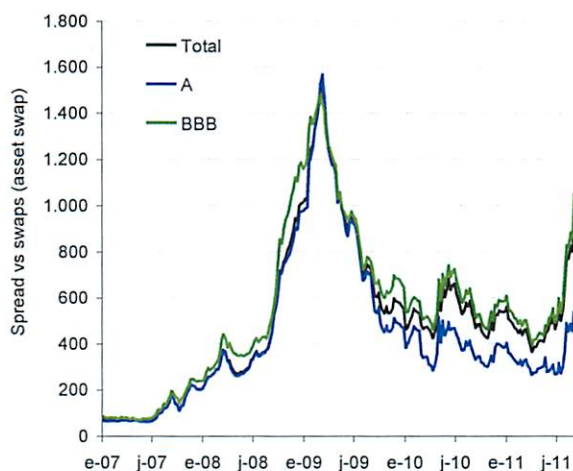


Gráfico 3: *spread vs swaps (pb) calculado a la call para deuda financiera Tier I (asset swap, Fuente: JP Morgan SUSI indices)*

(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-) y vencimiento 10 años, se encuentra en el entorno de los 345-350 pb a 14 de septiembre 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:

- 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).
- 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 14 de septiembre 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	14/09/2011	
	Senior 5y	LT2 7 y
AAA	2,44%	2,85%
AA+	3,00%	3,27%
AA	3,67%	3,76%
AA-	3,88%	4,32%
A+	4,10%	4,96%
A	4,33%	5,70%
A-	4,57%	6,55%
BBB+	4,83%	7,53%
BBB	5,10%	8,65%

(1) Rating de emisor o deuda senior

Europa ¹	14/09/2011			
	Senior 5y	Senior 10y	LT2 5y	LT2 10y
AAA	0,30%	0,63%	1,94%	2,14%
AA+	0,66%	0,92%	2,29%	2,45%
AA	1,02%	1,33%	2,70%	2,82%
AA-	1,32%	1,92%	3,18%	3,24%
A+	1,61%	2,35%	3,41%	3,80%
A	1,92%	2,88%	3,92%	4,37%
A-	2,35%	3,54%	4,50%	4,93%
BBB+	2,88%	4,33%	5,17%	5,66%
BBB	3,54%	5,31%	5,95%	6,51%

(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 y Lower Tier II de emisores españoles con rating genérico "A" (como es el caso de Banco Popular) los multiplicadores a 14 de septiembre de 2011 se sitúan, respectivamente, en 2,26x y 1,38x⁵ por encima de los 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" y "lower Tier II". 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 todavía algo 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 puede ser de hasta un +/-5% (debido a la diferencia de cotizaciones bid/ask).

De este análisis, y tomando la curva de Lower Tier II para emisiones españolas como referencia –que asume un salto de 1 escalón entre deuda senior y Lower Tier II-, el rango de spread para una emisión de deuda subordinada 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 540-590 pb (aplicando un +/-5% al punto medio del spread LT2 7 años, situado en 570 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 14 de septiembre de 2011.

Tabla 10: Spreads vs swaps en mercado secundario para deuda bancaria de Banco Popular Español, S.A. (14/9/11)

Emisiones de Cédulas Hipotecarias

ISIN	Colateral	Cupón	Emisión	Vencimiento	Spread vs swaps (bid-ask)
ES0413790124	Covered	4,500	26-ene-11	4-feb-13	215 - 265
ES0413790108	Covered	3,500	13-sep-10	13-sep-13	220 - 290
ES0413790058	Covered	4,375	16-jun-09	16-jun-14	245 - 295
ES0413790116	Covered	4,250	30-sep-10	30-sep-15	255 - 315
ES0413790017	Covered	4,000	18-oct-06	18-oct-16	275 - 335
ES0413790074	Covered	4,125	9-abr-10	9-abr-18	280 - 340

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	290 - 350
XS0616481783	Senior	4,625	5-abr-11	19-abr-13	320 - 370

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.

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.

- Por ejemplo, aplicando el multiplicador de 1,20x existente entre los spreads vs swaps de las cédulas vencimiento FEB13 (220-290 pb) y OCT16 (275-335 pb) de Banco Popular, a la referencia senior vencimiento ABR13 del mismo emisor (320-370 pb), se obtendría un spread para un hipotético bono senior vencimiento OCT16 de este emisor de 385-445 pb, cuyos niveles *mid* estarían algo por encima del spread *mid* de 433 pb calibrado por Afi para una emisión senior genérica de un emisor español con rating "A".
- Por otro lado, aplicando al spread de 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 1,32x⁷, obtendríamos un rango de spread de 504-580 pb para una emisión Lower Tier II de Banco Popular como la que constituye el objeto de este informe. Este rango es coherente también con los 570 pb de spread genérico que ofrece el punto medio de la curva calibrada por Afi para deuda Lower Tier II de emisores españoles con rating de emisor genérico "A" (con rango 540-590 pb).

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 proxy para el spread vs swap calculado a vencimiento- para deuda subordinada en euros con un plazo hasta vencimiento próximo a los 10 años emitida por bancos europeos con rating genérico A (entre A+ a A-) se encuentra en el entorno de los 345 pb a mediados de septiembre 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

⁶ En las referencias de deuda Lower Tier II de Popular, con ISIN ES0213790001 y XS0550098569 y ES0257080012 no se han encontrado cotizaciones ni ejecutables ni indicativos durante las fechas 14 y 15 de septiembre de 2011. Esta situación contrasta con la mayoría de emisiones de cédulas hipotecarias y deuda senior, donde en promedio existen entre 3 y 5 contribuidores ejecutables en bloomberg. Afi considera necesario un mínimo de dos contribuidores ejecutables para considerar una cotización significativa, razón por la cual no se han considerado estas referencias.

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.



540-590 pb para emisiones genéricas de deuda subordinada Lower Tier II realizadas por un emisor español con rating de emisor A2/A/A, a mediados de septiembre de 2011.

- El análisis de las cotizaciones de la deuda en circulación en mercados mayoristas de Banco Popular SA a mediados de septiembre 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 504-580 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 504 y 590 pb, con valor medio en torno a 550/570 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” (578 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 504 y 590 pb.

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 23 de septiembre de 2011. 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 calibración de las curvas genéricas de rating y plazo para 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
Ultimos 12m				
3 escalones *	2.050	1.264	1.359	1.545
1 escalón **	1.270	1.081	1.108	1.156
JUL07-hoy				
3 escalones *	1.886	1.452	1.298	1.293
1 escalón **	1.194	1.132	1.100	1.081
2001-HOY				
3 escalones *	1.987	1.488	1.407	1.348
1 escalón **	1.257	1.142	1.121	1.105

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

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