

D. Antonio Fleixas Antón con DNI 41.398.072-G, actuando como Subdirector General Financiero, de conformidad con las facultades delegadas por el Consejo de Administración de la Entidad Emisora de fecha 24 de abril de 2009, tomado al amparo de la autorización de la Asamblea General de la Entidad, de fecha 28 de abril de 2008 y en nombre y representación de la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Baleares (en adelante también Caja de Ahorros de Baleares, la Caja, la Entidad Emisora o el Emisor), con domicilio en Palma de Mallorca, Ramón Llull, nº2. 07001

CERTIFICA

Que el ejemplar de la Nota de Valores de Admisión "Quinta Emisión de Obligaciones Subordinadas de Sa Nostra, Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Baleares, junio 2009" que se presenta en soporte informático adjunto a la presente certificación coincide exactamente con el registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 03 de junio de 2009.

AUTORIZA

La publicación del texto de la mencionada Nota de Valores de Admisión a través de la página web de la Comisión nacional del Mercado de Valores.

Y para que conste, expido la presente a los efectos oportunos, en Palma de Mallorca, a 03 de junio de 2009

NOTA DE VALORES

**QUINTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES
SUBORDINADAS DE
SA NOSTRA, CAJA DE AHORROS Y
MONTE DE PIEDAD DE BALEARES**

JUNIO 2009

La presente Nota de Valores, anexo V, se ha redactado según normativa comunitaria de la Directiva 2003/71/CE y el Reglamento 809/2004 de la Comisión Europea de 29 de abril de 2004, ha sido inscrita en el Registro Oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 2 de junio de 2009 y se complementa con el Documento de Registro inscrito en este Organismo con fecha 10 de marzo de 2009, el cual se incorpora por referencia.

SA NOSTRA, CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE BALEARES
Sede Social: Ramón Llull, 2 07001-Palma de Mallorca

| | |
|---|----|
| RESUMEN..... | 4 |
| 0. FACTORES DE RIESGO | 14 |
| 0.1 Factores de riesgo de la Emisión..... | 14 |
| NOTA DE VALORES | 15 |
| 1. PERSONAS RESPONSABLES | 15 |
| 2. FACTORES DE RIESGO | 16 |
| 3. INFORMACIÓN FUNDAMENTAL | 17 |
| 3.1 Interés de las personas físicas y jurídicas participantes en la Oferta..... | 17 |
| 3.2 Motivo de la Oferta y destino de los ingresos | 17 |
| 4. INFORMACIÓN RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A OFERTARSE | 17 |
| 4.1 Descripción del tipo y la clase de los valores..... | 17 |
| 4.2 Legislación de los valores | 18 |
| 4.3 Representación de los valores | 18 |
| 4.4 Divisa de la emisión | 18 |
| 4.5 Orden de prelación..... | 18 |
| 4.6 Descripción de los derechos vinculados a los valores y procedimiento para el ejercicio de los mismos..... | 19 |
| 4.7 Tipo de interés nominal y disposiciones relativas a los intereses pagaderos | 19 |
| 4.7.1 Tipo de interés nominal | 19 |
| 4.7.2 Procedimiento para el pago de cupones..... | 21 |
| 4.7.3 Plazo válido en el que se pueden reclamar los intereses y el reembolso del principal. 22 | |
| 4.8 Precio de amortización y disposiciones relativas al vencimiento de los valores | 22 |
| 4.8.1 Precio de amortización..... | 22 |
| 4.8.2 Fecha y modalidades de amortización..... | 22 |
| 4.9 Indicación del rendimiento para el inversor y método de cálculo | 23 |
| 4.10 Representación de los tenedores de los valores | 23 |
| 4.11 Resoluciones, autorizaciones y aprobaciones en virtud de las cuales se emiten los valores | 25 |
| 4.12 Fecha de emisión | 25 |
| 4.13 Restricciones a la libre transmisibilidad de los valores | 25 |
| 4.14 Fiscalidad de los valores | 25 |
| 5. CLÁUSULAS Y CONDICIONES DE LA OFERTA | 29 |
| 5.1 Descripción de la Oferta Pública | 29 |
| 5.1.1 Condiciones a las que está sujeta la Oferta..... | 29 |
| 5.1.2 Importe de la Oferta | 29 |
| 5.1.3 Plazo de la Oferta Pública y descripción del proceso de solicitud..... | 29 |
| 5.1.4 Método de prorrateo..... | 30 |
| 5.1.5 Detalles de la cantidad mínima y/o máxima de solicitud | 31 |
| 5.1.6 Método y plazos para el pago de los valores y para la entrega de los mismos | 31 |
| 5.1.7 Publicación de los resultados de la Oferta..... | 31 |
| 5.1.8 Procedimiento para el ejercicio de cualquier derecho preferente de compra..... | 31 |
| 5.2 Plan de colocación y adjudicación | 31 |
| 5.2.1 Categorías de inversores a los que se Ofertan los valores | 31 |
| 5.2.2 Notificación a los solicitantes de la cantidad asignada | 31 |
| 5.3 Precios..... | 32 |
| 5.3.1 Precio al que se Ofertarán los valores o el método para determinarlo. Gastos para el suscriptor | 32 |
| 5.4 Colocación y Aseguramiento..... | 32 |
| 5.4.1 Entidades coordinadoras y participantes en la colocación | 32 |
| 5.4.2 Agente de Pagos | 32 |
| 5.4.3 Entidades Aseguradoras y procedimiento | 32 |
| 5.4.4 Fecha del acuerdo de aseguramiento..... | 32 |
| 6. ACUERDOS DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y NEGOCIACIÓN..... | 33 |
| 6.1 Solicitudes de admisión a cotización | 33 |
| 6.2 Mercados regulados en los que están admitidos a cotización valores de la misma clase | 33 |
| 6.3 Entidades de liquidez | 33 |

| | | |
|-----|---|----|
| 7. | INFORMACIÓN ADICIONAL..... | 34 |
| 7.1 | Personas y entidades asesoras en la emisión..... | 34 |
| 7.2 | Información de la nota de valores revisada por los auditores..... | 34 |
| 7.3 | Otras informaciones aportadas por terceros..... | 34 |
| 7.4 | Ratings | 34 |
| 8. | ACTUALIZACIÓN DEL DOCUMENTO DE REGISTRO | 35 |

ANEXO 1 INFORMES EXPERTOS INDEPENDIENTES

RESUMEN

QUINTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADA SA NOSTRA, CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE BALEARES JUNIO 2009

ADVERTENCIAS:

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

Emisor: Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Baleares.

Naturaleza y denominación de los valores: Los valores que se emiten son obligaciones subordinadas agrupadas en una emisión que se denomina "QUINTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS SA NOSTRA CAJA DE BALEARES".

Fecha de emisión: 30 de junio de 2009, 31 de julio de 2009 y 31 de agosto de 2009.

Importe de la emisión: 60.000.000 euros. Finalizado el periodo de suscripción y en caso que al término del mismo no se hubiera sido suscrito el importe total de la presente emisión, éste se reduciría al importe verdaderamente suscrito.

Nominal y efectivo de cada valor: 1.000 euros. Los valores estarán representados mediante anotaciones en cuenta gestionadas por Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (IBERCLEAR) y sus Entidades Participantes.

Periodo de suscripción: El periodo de suscripción se iniciará el día siguiente hábil a la inscripción de la presente Nota de Valores en el Registro Oficial de la CNMV y una vez publicada la mencionada Nota en la página web de Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Baleares y hasta el 31 de agosto de 2009, que finaliza el periodo de suscripción, salvo que se hubiese suscrito con anterioridad a esa fecha.

Desembolso: El desembolso de las obligaciones se realizará mediante el correspondiente apunte en cuenta a la vista, los días 30 de junio de 2009 (para las suscripciones realizadas hasta el 29 de junio de 2009), 31 de julio (para suscripciones desde el 30 de junio al 30 de julio de 2009) y 31 de agosto de 2009 (para suscripciones desde 31 de julio a 30 de agosto de 2009) para el público en general. No obstante, desde la fecha en que el suscriptor dé la orden de suscripción y hasta la fecha de desembolso respectiva, se efectuará una retención por el importe suscrito en la cuenta a la vista de los suscriptores por este concepto, la cual se remunerará al tipo que tenga establecido la mencionada cuenta.

Interés nominal: Desde la fecha de cada uno de los desembolsos anteriormente indicados hasta el 30 de junio de 2010 exclusive, el tipo de interés será el 6% nominal anual. A partir del 30 de junio de 2010 inclusive, el tipo de interés se revisará y fijará semestralmente, determinándose el mismo incrementando el tipo de interés Euribor a 3 meses del segundo día hábil anterior al del inicio del periodo de interés de que se trate, en un margen de 500 puntos básicos. Se tomará como Euribor a 3 meses, el que figure en la pantalla REUTERS alrededor de las 11:00 horas, hora de Bruselas, correspondiente a la hoja EURIBOR01, el segundo día hábil

anterior al del inicio del periodo de interés de que se trate, correspondiente al plazo de 3 meses. El tipo resultante aplicable a cada periodo se publicará convenientemente para conocimiento de los suscriptores o tenedores de los valores, en las oficinas de la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Baleares, dentro de los 30 días siguientes al inicio del periodo de interés de que se trate.

El margen de 500 puntos básicos se incrementará en 75 puntos básicos si el emisor no ejercitase su derecho de amortización anticipada, una vez transcurridos cinco años desde la fecha del último desembolso.

Las condiciones económico-financieras de la Emisión han sido evaluadas por Analistas Financieros Internacionales y por Solventis, que han autorizado su publicación en la CNMV como anexo a la Nota de Valores. La fotocopia de dichos informes que se han incluido en la Nota de Valores coincide con los originales.

T.I.R. bruta anual para el suscriptor: 6,70% suponiendo que los valores se desembolsan en su totalidad el 30 de junio de 2009 y se mantienen hasta su vencimiento el 30 de junio de 2019. Se ha tomado el tipo de interés de Euribor a 3 meses de fecha 31 de mayo de 2009 (1,262%) más un margen de 500 puntos básicos para la emisión excepto el primer año. Si se amortiza la emisión el 30 de junio de 2014, la TIR bruta anual sería del 6,35%.

Fecha pago de cupones: El tipo de interés se hará efectivo por trimestres vencidos, los días 31 de marzo, 30 de junio, 30 de septiembre y 31 de diciembre de cada uno de los años de vida de la emisión. En caso que el día de pago de un cupón periódico no fuese día hábil a efectos del calendario TARGET, el pago del mismo se trasladará al día hábil inmediatamente posterior, sin que por ese motivo se devengue ningún derecho adicional para los titulares de los valores. Cada cupón será proporcional al número de días transcurridos desde la fecha de desembolso o pago del cupón previo inclusive, hasta la fecha de pago exclusive. El pago del primer cupón será el 30 de septiembre.

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

Cotización Oficial: El Emisor solicitará la admisión de las obligaciones a cotización oficial en AIAF Mercado de Renta Fija, una vez que se cierre el período de suscripción.

Colectivo potenciales inversores: La Emisión se destina al público en general.

Tramitación de la suscripción: Los suscriptores podrán dirigir sus solicitudes de suscripción a cualquiera de las oficinas y sucursales de la Entidad Emisora, donde se informará al suscriptor que, de conformidad con la normativa vigente, está a su disposición la Nota de Valores donde se describe esta Emisión y el Documento de Registro. Igualmente se le hará entrega al suscriptor de un resumen informativo inscrito en CNMV, donde se incluyen las características de la Emisión, el cual una vez analizado por el suscriptor deberá ser visado y firmado por éste con anterioridad a la contratación de la Emisión. La oficina ante la que se formule la orden, también entregará la copia de ésta al suscriptor. Se archivará en la oficina de la Caja, copia de la orden de suscripción y del resumen firmados por el suscriptor. En la orden de valores que firme el suscriptor se incluirá un literal que indique que el suscriptor reconoce haber recibido el mencionado resumen. Asimismo, se informará al suscriptor que la operación está sujeta a la normativa sobre protección de inversores (modalidad de "Comercialización") y que puede solicitar el resumen de políticas en su oficina o consultarlo por internet y se evaluará si el producto ofrecido es adecuado para el cliente según su conocimiento y experiencia financiera, mediante el preceptivo Test de Conveniencia. Las peticiones de suscripción se atenderán, por

riguroso orden de recepción, en las Oficinas de la Entidad Emisora, por medio de un sistema on-line que controla en todo momento el volumen suscrito. El suscriptor de la presente emisión, deberá abrir una cuenta de valores asociada a una cuenta a la vista, si no la tuviese abierta en la Entidad. La apertura y cancelación de estas cuentas serán libres de gastos para el suscriptor, salvo en su caso, los gastos de mantenimiento de la cuenta a la vista, según tarifas vigentes en cada momento incluidas en el folleto de tarifas de comisiones de la Entidad, comunicadas al Banco de España y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. No se repercutirán gastos de mantenimiento por la cuenta de valores.

Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Las Baleares ha clasificado las obligaciones subordinadas como instrumento financiero complejo de riesgo medio".

En el supuesto de que con anterioridad a la fecha de desembolso, se produjera un descenso en la calificación crediticia del Emisor o de emisiones de similares características del Emisor, se abrirá un periodo de revocación a favor de los suscriptores de 2 días hábiles a contar desde la publicación por el Emisor de un Suplemento a la presente Nota de Valores, comunicando el descenso del rating del Emisor. En caso de que no haya 2 días hábiles hasta la fecha de desembolso, se modificará ésta con el fin de que existan estos dos días hábiles para la revocación. En dicho periodo de revocación los inversores que así lo deseen podrán revocar las solicitudes de suscripción realizadas.

Sindicato de Obligacionistas: Se designa y acepta el cargo de Comisario del Sindicato de Obligacionistas de la presente emisión a D. Francesc Colom Coll, Director de Mercats Capitals i Secretaria Financera de la Entidad Emisora, con domicilio a estos efectos en Palma de Mallorca, Calle Ter, nº16. 07009.

Régimen fiscal: Las rentas de los valores estarán sujetas a tributación de acuerdo con la legislación fiscal aplicable en cada momento. Dicho régimen fiscal está explicado en la Nota de Valores.

Aspectos relevantes a tener en cuenta por el Inversor:

- Por las características propias de las emisiones subordinadas, en cuanto al orden de prelación de créditos, esta emisión se sitúa después de todos los acreedores comunes de la Entidad, de conformidad con lo dispuesto en el art. 12.1., apartado h), del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero. No goza de preferencia en el seno de la Deuda Subordinada de la Emisora, cualquiera que sea la instrumentación y fecha de dicha deuda.
- Emisión inscrita en el Registro Oficial de la CNMV. Existe Documento de Registro, Nota de Valores y Resumen de la Emisión, a disposición del público en todas las oficinas de la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Baleares y en la CNMV en su página web www.cnmv.es.

Factores de riesgo del Emisor:

Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Baleares, como entidad financiera, asume los riesgos inherentes a su actividad, básicamente de interés y precio. Los principales factores de riesgo que podemos señalar son:

- **Riesgo de crédito:** Es el riesgo de pérdida que se puede producir ante el incumplimiento de los pagos por parte de los acreditados.

Como consecuencia de la clara orientación a la banca al por menor, este riesgo es fundamentalmente de naturaleza minorista, estando diversificado por criterio geográfico y de clientes.

- **Riesgo de mercado:** Es el riesgo de pérdida en el precio de mercado de una posición, como consecuencia de movimientos futuros adversos de los factores de riesgo que determinan el valor de la misma. Este riesgo deriva de la actividad en los mercados financieros mayoristas.
- **Riesgo de interés:** Es el riesgo de incurrir en variaciones negativas del valor económico del balance o del margen de intermediación, consecuencia del efecto de los movimientos de las curvas de tipos de interés en los tipos a los que se renuevan las distintas masas del balance.
- **Riesgo operacional:** Eventuales quebrantos derivados de sucesos inesperados, relacionados con la infraestructura humana, tecnológica o con los procedimientos establecidos.
- **Riesgo de liquidez:** Riesgo de no poder deshacer o cerrar una operación en el mercado; o riesgo de financiación, que puede surgir ante la dificultad de conseguir fondos en un momento concreto para atender una inversión o compromiso de pago.
- **Riesgo por variación crediticia del Emisor:** Es el riesgo que existe por la variación en la calificación crediticia otorgada a la Entidad Emisora y que ésta sea a la baja. Caja de Ahorros de Baleares ha sido calificada por la entidad calificadora independiente FITCH RATINGS en BBB⁺ (perspectiva negativa) para la deuda a largo plazo y F2 para la deuda a corto plazo, con fecha 29 de abril de 2009.

Factores de riesgo de la Emisión:

- **Riesgos de subordinación y prelación de los inversores ante situaciones concursales:** Las obligaciones subordinadas de esta Emisión, se sitúan, en caso de insuficiencia de fondos del Emisor, insolvencia o liquidación del mismo, por detrás de todos los acreedores comunes del Emisor y al mismo nivel que sus acreedores subordinados.
- **Riesgo de liquidez: Riesgo de liquidez: Es el riesgo de que no se encuentre contrapartida en el Mercado.** Las obligaciones emitidas al amparo de la presente Nota de Valores serán admitidas a negociación en AIAF Mercado de Renta Fija. Sin embargo, no es posible garantizar que vaya a producirse una negociación activa en el mercado, así como tampoco el desarrollo o liquidez de los mercados de negociación por esta emisión. Sa Nostra solicitará la admisión a cotización en AIAF una vez se cierre el período de suscripción. Por tanto, las obligaciones subordinadas no serán, probablemente, admitidas a cotización en AIAF hasta el mes de septiembre de 2009. De esta forma, los suscriptores de las obligaciones subordinadas desembolsadas el 30 de junio de 2009 y el 31 de julio de 2009, al no ser admitidas las mismas a negociación inmediatamente tras su desembolso, tendrán que esperar para poder vender sus obligaciones en AIAF.

No se designará ninguna entidad de liquidez para esta Emisión. Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Baleares no está obligada a ofrecer liquidez en mercado secundario.

- **Riesgo por fluctuación del tipo de interés:** La rentabilidad que se pueda obtener por la inversión en los valores de la presente Emisión, estará sometida a fluctuaciones de los tipos de interés.
- **Riesgos por amortización anticipada:** Se establecen cláusulas de amortización anticipada por la Entidad Emisora: el Emisor podrá amortizar totalmente la emisión, a la par, libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España, a partir de los cinco años a contar desde la última fecha de desembolso.
- **Riesgo de mercado:** Las obligaciones subordinadas, una vez admitidas a negociación, estarían sometidas a posibles fluctuaciones de sus precios en el mercado en función, principalmente, de la evolución de los tipos de interés y de la duración de la inversión, de las condiciones de mercado y de las condiciones económicas generales. En función de la evolución de dichas condiciones, estas Obligaciones Subordinadas podrían llegar a negociarse por debajo de sus precio de emisión.

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

Principales datos económicos de la Entidad:

Se presentan a continuación el Balance de Situación y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidados a 31 de diciembre de los ejercicios 2007 y 2008, según Circular 4/2004 y 6/2008 de Banco de España y reclasificados según dichas normativas. También se adjuntan las cuentas consolidadas reclasificadas según normativas vigentes (Circular Banco de España 4/2004 y 6/2008) de los períodos de marzo 2009 y marzo 2008.

Caja de Ahorros y Monte de Piedad de las Baleares
"SA NOSTRA" y Sociedades Dependientes
Balance Consolidado y Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidadas
durante los ejercicios 2008 y 2007 reclasificadas según normativa 6/2008
(Expresados en miles de euros)

| <u>ACTIVO</u> | 31.12.2008 | 31.12.2007 | Diferencia | |
|---|------------------------|-------------------|---------------|------------|
| Caja y depósitos en bancos centrales | 157.264 | 167.722 | -6,24% | |
| Cartera de negociación | 16.281 | 3.000 | 442,70% | |
| Otros activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias | 2.527 | 4.528 | -44,19% | |
| Activos financieros disponibles para la venta | 2.043.406 | 1.682.915 | 21,42% | |
| Inversiones crediticias | 10.526.961 | 9.588.582 | 9,79% | |
| Cartera de inversión a vencimiento | 531.955 | 19.215 | 2.668,44% | |
| Derivados de cobertura | 67.578 | 16.984 | 297,89% | |
| Activos no corrientes en venta | 25.628 | 6.491 | 294,82% | |
| Participaciones | 172.858 | 165.511 | 4,44% | |
| Activos por reaseguros | 44 | 42 | 4,76% | |
| Activo material | 621.504 | 414.065 | 50,10% | |
| Activo intangible | 29.776 | 65.029 | -54,21% | |
| Activos fiscales | 85.215 | 70.309 | 21,20% | |
| Resto de activos | 62.789 | 51.393 | 22,17% | |
| TOTAL ACTIVO | 14.343.786 | 12.255.786 | 17,04% | |
| | <u>PASIVO</u> | 31.12.2008 | 31.12.2007 | Diferencia |
| Cartera de negociación | 11.030 | 2.154 | 412,07% | |
| Otros pasivos financ. a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias | 2.527 | 4.527 | -44,18% | |
| Pasivos financieros a coste amortizado | 12.805.532 | 10.707.788 | 19,59% | |
| Derivados de cobertura | 4.321 | 108.667 | -96,02% | |
| Pasivos por contratos de seguros | 651.655 | 554.262 | 17,57% | |
| Provisiones | 97.339 | 87.876 | 10,77% | |
| Pasivos fiscales | 42.487 | 45.277 | -6,16% | |
| Fondo de la Obra Social | 11.448 | 10.713 | 6,86% | |
| Resto de pasivos | 12.138 | 32.031 | -62,11% | |
| TOTAL PASIVO | 13.638.477 | 11.553.295 | 18,05% | |
| | <u>PATRIMONIO NETO</u> | 31.12.2008 | 31.12.2007 | Diferencia |
| Fondos propios | 702.331 | 651.703 | 7,77% | |
| Ajustes por valoración | (2.169) | 44.750 | 104,85% | |
| Intereses minoritarios | 5.147 | 6.038 | -14,76% | |
| TOTAL PATRIMONIO NETO | 705.309 | 702.491 | 0,40% | |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 14.343.786 | 12.255.786 | 17,04% | |

Caja de Ahorros y Monte de Piedad de las Baleares
 "SA NOSTRA" y Sociedades Dependientes
 Balance Consolidado y Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidadas
 durante los ejercicios 2008 y 2007 reclasificadas según normativa 6/2008

(Expresados en miles de euros)

| | 31.12.2008 | 31.12.2007 | Diferencia |
|---|----------------|----------------|----------------|
| Intereses y rendimientos asimilados | 725.242 | 553.337 | 31,07% |
| Intereses y cargas asimiladas | (475.085) | (314.219) | 51,20% |
| MARGEN DE INTERESES | 250.157 | 239.118 | 4,62% |
| Rendimiento de instrumentos de capital | 16.620 | 3.656 | 354,60% |
| Resultado de entidades valoradas por el método de la participación | (4.466) | 5.362 | -183,29% |
| Comisiones percibidas | 42.964 | 44.898 | -4,31% |
| Comisiones pagadas | (7.396) | (8.394) | -11,89% |
| Resultado de operaciones financieras (neto) | 18.405 | 21.286 | -13,53% |
| Diferencias de cambio (neto) | 259 | 89 | 191,01% |
| Otros productos de explotación | 363.786 | 244.900 | 48,54% |
| Otras cargas de explotación | (362.622) | (236.855) | 53,10% |
| MARGEN BRUTO | 317.707 | 314.060 | 1,16% |
| Gastos de administración | (162.617) | (155.565) | 4,53% |
| Amortización | (16.270) | (15.413) | 5,56% |
| Dotaciones a provisiones (neto) | (537) | (7.249) | -92,32% |
| Pérdidas por deterioro de activos financieros (neto) | (47.090) | (34.301) | 37,28% |
| RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN | 91.173 | 101.532 | -10,20% |
| Pérdida por deterioro del resto de activos (neto) | (7.187) | (800) | 798,38% |
| Ganancias (pérdidas) en la baja de activos no clasificados como no corrientes en venta | (546) | 3.108 | -117,57% |
| Diferencia negativa en combinaciones de negocios | - | - | - |
| Ganancias (pérdidas) de activos no corrientes en venta no clasificados como operaciones interrumpidas | 2.026 | 1.785 | 13,50% |
| RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS | 85.466 | 105.625 | -19,09% |
| Impuesto sobre beneficios | (17.450) | (26.875) | -35,07% |
| RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS | 68.016 | 78.750 | -13,63% |
| RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO | | | |
| Resultado atribuido a la entidad dominante | 67.465 | 77.921 | -13,42% |
| Resultado atribuido a intereses minoritarios | 551 | 829 | -33,53% |
| | 68.016 | 78.750 | -13,63% |

Caja de Ahorros y Monte de Piedad de las Baleares
 "SA NOSTRA" y Sociedades Dependientes
 Balance Consolidado y Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidadas
 durante los ejercicios 2009 y 2008
 reclasificadas según normativa 6/2008

(Expresados en miles de euros)

| <u>ACTIVO</u> | 31.03.2009 | 31.03.2008 | Diferencia |
|---|-------------------|-------------------|---------------|
| Caja y depósitos en bancos centrales | 205.756 | 177.668 | 15.81% |
| Cartera de negociación | 17.508 | 3.233 | 441.54% |
| Otros activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias | 2.250 | 3.822 | -41.13% |
| Activos financieros disponibles para la venta | 2.018.947 | 1.837.392 | 9.88% |
| Inversiones crediticias | 10.549.672 | 9.862.110 | 6.97% |
| Cartera de inversión a vencimiento | 460.156 | 18.115 | 2440.19% |
| Derivados de cobertura | 106.844 | 22.842 | 367.75% |
| Activos no corrientes en venta | 30.569 | 6.725 | 354.56% |
| Participaciones | 151.951 | 175.938 | -13.63% |
| Activos por reaseguros | 44 | 42 | 4.76% |
| Activo material | 551.923 | 336.941 | 63.80% |
| Activo intangible | 30.108 | 27.447 | 9.70% |
| Activos fiscales | 140.980 | 77.308 | 82.36% |
| Resto de activos | 140.399 | 131.532 | 6.74% |
| TOTAL ACTIVO | 14.407.107 | 12.681.115 | 13.61% |
| | | | |
| <u>PASIVO</u> | 31.03.2009 | 31.03.2008 | Diferencia |
| Cartera de negociación | 9.988 | 4.035 | 147.53% |
| Otros pasivos financ. a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias | 2.250 | 3.822 | -41.13% |
| Pasivos financieros a coste amortizado | 12.937.884 | 11.1017.169 | 17.43% |
| Derivados de cobertura | 603 | 0 | 100% |
| Pasivos por contratos de seguros | 639.269 | 617.539 | 3.52% |
| Provisiones | 95.951 | 92.906 | 3.28% |
| Pasivos fiscales | 42.001 | 42.225 | -0.53% |
| Fondo de la Obra Social | 11.310 | 9.959 | 13.57% |
| Resto de pasivos | 17.235 | 114.589 | -84.96% |
| TOTAL PASIVO | 13.756.491 | 11.976.400 | 14.86% |
| | | | |
| <u>PATRIMONIO NETO</u> | 31.03.2009 | 31.03.2008 | Diferencia |
| Fondos propios | 713.918 | 676.113 | 5.59% |
| Ajustes por valoración | -68.459 | 23.258 | -394.35% |
| Intereses minoritarios | 5.157 | 5.344 | -3.50% |
| TOTAL PATRIMONIO NETO | 650.616 | 704.715 | -7.68% |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 14.407.107 | 12.681.115 | 13.61% |

Caja de Ahorros y Monte de Piedad de las Baleares
 "SA NOSTRA" y Sociedades Dependientes
 Balance Consolidado y Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidadas
 durante los ejercicios 2009 y 2008
 reclasificadas según normativa 6/2008

(Expresados en miles de euros)

| | <u>31.03.2009</u> | <u>31.03.2008</u> | <u>Diferencia</u> |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|
| Intereses y rendimientos asimilados | 178.046 | 164.039 | 8.54% |
| Intereses y cargas asimiladas | 115.691 | 104.958 | 10.23% |
| MARGEN DE INTERESES | 62.355 | 59.081 | 5.54% |
| Rendimiento de instrumentos de capital | 584 | 2.090 | -72.06% |
| Resultado de entidades valoradas por el método de la participación | 464 | 983 | -52.80% |
| Comisiones percibidas | 11.059 | 11.036 | 0.21% |
| Comisiones pagadas | 1.660 | 1.510 | 9.93% |
| Resultado de operaciones financieras (neto) | 8.638 | 10.359 | -16.61% |
| Diferencias de cambio (neto) | -431 | 17 | -2.635.29% |
| Otros productos de explotación | 75.401 | 126.391 | -40.34% |
| Otras cargas de explotación | 72.063 | 123.094 | -41.46% |
| MARGEN BRUTO | 84.347 | 85.353 | -1.18% |
| Gastos de administración | 39.743 | 38.206 | 4.02% |
| Amortización | 4.152 | 4.045 | 2.65% |
| Dotaciones a provisiones (neto) | 677 | 2.577 | -73.73% |
| Pérdidas por deterioro de activos financieros (neto) | 13.925 | 7.426 | 87.52% |
| RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN | 25.850 | 33.099 | -21.90% |
| Pérdida por deterioro del resto de activos (neto) | 256 | - | 100% |
| Ganancias (pérdidas) en la baja de activos no clasificados como no corrientes en venta | 344 | 32 | 1.175.00% |
| Diferencia negativa en combinaciones de negocios | - | - | |
| Ganancias (pérdidas) de activos no corrientes en venta no clasificados como operaciones Interrumpidas | -622 | 3 | -20.633.33% |
| RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS | 24.628 | 33.134 | -25.67% |
| Impuesto sobre beneficios | 5.285 | 6.181 | -14.50% |
| RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS | 19.343 | 26.953 | -28.23% |
| RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO | | | |
| Resultado atribuido a la entidad dominante | 19.217 | 26.743 | -28.14% |
| Resultado atribuido a intereses minoritarios | 126 | 210 | -40.00% |
| | 19.343 | 26.953 | -28.23% |

A continuación se añaden los datos de solvencia y morosidad referidos a los dos últimos ejercicios cerrados y auditados y al último trimestre cerrado no auditado

| DATOS en miles de Eur. | 31.03.09 | 31.12.2008 | 31.12.2007 |
|-------------------------------------|-----------------|-------------------|-------------------|
| % Morosidad | 4,015% | 2,931% | 0,411% |
| % Préstamos fallidos | 1,049% | 1,069% | 1,132% |
| COEFICIENTE SOLVENCIA (CONSOLIDADO) | n.d | 10,87% | 10,01% |
| TIER I | n.d | 7,01% | 6,07% |
| TIER II | n.d | 3,85% | 3,94% |

n.d. = No disponible

%Morosidad = Riesgos dudosos / Créditos totales

%Préstamos fallidos = Préstamos fallidos / Total Préstamos

0. FACTORES DE RIESGO

0.1 Factores de riesgo de la Emisión

- **Riesgos de subordinación y prelación de los inversores ante situaciones concursales:** Las obligaciones subordinadas de esta Emisión, se sitúan, en caso de insuficiencia de fondos del Emisor, insolvencia o liquidación del mismo, por detrás de todos los acreedores comunes del Emisor y al mismo nivel que sus acreedores subordinados.
- **Riesgo de liquidez:** Es el riesgo de que no se encuentre contrapartida en el Mercado. Las obligaciones emitidas al amparo de la presente Nota de Valores serán admitidas a negociación en AIAF Mercado de Renta Fija. Sin embargo, no es posible garantizar que vaya a producirse una negociación activa en el mercado, así como tampoco el desarrollo o liquidez de los mercados de negociación par esta emisión. Sa Nostra solicitará la admisión a cotización en AIAF una vez se cierre el período de suscripción. Por tanto, las obligaciones subordinadas no serán, probablemente, admitidas a cotización en AIAF hasta el mes de septiembre de 2009. De esta forma, los suscriptores de las obligaciones subordinadas desembolsadas el 30 de junio de 2009 y el 31 de julio de 2009, al no ser admitidas las mismas a negociación inmediatamente tras su desembolso, tendrán que esperar para poder vender sus obligaciones en AIAF.

No se designará ninguna entidad de liquidez para esta Emisión. Sa Nostra Caja de Baleares no está obligada a ofrecer liquidez en mercado secundario.

- **Riesgo por fluctuación del tipo de interés:** La rentabilidad que se pueda obtener por la inversión en los valores de la presente Emisión, estará sometida a fluctuaciones de los tipos de interés.
- **Riesgo por amortización anticipada:** Es el riesgo que se genera al no encontrar un valor comparable al que teníamos, en el caso de producirse la amortización anticipada del mismo. El Emisor podrá amortizar totalmente la emisión, a la par, libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España, a partir de los cinco años a contar desde la última fecha de desembolso.
- **Riesgo de mercado:** Las obligaciones subordinadas, una vez admitidas a negociación, estarían sometidas a posibles fluctuaciones de sus precios en el mercado en función, principalmente, de la evolución de los tipos de interés y de la duración de la inversión, de las condiciones de mercado y de las condiciones económicas generales. En función de la evolución de dichas condiciones, estas Obligaciones Subordinadas podrían llegar a negociarse por debajo de sus precio de emisión.
- **Calidad Crediticia de la Emisión:** Las obligaciones que se emitan al amparo de la presente Nota de Valores no han sido calificadas por Agencia de calificación alguna.
- **Riesgo de crédito:** Los valores incluidos en la presente Nota de Valores están sujetos al riesgo de pérdida en caso de deterioro de la estructura financiera del emisor, que puede conllevar ciertos riesgos en el pago de los intereses y/o principal de los valores y por tanto generar una disminución del valor de la inversión.

NOTA DE VALORES

1. PERSONAS RESPONSABLES

D. Antonio Fleixas Antón con DNI 41.398.072-G, actuando como Subdirector General Financiero, de conformidad con las facultades delegadas por el Consejo de Administración de la Entidad Emisora de fecha 24 de abril de 2009, tomado al amparo de la autorización de la Asamblea General de la Entidad, de fecha 28 de abril de 2008 y en nombre y representación de la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Baleares (en adelante también Caja de Ahorros de Baleares, la Caja, la Entidad Emisora o el Emisor), con domicilio en Palma de Mallorca, Ramón Llull, nº2. 07001 asume la responsabilidad de las informaciones contenidas en esta Nota de Valores.

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

D. Francesc Colom Coll con DNI 42.995.974-G, Director de Mercats Capitals i Secretaria Financera de la Entidad Emisora, con domicilio a estos efectos en Palma de Mallorca, Ter, nº 16, 07009, comparece en su propio nombre a los solos efectos de aceptar el nombramiento de comisario del sindicato de obligacionistas.

2. FACTORES DE RIESGO

Los factores de riesgo que puedan afectar a los valores que se emiten, amparados por el presente folleto informativo, están detallados en el apartado 0.

3. INFORMACIÓN FUNDAMENTAL

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

No existen intereses particulares de las personas físicas y jurídicas participantes en la oferta.

3.2 Motivo de la Oferta y destino de los ingresos

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

Se ha solicitado computabilidad como recursos propios de la presente Emisión al Banco de España.

El saldo de obligaciones subordinadas vivas del Emisor, incluida la presente Emisión, no supera los límites establecidos en la circular 3/2008 del Banco de España de 22 de mayo para su computabilidad como recursos propios.

Los gastos de emisión estimados son los siguientes:

| <u>Concepto</u> | <u>Importe (euros)</u> |
|--|-------------------------------|
| Registro del Folleto Informativo de emisión en la CNMV. | 8.400,00 |
| Supervisión del proceso de admisión a cotización por la CNMV. | 1.800,00 |
| Tarifa de admisión a cotización en AIAF Mercado de Renta Fija | 3.000,00 |
| Inclusión de la emisión en el registro de anotaciones en cuenta de IBERCLEAR | 1.000,00 |
| Informes independientes | 10.000 |
| Agente de pagos | 3.000 |
| Asesoramiento y tramitación | 2.500 |
| TOTAL | 29.700 |

4. INFORMACIÓN RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A OFERTARSE

4.1 Descripción del tipo y la clase de los valores

La presente Nota de Valores se realiza a los efectos de la Emisión de Obligaciones Subordinadas denominada "QUINTA EMISION DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE BALEARES"

Las Obligaciones Subordinadas son valores que representan una deuda para su Emisor, devengan intereses y son reembolsables por amortización anticipada o a vencimiento, salvo emisiones perpetuas. En base a su condición de emisión subordinada se sitúan a efectos de prelación de créditos tras todos los acreedores con privilegio y ordinarios.

4.2 Legislación de los valores

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

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

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

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

4.3 Representación de los valores

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

4.4 Divisa de la emisión

Los valores estarán denominados en Euros.

4.5 Orden de prelación

La presente emisión de Deuda Subordinada realizada por Caja de Ahorros de Baleares no tendrá garantías reales ni de terceros. El capital y los intereses de la misma están garantizados por el total del patrimonio de Sa Nostra Caja de Baleares.

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

- i. Acreedores con privilegio
- ii. Acreedores ordinarios y depositantes

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

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

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

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

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

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

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

4.7.1 Tipo de interés nominal

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

Tipo de interés fijo.- Desde la fecha de desembolso y hasta el 30 de junio de 2010 exclusive se pagará el tipo de interés fijo del 6% anual.

Tipo de interés variable.- A partir del 30 de junio de 2010 inclusive, el tipo de interés se revisará y fijará semestralmente, determinándose el mismo incrementando el tipo de interés Euribor a 3 meses del segundo día hábil anterior al del inicio del periodo de interés de que se trate, en un margen será de 500 puntos básicos. Dicho tipo resultante se comunicará a los tenedores mediante anuncios en los tableros de anuncios de las oficinas de la Emisora.

El margen de 500 puntos básicos se incrementará en 75 puntos básicos si el emisor no ejercitase su derecho de amortización, una vez transcurridos cinco años desde la fecha del último desembolso.

En concreto, se tomará como Euribor a 3 meses el que figure en la pantalla REUTERS alrededor de las 11:00 horas, hora de Bruselas, correspondiente a la hoja EURIBOR01 (o en la pantalla y hojas que las sustituyan y que sean equivalentes, siempre que las citadas pantallas y hojas no estén disponibles), el segundo día hábil anterior al del inicio del periodo de interés de que se trate, correspondiente al plazo de 3 meses.

La evolución del Euribor 3 meses desde el 31 de enero de 2008 es la siguiente:

| Fecha | Eur3m | Margen | Tipo |
|------------|-------|--------|--------|
| 31/01/2008 | 4,374 | 5,00 | 9,374 |
| 29/02/2008 | 4,384 | 5,00 | 9,384 |
| 31/03/2008 | 4,727 | 5,00 | 9,727 |
| 30/04/2008 | 4,857 | 5,00 | 9,857 |
| 31/05/2008 | 4,864 | 5,00 | 9,864 |
| 30/06/2008 | 4,947 | 5,00 | 9,947 |
| 31/07/2008 | 4,968 | 5,00 | 9,968 |
| 31/08/2008 | 4,963 | 5,00 | 9,963 |
| 30/09/2008 | 5,277 | 5,00 | 10,277 |
| 31/10/2008 | 4,760 | 5,00 | 9,760 |
| 30/11/2008 | 3,853 | 5,00 | 8,853 |
| 31/12/2008 | 2,892 | 5,00 | 7,892 |
| 31/01/2009 | 2,086 | 5,00 | 7,086 |
| 28/02/2009 | 1,825 | 5,00 | 6,825 |
| 31/03/2009 | 1,510 | 5,00 | 6,510 |
| 30/04/2009 | 1,365 | 5,00 | 6,365 |
| 31/05/2009 | 1,262 | 5,00 | 6,262 |

De no publicarse el índice anterior, será de aplicación el tipo de interés aplicado en el pago del último cupón, hasta la nueva publicación del índice reseñado, o en su defecto, el que le sustituya.

Tipo de interés sustitutivo: En el supuesto de ausencia o imposibilidad de obtención del tipo Euribor a 3 meses, el tipo de interés de referencia sustitutivo será el tipo de interés que resulte de efectuar la media aritmética simple de los tipos de interés interbancarios de oferta para operaciones de depósito no transferibles, en euros, a tres meses de vencimiento, aproximadamente a las 11:00 horas de la mañana del segundo Día Hábil inmediatamente anterior al inicio de cada Periodo de Devengo, que declaren los siguientes Entidades:

- * Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
- * Banco Santander Central Hispano
- * CECA
- * Caja Madrid

En el supuesto de imposibilidad de aplicación del tipo de interés de referencia sustitutivo, por no suministrar alguna de las citadas entidades, de forma continuada, declaración de cotizaciones, será de aplicación durante el correspondiente Periodo de Devengo el tipo de interés que resulte de aplicar la media aritmética simple de los tipos de interés declarados por al menos dos de las citadas entidades.

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

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

4.7.2 Procedimiento para el pago de cupones

El primer cupón que será irregular se abonará el 30 de septiembre de 2009 y comprenderá los intereses devengados por el total de las obligaciones suscritas y desembolsadas desde cada fecha de desembolso respectiva, inclusive, hasta la fecha de pago exclusive.

A partir de esta fecha, los intereses devengados serán satisfechos por trimestres vencidos, los días 31 de marzo, 30 de junio, 30 de septiembre y 31 de diciembre de cada uno de los años de vida de la emisión. En caso que el día de pago de un cupón periódico no fuese día hábil a efectos del calendario TARGET, el pago del mismo se trasladará al día hábil inmediatamente posterior, sin que por ese motivo se devengue ningún derecho adicional para los titulares de los valores.

Cupón regular

La cuantía del cupón trimestral para cada Obligación Subordinada será el resultado de aplicar el tipo de cupón (expresado en tanto por ciento) al valor nominal, dividir el producto entre cuatro y, redondear hasta el céntimo de euro más cercano (en el caso de medio céntimo de euro al alza).

Ejemplo de cálculo del primer cupón regular pagadero el 30 de diciembre de 2009 de un valor, aplicando el 6,00% nominal anual sería:

$$\frac{1.000€ * 6,25\%}{4} = 15,625€$$

Cupón irregular

En el supuesto del primer cupón irregular pagadero el 30 de septiembre de 2009, la fórmula de cálculo será la siguiente:

$$C_i = C_r * \frac{d}{D}$$

donde:

C_i = Importe bruto del cupón irregular por cada obligación

C_r = Cupón regular teórico

d = Días naturales transcurridos desde la fecha de desembolso, hasta la fecha del pago de cupón.

D = Días naturales del trimestre objeto de liquidación.

Los cupones irregulares pagaderos el 30 de septiembre de 2009 al tipo fijo del 6,00% para cada una de las fechas de desembolso previstas serían:

Para las obligaciones subordinadas desembolsadas el 30 de junio:

$$C_i = 15,625 \times \frac{92}{92} = 15,625€$$

Para las obligaciones subordinadas desembolsadas el 31 de julio:

$$C_i = 15,625 \times \frac{61}{92} = 10,36€$$

Para las obligaciones subordinadas desembolsadas el 31 de agosto:

$$C_i = 15,625 \times \frac{30}{92} = 5,095€$$

4.7.3 Plazo válido en el que se pueden reclamar los intereses y el reembolso del principal

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

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

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

4.8.1 Precio de amortización

Los valores se amortizarán a la par.

4.8.2 Fecha y modalidades de amortización

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

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

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

Las notificaciones deberán especificar los siguientes extremos:

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

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

4.9 Indicación del rendimiento para el inversor y método de cálculo

La tasa interna de rentabilidad (TIR.) o tipo de interés efectivo previsto para un suscriptor que adquiriese los valores amparados por la presente Nota de Valores en el momento de la emisión y los mantuviese hasta su vencimiento, si se cumplen las hipótesis previstas posteriormente, sería de 6,79%.

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

- Desembolso del total de los valores emitidos el 30 de junio de 2009.
- Amortización de la emisión el 30 de junio de 2019.
- Tipo de interés para el período comprendido desde el 30 de junio de 2009 hasta el 30 de junio de 2019 se toma el Euribor a 3 meses de fecha 30 de abril de 2009 (1,365%) más un margen de 500 puntos básicos.
- Tipo de interés para los siguientes periodos desde el 30 de junio de 2014 hasta el vencimiento, se incrementa en 75 puntos básicos más, el tipo de interés de referencia tomado en el apartado anterior.

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

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

Donde:

P₀ = Precio de Emisión del valor

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

r = Rentabilidad anual efectiva o TIR

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

n = Número de flujos de la Emisión

Base = Base para el cálculo de intereses ACT/365

4.10 Representación de los tenedores de los valores

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

REGLAMENTO DEL SINDICATO DE OBLIGACIONISTAS

Artículo 1.- Con la denominación de SINDICATO DE OBLIGACIONISTAS DE LA QUINTA EMISION DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAJA DE AHORROS DE BALEARES queda constituido un sindicato que tiene por objeto la defensa de los intereses y derechos de los titulares de obligaciones subordinadas emitidas por Caja de Ahorros de Baleares, en su emisión QUINTA, de acuerdo con la legislación vigente.

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

Artículo 3.- El domicilio del Sindicato se fija en Palma de Mallorca en calle ter, nº16, 07009.

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

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

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

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

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

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

Se designa y acepta el cargo de Comisario de la presente emisión, a D. Francesc Colom Coll, Director de Mercats Capitals i Secretaria Financera de la Entidad Emisora, con domicilio a estos efectos en Palma de Mallorca, Ter, nº 16, 07009, quien tendrá las facultades que le atribuyen los Estatutos anteriores.

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

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

Autorización de la Asamblea General de la Entidad Emisora de fecha 28 de abril de 2008.
Acuerdo del Consejo de Administración de la Entidad Emisora de fecha 24 de abril de 2009.

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

4.12 Fecha de emisión

Las fechas de emisión de los valores serán el 30 de junio de 2009, 31 de julio de 2009 y 31 de agosto de 2009.

4.13 Restricciones a la libre transmisibilidad de los valores

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

4.14 Fiscalidad de los valores

A continuación se realiza un breve análisis de las principales consecuencias fiscales derivadas de la adquisición, titularidad y posterior transmisión de las obligaciones subordinadas.

Con carácter enunciativo, aunque no excluyente, la normativa aplicable será:

Ley 35/2006 de 28 de noviembre del Impuesto sobre la Renta de las Persona Físicas y Real Decreto 439/ 2007 de 30 de marzo, por el que se aprueba el reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

Real Decreto legislativo 5/2004 de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de No Residentes, modificado por el Real Decreto-Ley 2/2008, de 21 de abril, de medidas de impulso a la actividad económica y Real Decreto 1.776/2004, de 30 de julio, por el que se aprueba el reglamento del Impuesto sobre la Renta de No Residentes.

Disposición adicional 2ª de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, según redacción dada por la Disposición Adicional 3ª de la Ley 19/2003, de 4 de julio, así como el artículo 44 del RD 1.065/2007, de 27 de julio, por el que se aprueba el Reglamento General de las actuaciones y los procedimientos de gestión e inspección tributaria y de desarrollo de las normas comunes de los procedimientos de aplicación de los tributos.

Este extracto no pretende ser una descripción comprensiva de todas las consideraciones de orden tributario que pudieran ser relevantes en cuanto a una decisión de adquisición o venta de obligaciones subordinadas, ni tampoco pretende abarcar las consecuencias fiscales aplicables

a todas las categorías de inversores, algunos de los cuales pueden estar sujetos a normas especiales.

Por lo tanto, es recomendable que cada uno de los inversores interesados en la adquisición de obligaciones subordinadas consulte con sus abogados o asesores fiscales, quienes les podrán prestar un asesoramiento personalizado a la vista de sus circunstancias particulares. Del mismo modo los inversores habrán de tener en cuenta los cambios que la legislación vigente pueda sufrir en el futuro.

4.14.1 Imposición Indirecta en la adquisición y transmisión de Obligaciones Subordinadas

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

4.14.2 Imposición Directa sobre las rentas derivadas de la titularidad , transmisión o amortización y reembolso de las obligaciones subordinadas

A- Inversores personas físicas y jurídicas residentes fiscales en España

La Información contenida en esta sección se basa en la normativa vigente en la fecha de registro de la presente Nota de Valores: la Ley 35/2006 de 28 de noviembre del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, así como sus reglamentos de desarrollo, aprobados por el Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo y el Real Decreto 1777/2004 de 30 de julio, respectivamente.

En particular, por lo que respecta al Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y al Impuesto sobre Sociedades, el importe de las remuneraciones y/o la diferencia entre el valor de suscripción o adquisición del activo y su valor de transmisión o reembolso tendrán la consideración de rendimiento del capital mobiliario.

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

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

A.1 Excepción a la obligación de retener para personas jurídicas

No obstante el régimen general expuesto en los párrafos anteriores, el artículo 59 q) del Reglamento del Impuesto de Sociedades, establece, para las emisiones posteriores al 1 de enero de 1999, la exención de retención para las rentas obtenidas por personas jurídicas residentes en España, cuando procedan de activos financieros que cumplan las condiciones de estar representados mediante anotaciones en cuenta y estar negociados en un mercado secundario oficial de valores español. En estos casos la excepción a la obligación de practicar retención se aplicará tanto con ocasión del pago del cupón como, en su caso, sobre el

rendimiento del capital mobiliario positivo que pudiera ponerse de manifiesto con ocasión de la transmisión o reembolso de los valores.

A.2 Excepción a la obligación de retener para personas físicas

Por otra parte, el artículo 75.3 e) del Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, establece la exención de retención para las rentas obtenidas por personas físicas residentes en España derivadas de la transmisión o reembolso de activos financieros con rendimiento explícito, siempre que estén representados mediante anotaciones en cuenta y se negocien en un mercado secundario oficial de valores español.

No obstante, quedará sujeta a retención la parte del precio que equivalga al cupón corrido en las transmisiones de activos efectuadas dentro de los treinta días inmediatamente anteriores al vencimiento del cupón, cuando el adquirente sea un persona o entidad no residente en territorio español, o sea sujeto pasivo del Impuesto sobre Sociedades, y los rendimientos explícitos derivados de los valores transmitidos estén exceptuados de la obligación de retener en relación con el adquirente (artículo 75.3 e) del Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas).

A.3 Impuesto sobre el Patrimonio

Con efectos a partir del 1 de enero de 2008 se suprime el gravamen del Impuesto sobre el Patrimonio tanto para Residentes como para No residentes, así como las obligaciones tributarias derivadas del mismo. Artículo Tercero y Disposición Final 5ª de la Ley 4/2008 de 23 de Diciembre.

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

A.4 Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones.

De conformidad con la Ley 29/1987, de 18 de diciembre, del Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones, las adquisiciones a títulos lucrativo por personas físicas están sujetas al impuesto en los términos previstos en la normativa del mismo. En algunas Comunidades Autónomas se han regulado normas especiales que prevén determinadas exenciones o reducciones, por lo que deberían ser consultadas.

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

B Inversiones no residentes en España

Tal y como ha sido confirmado por la Administración Tributaria en contestación vinculante de la Dirección General de Tributos(DGT) de fecha 7 de febrero de 2005, a estas emisiones le será de aplicación lo dispuesto por la Disposición Adicional 2ª de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, según la redacción dada por la Disposición Adicional 3ª de la Ley 19/2003, de 4 de julio, será de aplicación a las emisiones de cualquiera instrumentos de deuda, tanto si son emitidos directamente por una entidad de crédito como si se realiza a través de una filial, siempre que se cumplan los restantes requisitos exigidos relativos fundamentalmente a que los valores coticen en un mercado secundario organizado.

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

La citada Disposición adicional 2ª de la Ley 13/1985, en su redacción dada por la Disposición adicional 3ª de la Ley 19/2003, de 4 de Julio, dispone que las rentas derivadas de las emisiones amparadas por la misma, obtenidas por personas o entidades no residentes en territorio español que actúen en él sin la mediación de un establecimiento permanente, estarán exentas del IRNR en los mismos términos establecidos para los rendimientos derivados de la Deuda Pública en el artículo 14.d) del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de No Residentes. El citado precepto, modificado por el Real Decreto-Ley 2/2008 de 21 de abril, de medidas de impulso a la actividad económica, prevé que, en el supuesto de que los tenedores sean personas físicas o jurídicas no residentes en España los rendimientos derivados de estos títulos, tanto si proceden del cobro de cupón como si proceden de la transmisión o reembolso de los valores estarán exentos de tributación en España.

Para hacer efectiva la exención anteriormente descrita, es necesario cumplir con la obligación de suministro de información, de acuerdo con lo dispuesto por el artículo 44 del Real Decreto 1065/2007, de 27 de julio, por el que se aprueba el Reglamento General de las actuaciones y los procedimientos de gestión e inspección tributaria y de desarrollo de las normas comunes de los procedimientos de aplicación de los tributos.

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

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

B.1 Impuesto sobre el Patrimonio

Con efectos a partir del 1 de enero de 2008 se suprime el gravamen del Impuesto sobre el Patrimonio tanto para Residentes como para No residentes, así como las obligaciones tributarias derivadas del mismo. Artículo Tercero y Disposición Final 5ª de la Ley 4/2008 de 23 de Diciembre.

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

B.2 Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones.

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

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

C-Obligaciones de Información

A estas emisiones les son de aplicación los requerimientos de información sobre la identidad residencia y títulos poseídos por parte del beneficiario efectivo de los rendimientos de las obligaciones subordinadas, conforme a la Disposición Adicional 2ª de la Ley 13/1985, de 25 de Mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, según la redacción dada por la Disposición Adicional 3ª de la Ley 19/2003, de 4 de Julio.

Asimismo, a estas emisiones les es de aplicación lo dispuesto por el artículo 44 del RD 1065/2007, de 27 de julio, por el que se aprueba el Reglamento General de las actuaciones y los procedimientos de gestión e inspección tributaria y de desarrollo de las normas comunes de los procedimientos de aplicación a los tributos.

5. CLÁUSULAS Y CONDICIONES DE LA OFERTA

5.1 Descripción de la Oferta Pública

5.1.1 Condiciones a las que está sujeta la Oferta

No aplica.

5.1.2 Importe de la Oferta

El importe nominal máximo de la Oferta, amparada por la presente Nota de Valores, será de SESENTA MILLONES de euros (Eur 60.000.000,00), representado por 60.000 valores de 1.000,00 euros de nominal unitario cada uno de ellos.

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

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

El periodo de suscripción se iniciará el día siguiente hábil a la inscripción de la presente Nota de Valores en el Registro Oficial de la CNMV y una vez publicada la mencionada Nota en la página web de Caja de Ahorros de Baleares.

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

La suscripción de las obligaciones se efectuará mediante el sistema de ventanilla abierta hasta la total colocación de la emisión o, en todo caso, hasta el 31 de agosto de 2009, que finaliza el periodo de suscripción, quedando reducida la emisión y contraído su importe, al valor nominal de las obligaciones colocadas en la expresada fecha de cierre, de no haberse cubierto en su totalidad. El desembolso para el público en general será los días 30 de junio de 2009 (para las suscripciones realizadas hasta el 29 de junio de 2009), 31 de julio (para suscripciones desde el 30 de junio al 30 de julio de 2009) y 31 de agosto de 2009 (para suscripciones desde 31 de julio a 30 de agosto de 2009). No obstante, desde la fecha en que el suscriptor dé la orden de suscripción y hasta la fecha de desembolso respectiva, se efectuará una retención por el

importe suscrito en la cuenta a la vista de los suscriptores por este concepto, la cual se remunerará al tipo que tenga establecido la mencionada cuenta.

En el supuesto de que con anterioridad a la fecha de desembolso, se produjera un descenso en la calificación crediticia del Emisor o de emisiones de similares características del Emisor, se abrirá un periodo de revocación a favor de los suscriptores de 2 días hábiles a contar desde la publicación por el Emisor de un Suplemento a la presente Nota de Valores, comunicando el descenso del rating del Emisor. En caso de que no haya 2 días hábiles hasta la fecha de desembolso, se modificará ésta con el fin de que existan estos dos días hábiles para la revocación. En dicho periodo de revocación los inversores que así lo deseen podrán revocar las solicitudes de suscripción realizadas.

La oficina ante la que se formule la orden de suscripción deberá informar a los peticionarios que de conformidad con la normativa vigente están a su disposición la Nota de Valores de la Emisión, el Documento de Registro del Emisor y le entregará un resumen explicativo de la operación inscrito en la CNMV, el cual una vez analizado por el suscriptor deberá ser visado y firmado por ésta con anterioridad a la contratación de la emisión.

La oficina ante la que se formule la orden, también entregará la copia de ésta al suscriptor. Se archivará en la oficina de la Caja, copia de la orden de suscripción y del resumen firmados por el cliente.

Caja de Ahorros de Baleares aplicará de forma rigurosa la normativa MIFID, por aplicación de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley del Mercado de valores y siguiendo con el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios e inversión, a través de las diferentes políticas y procedimientos internos definidos al efecto, en los cuales se contienen reglas detalladas para la calificación y clasificación de productos y la posterior comercialización de los mismos.

La aplicación de dichas políticas y procedimiento ha supuesto lo siguiente:

a) De acuerdo con la normativa interna definida, Caja de Ahorros de Baleares ha clasificado la Emisión de Obligaciones Subordinadas como instrumento financiero complejo. De acuerdo con esto, se evaluará si el producto ofrecido al cliente es adecuado para el cliente según su conocimiento y experiencia financiera, mediante el preceptivo Test de Conveniencia.

b) Se aplicará a la comercialización de la Emisión de Obligaciones Subordinadas la normativa interna recogida en el "Manual de Procedimientos Comerciales" de Caja de Ahorros de Baleares, que recoge las exigencias específicas de comercialización.

c) Además, se han elaborado unas instrucciones específicas de comercialización recogidas en la correspondiente circular interna dirigida a los canales comerciales, en la que, entre otras cosas, se señala que:

- Se utilizará un modelo específico de orden de suscripción para este producto.
- Se entregará a los clientes un resumen que, de una forma breve y en un lenguaje no técnico, reflejará las características y los riesgos esenciales asociados al Emisor. En la orden de valores que firme el cliente se incluirá un literal que indique que el cliente reconoce haber recibido el mencionado resumen informativo. Adicionalmente, se archivarán en la sucursal una copia de la orden de valores y del resumen informativo firmados por el cliente.

5.1.4 Método de prorrateo

No aplicable.

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

El mínimo a suscribir es de un valor (1.000 euros). El límite máximo de solicitud es el importe de la Oferta.

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

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

Una vez inscritas las obligaciones en el registro contable de IBERCLEAR y de sus entidades participantes, los titulares de las obligaciones tendrán derecho a obtener de las entidades participantes los certificados de legitimación correspondientes a dichas obligaciones, de conformidad con lo dispuesto en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero. Las entidades participantes expedirán dichos certificados de legitimación antes de que concluya el día hábil siguiente a aquél en que se hayan solicitado por los suscriptores.

El desembolso de las obligaciones se realizará mediante los correspondientes apuntes en cuenta a la vista en cada una de las fechas de desembolso (30 de junio, 31 de julio y 31 de agosto de 2009).

5.1.7 Publicación de los resultados de la Oferta

Una vez procedido al cierre del periodo de suscripción y desembolso del importe de los valores suscritos, se comunicará este hecho a la Comisión Nacional del Mercado de Valores mediante certificado acreditativo.

5.1.8 Procedimiento para el ejercicio de cualquier derecho preferente de compra

No Aplicable.

5.2 Plan de colocación y adjudicación

5.2.1 Categorías de inversores a los que se Ofertan los valores

La presente Oferta de valores se destina al público en general, tanto nacional como extranjero, por lo que el colectivo de potenciales suscriptores no está limitado en manera alguna.

5.2.2 Notificación a los solicitantes de la cantidad asignada

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

5.3 Precios

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

El precio de los valores será del 100%, sin prima de emisión.

En cuanto al importe efectivo de cada uno de los valores, calculado en función de ese precio, será de 1.000,00€.

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

El mantenimiento de los valores a favor de los suscriptores y de los tenedores posteriores en los registros de Iberclear y de las entidades participantes, estarán sujetos a las comisiones y gastos repercutibles que, en cada momento, dichas entidades tengan establecidos de acuerdo con la legislación vigente y hayan sido comunicadas al Banco de España y/o a la CNMV.

5.4 Colocación y Aseguramiento

5.4.1 Entidades coordinadoras y participantes en la colocación

No aplicable.

5.4.2 Agente de Pagos

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

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

5.4.3 Entidades Aseguradoras y procedimiento

No aplicable.

5.4.4 Fecha del acuerdo de aseguramiento

No aplicable.

6. ACUERDOS DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y NEGOCIACIÓN

6.1 Solicitudes de admisión a cotización

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

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

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

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

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

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

VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN AIAF MERCADO DE RENTA FIJA:

(Fuente: página web de AIAF y propia)

| | ISIN | Fecha vto. | Emitido y en circulación | Tipo de interés actual |
|--------------------|---------------------|-------------------|---------------------------------|-------------------------------|
| <i>Deuda</i> | | | | |
| <i>Subordinada</i> | <i>ES0214926026</i> | <i>30/12/2014</i> | <i>60 Mill €.</i> | <i>2,024%</i> |
| <i>Deuda</i> | | | | |
| <i>Subordinada</i> | <i>ES0214926018</i> | <i>18/03/2015</i> | <i>100 Mill. €</i> | <i>2,018%</i> |

(Todas las emisiones están en euros)

6.3 Entidades de liquidez

No hay ninguna Entidad de liquidez.

7. INFORMACIÓN ADICIONAL

7.1 Personas y entidades asesoras en la emisión

No aplicable.

7.2 Información de la nota de valores revisada por los auditores

No aplicable.

7.3 Otras informaciones aportadas por terceros

Las condiciones económico-financieras de la presente Emisión han sido evaluadas por Analistas Financieros Internacionales y por Solventis, que han autorizado su publicación en la CNMV como anexo a esta Nota de Valores.

7.4 Ratings

La presente emisión no ha sido calificada por agencia de calificación alguna.

Caja de Ahorros de Baleares ha sido calificada por la entidad calificador independiente FITCH RATINGS en BBB⁺ (perspectiva negativa) (*) para la deuda a largo plazo y F2 para la deuda a corto plazo (**), con fecha 29 de abril de 2009.

(*) La calificación BBB⁺ indica que existe una expectativa de riesgo de crédito baja. La capacidad para la devolución del principal e intereses de manera puntual es adecuada, aunque cambios adversos en circunstancias y en condiciones económicas podrían afectar esta capacidad. La perspectiva negativa implica que hay factores que de no ser corregidos pueden introducir presión a la baja del rating de la entidad.

(**) La calificación F2 indica una capacidad financiera satisfactoria para hacer frente al pago de las obligaciones financieras de manera puntual pero el margen de seguridad no es tan elevado como el de una mejor calificación.

En el supuesto de que con anterioridad a la fecha de desembolso, se produjera un descenso en la calificación crediticia del Emisor o de emisiones de similares características del Emisor, se abrirá un periodo de revocación a favor de los suscriptores de 2 días hábiles a contar desde la publicación por el Emisor de un Suplemento a la presente Nota de Valores, comunicando el descenso del rating del Emisor. En caso de que no haya 2 días hábiles hasta la fecha de desembolso, se modificará ésta con el fin de que existan estos dos días hábiles para la revocación. En dicho periodo de revocación los inversores que así lo deseen podrán revocar las solicitudes de suscripción realizadas.

A continuación se adjunta tabla con los significados de las calificaciones de largo y corto plazo que asigna la entidad cualificadota Fitch:

| L A R G O P L A Z O | FITCH-RATINGS | SIGNIFICADO |
|--------------------------------|----------------------|---|
| Grado inversión | AAA | ▫ Máxima calidad crediticia |
| | AA+ AA AA- | ▫ Muy alta calidad crediticia |
| | A+ A A- | ▫ Alta calidad crediticia |
| | BBB+ BBB BBB- | ▫ Buena calidad de crédito |
| Grado especulativo | BB+ BB BB- | ▫ Especulativo |
| | B+ B B- | ▫ Muy especulativo |
| | CCC CC C | ▫ Alto riesgo de impago |
| | DDD DD D | ▫ Impago |
| C O R T O P L A Z O | | SIGNIFICADO |
| Grado inversión | F1+ F1 | ▫ Alto grado de solvencia |
| | F2 | ▫ Fuerte capacidad de pago |
| | F3 | ▫ Capacidad satisfactoria; Elementos de vulnerabilidad |
| Grado especulativo | B C D | ▫ Capacidad de pago inferior a las categorías anteriores. |
| | | |
| | | |
| | | |

8. ACTUALIZACIÓN DEL DOCUMENTO DE REGISTRO

Se incorporan por referencia a la presente Nota de Valores, inscrita en el Registro Oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las Cuentas Anuales Consolidadas e Individuales auditadas, correspondientes al ejercicio anual cerrado a 31 de diciembre de 2008. Dichas cuentas se encuentran disponibles en la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores www.cnmv.es, y en la página web de la Entidad www.sanostra.es.

Se incorpora por referencia también el informe del Gobierno Corporativo de fecha 22 de mayo de 2009 que se ha depositado en la CNMV con fecha 25 de mayo 2009 y puede ser consultado en la página web www.sanostra.es.

Desde la fecha de inscripción del Documento de Registro hasta la fecha de registro de la presente Nota de Valores, no se han producido hechos significativos salvo lo comunicado como hechos relevantes a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la información financiera, auditada a 31 de diciembre de 2008.

Se presentan a continuación el Balance de Situación y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidados a 31 de diciembre de los ejercicios 2007 y 2008, según Circular 4/2004 y 6/2008 de Banco de España y reclasificados según dichas normativas. También se adjuntan las

cuentas consolidadas reclasificadas según normativas vigentes (Circular Banco de España 4/2004 y 6/2008) de los períodos de marzo 2009 y marzo 2008.

Caja de Ahorros y Monte de Piedad de las Baleares
 "SA NOSTRA" y Sociedades Dependientes
 Balance Consolidado y Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidadas
 Periodo 2008 y 2007 reclasificadas según normativa 6/2008

(Expresados en miles de euros)

| <u>ACTIVO</u> | <u>31.12.2008</u> | <u>31.12.2007</u> | <u>Diferencia</u> |
|---|--------------------------|--------------------------|----------------------|
| Caja y depósitos en bancos centrales | 157.264 | 167.722 | -6,24% |
| <i>Cartera de negociación</i> | | | |
| Valores representativos de deuda | 156 | 153 | 1,96% |
| Instrumentos de capital | - | - | - |
| Derivados de negociación | 16.125 | 2.847 | 466,39% |
| | <u>16.281</u> | <u>3.000</u> | <u>442,70%</u> |
| Otros activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias | 2.527 | 4.528 | -44,19% |
| Valores representativos de deuda | | | |
| Activos financieros disponibles para la venta | | | |
| Valores representativos de deuda | 1.728.135 | 1.299.180 | 33,02% |
| Instrumentos de capital | 315.271 | 583.735 | -17,84% |
| <i>Pro-memoria: prestados o en garantía</i> | <i>1.526.736</i> | <i>335.086</i> | <i>355,63%</i> |
| | <u>2.043.406</u> | <u>1.682.915</u> | <u>21,42%</u> |
| Inversiones crediticias | | | |
| Depósitos en entidades de crédito | 313.893 | 198.208 | 58,37% |
| Crédito a la clientela | 10.213.068 | 9.390.374 | 8,76% |
| Valores representativos de deuda | | | |
| | <u>10.526.961</u> | <u>9.588.582</u> | <u>9,79%</u> |
| Cartera de inversión a vencimiento | 531.955 | 19.215 | 2.668,44% |
| <i>Pro-memoria: prestados o en garantía</i> | <i>17.151</i> | <i>12.208</i> | <i>40,49%</i> |
| Derivados de cobertura | 67.578 | 16.984 | 297,89% |
| Activos no corrientes en venta | 25.628 | 6.491 | 294,82% |
| Participaciones | | | |
| Entidades asociadas | 172.858 | 165.511 | 4,44% |
| Activos por reaseguros | 44 | 42 | 4,76% |
| Activo material | | | |
| Inmovilizado material | 274.069 | 226.555 | 20,97% |
| De uso propio | 211.946 | 206.694 | 2,54% |
| Cedidos en arrendamiento operativo | 52.017 | 9.453 | 450,27% |
| Afectos a la Obra Social | 10.106 | 10.408 | -2,90% |
| Inversiones inmobiliarias | 347.435 | 187.510 | 85,29% |
| | <u>621.504</u> | <u>414.065</u> | <u>50,10%</u> |
| Activo intangible | | | |
| Fondo de comercio | 1.024 | 860 | 19,07% |
| Otro activo intangible | 28.752 | 64.169 | -55,19% |
| | <u>29.776</u> | <u>65.029</u> | <u>-54,21%</u> |
| Activos fiscales | | | |
| Corrientes | 12.815 | 5.460 | 134,71% |
| Diferidos | 72.400 | 64.849 | 11,64% |
| | <u>85.215</u> | <u>70.309</u> | <u>21,20%</u> |
| Resto de activos | | | |
| Existencias | 13.158 | 12.991 | 1,29% |
| Otros | 49.631 | 38.402 | 29,24% |
| | <u>62.789</u> | <u>51.393</u> | <u>22,17%</u> |
| TOTAL ACTIVO | <u>14.343.786</u> | <u>12.255.786</u> | <u>17,04%</u> |

Caja de Ahorros y Monte de Piedad de las Baleares
 "SA NOSTRA" y Sociedades Dependientes
 Balance Consolidado y Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidadas
 Periodo 2008 y 2007 reclasificadas según normativa 6/2008

(Expresados en miles de euros)

| <u>PASIVO</u> | 31.12.2008 | 31.12.2007 | Diferencia |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|
| Cartera de negociación | 11.030 | 2.154 | 412,07% |
| Derivados de negociación | 11.030 | 2.154 | 412,07% |
| Otros pasivos financ. a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias | 2.527 | 4.527 | -44,18% |
| Pasivos financieros a coste amortizado | | | |
| Depósitos de bancos centrales | 888.599 | 65.000 | 1.267,08 |
| Depósitos de entidades de crédito | 1.541.485 | 1.498.382 | 2,88% |
| Depósitos de la clientela | 9.306.583 | 8.331.249 | 11,71% |
| Débitos representados por valores negociables | 482.252 | 310.477 | 55,33% |
| Pasivos subordinados | 335.275 | 335.226 | 0,01% |
| Otros pasivos financieros | 251.338 | 167.454 | 50,09% |
| | 12.805.532 | 10.707.788 | 19,59% |
| Derivados de cobertura | 4.321 | 108.667 | -96,02% |
| Pasivos por contratos de seguros | 691.655 | 594.262 | 17,37% |
| Provisiones | | | |
| Fondos para pensiones y obligaciones similares | 81.116 | 80.366 | 0,93% |
| Provisiones para impuestos y otras contingencias legales | 154 | 318 | -51,57% |
| Provisiones para riesgos y compromisos contingentes | 5.111 | 6.191 | -17,44% |
| Otras provisiones | 10.958 | 1.001 | 994,71% |
| | 97.339 | 87.876 | 10,77% |
| Pasivos fiscales | | | |
| Corrientes | 4.017 | 3.201 | 25,49% |
| Diferidos | 38.470 | 42.076 | -8,17% |
| | 42.487 | 45.277 | -6,16% |
| Fondo de la Obra Social | 11.448 | 10.713 | 6,86% |
| Resto de pasivos | 12.138 | 32.031 | -62,11% |
| TOTAL PASIVO | 13.638.477 | 11.553.295 | 18,05% |
| | <u>31.12.2008</u> | <u>31.12.2007</u> | <u>Diferencia</u> |
| Fondos propios | | | |
| Fondo de dotación | - | - | - |
| Escriturado | - | - | - |
| Reservas | | | |
| Reservas (pérdidas) acumuladas | 603.428 | 544.922 | 10,74% |
| Reservas (pérdidas) entidades valoradas por el método de participación | 31.438 | 28.860 | 8,93% |
| | 634.866 | 573.782 | 10,65% |
| Otros instrumentos de capital | | | |
| Cuotas participativas y fondos asociados | | | |
| Menos: Valores propios | | | |
| Resultado del ejercicio atribuido a la entidad dominante | 67.465 | 77.921 | -13,42% |
| | 702.331 | 651.703 | 7,77% |
| Ajustes por valoración | | | |
| Activos financieros disponibles para la venta | (3.656) | 39.889 | -105,44% |
| Diferencias de cambio | - | - | - |
| Entidades valoradas por el método de la participación | 1.487 | 4.861 | -69,41% |
| | (2.169) | 44.750 | -104,85% |
| Intereses minoritarios | | | |
| Ajustes por valoración | (805) | (362) | -122,38% |
| Resto | 5.952 | 6.400 | -7,00% |
| | 5.147 | 6.038 | -14,76% |
| TOTAL PATRIMONIO NETO | 705.309 | 702.491 | 0,40% |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 14.343.786 | 12.255.786 | 17,04% |

Caja de Ahorros y Monte de Piedad de las Balenes
 "SA NOSTRA" y Sociedades Dependientes
 Balance Consolidado y Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidadas
 Periodo 2008 y 2007 reclasificadas según normativa 6/2008

(Expresados en miles de euros)

| | 31.12.2008 | 31.12.2007 | Diferencia |
|---|----------------|----------------|----------------|
| Intereses y rendimientos asimilados | 725.242 | 553.337 | 31,07% |
| Intereses y cargas asimiladas | (475.085) | (314.219) | 51,20% |
| MARGEN DE INTERESES | 250.157 | 239.118 | 4,62% |
| Rendimiento de instrumentos de capital | 16.620 | 3.656 | 354,60% |
| Resultado de entidades valoradas por el método de la participación | (4.466) | 5.362 | -183,29% |
| Comisiones percibidas | 42.964 | 44.898 | -4,31% |
| Comisiones pagadas | (7.396) | (8.394) | -11,89% |
| Resultado de operaciones financieras (neto) | | | |
| Cartera de negociación | 2.754 | 760 | 262,37% |
| Otros instrumentos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias | - | (17) | -100,00% |
| Instrumentos financieros no valorados a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias | 15.903 | 20.422 | -22,13% |
| Otros | (252) | 121 | -308,26% |
| | 18.405 | 21.286 | -13,53% |
| Diferencias de cambio (neto) | 259 | 89 | 191,01% |
| Otros productos de explotación | | | |
| Ingresos de contratos de seguros y reaseguros emitidos | 322.082 | 206.204 | 56,20% |
| Ventas e ingresos por prestación de servicios no financieros | 32.635 | 29.531 | 10,51% |
| Resto de otros productos de explotación | 9.069 | 9.165 | -1,05% |
| | 363.786 | 244.900 | 48,54% |
| Otras cargas de explotación | | | |
| Gastos de contratos de seguros y reaseguros | (343.957) | (219.859) | 56,44% |
| Variación de existencias | - | - | - |
| Resto de cargas de explotación | (18.665) | (16.996) | 9,82% |
| | (362.622) | (236.855) | 53,10% |
| MARGEN BRUTO | 317.707 | 314.060 | 1,16% |
| Gastos de administración | | | |
| Gastos de personal | (109.947) | (107.956) | 1,84% |
| Otros gastos generales de administración | (52.670) | (47.609) | 10,63% |
| | (162.617) | (155.565) | 4,53% |
| Amortización | (16.270) | (15.413) | 5,56% |
| Dotaciones a provisiones (neto) | (557) | (7.249) | -92,32% |
| Pérdidas por deterioro de activos financieros (neto) | | | |
| Inversiones crediticias | (36.697) | (32.870) | 11,64% |
| Otros instrumentos financieros no valorados a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias | (10.393) | (1.431) | 626,28% |
| | (47.090) | (34.301) | 37,28% |
| RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN | 91.173 | 101.532 | -10,20% |
| Pérdida por deterioro del resto de activos (neto) | | | |
| Fondo de comercio y otro activo intangible | - | (800) | -100,00% |
| Otros activos | (7.187) | - | 100,00% |
| | (7.187) | (800) | 798,38% |
| Ganancias (pérdidas) en la baja de activos no clasificados como no corrientes en venta | (546) | 3.108 | -117,57% |
| Diferencia negativa en combinaciones de negocios | - | - | - |
| Ganancias (pérdidas) de activos no corrientes en venta no clasificados como operaciones interrumpidas | 2.026 | 1.785 | 13,50% |
| RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS | 85.466 | 105.625 | -19,09% |
| Impuesto sobre beneficios | (17.450) | (26.875) | -35,07% |
| RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS | 68.016 | 78.750 | -13,63% |
| RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO | | | |
| Resultado atribuido a la entidad dominante | 67.465 | 77.921 | -13,42% |
| Resultado atribuido a intereses minoritarios | 551 | 829 | -33,53% |
| | 68.016 | 78.750 | -13,63% |

Caja de Ahorros y Monte de Piedad de las Baleares
"SA NOSTRA" y Sociedades Dependientes

Balance y Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidados
para los periodos marzo 2009 y marzo 2008

(Expresados en miles de euros)

| <u>ACTIVO</u> | <u>31.03.2009</u> | <u>31.03.2008</u> | <u>Diferencia</u> |
|---|--------------------------|--------------------------|----------------------|
| Caja y depósitos en bancos centrales | 205.756 | 177.668 | 15.81% |
| Cartera de negociación | | | |
| Valores representativos de deuda | 159 | 154 | 3.25% |
| Instrumentos de capital | - | - | |
| Derivados de negociación | 17.349 | 3.079 | 463.46% |
| | <u>17.508</u> | <u>3.233</u> | <u>441.54%</u> |
| Otros activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias | 2.250 | 3.822 | 41.13% |
| Valores representativos de deuda | | | |
| Activos financieros disponibles para la venta | | | |
| Valores representativos de deuda | 1.698.809 | 1.504.750 | 12.90% |
| Instrumentos de capital | 320.138 | 332.642 | -3.76% |
| <i>Pro-memoria: prestados o en garantía</i> | <i>1.224.079</i> | <i>602.376</i> | <i>103.21%</i> |
| | <u>2.018.947</u> | <u>1.837.392</u> | <u>9.88%</u> |
| Inversiones crediticias | | | |
| Depósitos en entidades de crédito | 289.628 | 200.320 | 44.58% |
| Crédito a la clientela | 10.260.044 | 9.661.790 | 6.19% |
| Valores representativos de deuda | | | |
| | <u>10.549.672</u> | <u>9.862.110</u> | <u>6.97%</u> |
| Cartera de inversión a vencimiento | 460.156 | 18.115 | 2440.19% |
| <i>Pro-memoria: prestados o en garantía</i> | <i>460.156</i> | <i>6.744</i> | <i>6723.19%</i> |
| Derivados de cobertura | 106.844 | 22.842 | 367.75% |
| Activos no corrientes en venta | 30.569 | 6.725 | 354.56% |
| Participaciones | | | |
| Entidades asociadas | 151.951 | 175.938 | -13.63% |
| Activos por reaseguros | 44 | 42 | 4.76% |
| Activo material | | | |
| Inmovilizado material | 298.879 | 276.831 | 7.96% |
| De uso propio | 209.481 | 215.487 | -2.79% |
| Cedidos en arrendamiento operativo | 70.069 | 51.682 | 35.11% |
| Afectos a la Obra Social | 9.969 | 9.662 | 3.18% |
| Inversiones inmobiliarias | 253.044 | 60.110 | 320.97% |
| | <u>551.923</u> | <u>336.941</u> | <u>63.80%</u> |
| Activo intangible | | | |
| Fondo de comercio | 1.080 | 860 | 25.58% |
| Otro activo intangible | 29.028 | 26.587 | 9.18% |
| | <u>30.108</u> | <u>27.447</u> | <u>9.70%</u> |
| Activos fiscales | | | |
| Corrientes | 41.652 | 6.806 | 511.99% |
| Diferidos | 99.328 | 70.502 | 40.89% |
| | <u>140.980</u> | <u>77.308</u> | <u>82.36%</u> |
| Resto de activos | | | |
| Existencias | 99.183 | 101.466 | -2.25% |
| Otros | 41.216 | 30.066 | 37.09% |
| | <u>140.399</u> | <u>131.532</u> | <u>6.74%</u> |
| TOTAL ACTIVO | <u>14.407.107</u> | <u>12.681.115</u> | <u>13.61%</u> |

Caja de Ahorros y Monte de Piedad de las Baleares
"SA NOSTRA" y Sociedades Dependientes

Balance y Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidados
para los periodos marzo 2009 y marzo 2008

(Expresados en miles de euros)

| <u>PASIVO</u> | 31.03.2009 | 31.03.2008 | Diferencia |
|---|------------------------|-------------------|-------------------|
| Cartera de negociación | 9.988 | 4.035 | 147.53% |
| Derivados de negociación | 9.988 | 4.035 | 147.53% |
| Otros pasivos financ. a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias | 2.250 | 3.822 | -41.13% |
| Pasivos financieros a coste amortizado | | | |
| Depósitos de bancos centrales | 1.098.926 | 0 | 100% |
| Depósitos de entidades de crédito | 1.175.081 | 1.856.237 | -36.70% |
| Depósitos de la clientela | 9.536.981 | 8.359.271 | 14.09% |
| Débitos representados por valores negociables | 564.011 | 298.220 | 89.13% |
| Pasivos subordinados | 335.158 | 335.219 | -0.02% |
| Otros pasivos financieros | 227.727 | 168.222 | 35.37% |
| | 12.937.884 | 11.017.169 | 17.43% |
| Derivados de cobertura | 603 | 74.156 | -99.19% |
| Pasivos por contratos de seguros | 639.269 | 617.539 | 3.52% |
| Provisiones | | | |
| Fondos para pensiones y obligaciones similares | 83.911 | 84.169 | -0.31% |
| Provisiones para impuestos y otras contingencias legales | 154 | 220 | -30.00% |
| Provisiones para riesgos y compromisos contingentes | 4.295 | 6.350 | -32.36% |
| Otras provisiones | 7.591 | 2.167 | 250.30% |
| | 95.951 | 92.906 | 3.28% |
| Pasivos fiscales | | | |
| Corrientes | 15.733 | 3.765 | 317.88% |
| Diferidos | 26.268 | 38.460 | -31.70% |
| | 42.001 | 42.225 | -0.53% |
| Fondo de la Obra Social | 11.310 | 9.959 | 13.57% |
| Resto de pasivos | 17.235 | 114.589 | -84.96% |
| TOTAL PASIVO | 13.756.941 | 11.976.400 | 14.87% |
| | <u>PATRIMONIO NETO</u> | | <u>Diferencia</u> |
| Fondos propios | | | |
| Fondo de dotación | - | - | |
| Escriturado | - | - | |
| Reservas | | | |
| Reservas (pérdidas) acumuladas | 671.990 | 616.446 | 9.01% |
| Reservas (pérdidas) entidades valoradas por el método de participación | 22.711 | 32.924 | -31.02% |
| | 694.701 | 649.370 | 6.98% |
| Otros instrumentos de capital | | | |
| Cuotas participativas y fondos asociados | | | |
| Menos: Valores propios | | | |
| Resultado del ejercicio atribuido a la entidad dominante | 19.217 | - | 100% |
| | 713.918 | 649.370 | 9.94% |
| Ajustes por valoración | | | |
| Activos financieros disponibles para la venta | -67.321 | 16.652 | -504.28% |
| Diferencias de cambio | - | - | |
| Entidades valoradas por el método de la participación | -1.138 | 6.606 | -117.23% |
| | -68.459 | 23.258 | -394.35% |
| Intereses minoritarios | | | |
| Ajustes por valoración | -871 | -601 | 44.93% |
| Resto | 6.028 | 5.945 | 1.40% |
| | 5.157 | 5.344 | -3.50% |
| TOTAL PATRIMONIO NETO | 650.616 | 704.715 | -7.68% |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 14.407.107 | 12.681.115 | 13.61% |

Balance y Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidados
para los períodos marzo 2009 y marzo 2008

(Expresados en miles de euros)

| | 31.03.2009 | 31.03.2008 | Diferencia |
|---|---------------|---------------|----------------|
| Intereses y rendimientos asimilados | 178.046 | 164.039 | 8,54% |
| Intereses y cargas asimiladas | 115.691 | 104.958 | 10,23% |
| MARGEN DE INTERESES | 62.355 | 59.081 | 5,54% |
| Rendimiento de instrumentos de capital | 584 | 2.090 | -72,06% |
| Resultado de entidades valoradas por el método de la participación | 464 | 983 | -52,80% |
| Comisiones percibidas | 11.059 | 11.036 | 0,21% |
| Comisiones pagadas | 1.660 | 1.510 | 9,93% |
| Resultado de operaciones financieras (neto) | | | |
| Cartera de negociación | 2.902 | -957 | -403,24% |
| Otros instrumentos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias | - | - | |
| Instrumentos financieros no valorados a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias | 3.060 | 9.313 | -67,14% |
| Otros | 2.676 | 2.003 | 33,60% |
| | 8.638 | 10.359 | -16,61% |
| Diferencias de cambio (neto) | -431 | 17 | -2.635,29% |
| Otros productos de explotación | | | |
| Ingresos de contratos de seguros y reaseguros emitidos | 55.372 | 118.751 | -53,37% |
| Ventas e ingresos por prestación de servicios no financieros | 15.993 | 4.268 | 274,72% |
| Resto de otros productos de explotación | 4.036 | 3.372 | 19,69% |
| | 75.401 | 126.391 | -40,34% |
| Otras cargas de explotación | | | |
| Gastos de contratos de seguros y reaseguros | 59.965 | 120.019 | -50,04% |
| Variación de existencias | - | 1.295 | -100,00% |
| Resto de cargas de explotación | 12.098 | 1.780 | 579,66% |
| | 72.063 | 123.094 | -41,46% |
| MARGEN BRUTO | 84.347 | 85.353 | -1,18% |
| Gastos de administración | | | |
| Gastos de personal | 27.981 | 26.721 | 4,72% |
| Otros gastos generales de administración | 11.762 | 11.485 | 2,41% |
| | 39.743 | 38.206 | 4,02% |
| Amortización | 4.152 | 4.045 | 2,65% |
| Dotaciones a provisiones (neto) | 677 | 2.577 | -73,73% |
| Pérdidas por deterioro de activos financieros (neto) | | | |
| Inversiones crediticias | 13.716 | 5.449 | 151,72% |
| Otros instrumentos financieros no valorados a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias | 209 | 1.977 | -89,43% |
| | 13.925 | 7.426 | 87,52% |
| RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN | 25.850 | 33.099 | -21,90% |
| Pérdida por deterioro del resto de activos (neto) | | | |
| Fondo de comercio y otro activo intangible | - | - | |
| Otros activos | 256 | - | 100% |
| | 256 | - | 100% |
| Ganancias (pérdidas) en la baja de activos no clasificados como no corrientes en venta | -344 | 32 | -1.175% |
| Diferencia negativa en combinaciones de negocios | - | - | |
| Ganancias (pérdidas) de activos no corrientes en venta no clasificados como operaciones interrumpidas | -622 | 3 | -20.833,33% |
| RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS | 24.628 | 33.134 | -25,67% |
| Impuesto sobre beneficios | 5.285 | 6.181 | -14,5% |
| RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS | 19.343 | 26.953 | -28,23% |
| RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO | | | |
| Resultado atribuido a la entidad dominante | 19.217 | 26.743 | -28,14% |
| Resultado atribuido a intereses minoritarios | 126 | 210 | -40,00% |
| | 19.343 | 26.953 | -28,23% |

Notas:

El activo del balance experimenta un crecimiento interanual de 1.726 millones de euros (+13'61%) que se distribuye entre las siguientes masas patrimoniales: el saldo de inversiones crediticias aumenta 688 millones (+6'97%), concedido principalmente al sector privado con garantía real (419 millones) ya que los saldos con las administraciones públicas se reducen unos 20 millones. El saldo de la cartera de inversión a vencimiento se incrementa en 442 millones que se corresponde con traspaso a esta cartera por parte de la filial sa Nostra de Seguros de Vida, el saldo de los activos financieros disponibles para la venta crece 182 millones, mientras el activo material aumenta 215 millones correspondiente a inversiones inmobiliarias.

El incremento del activo se financia por medio del crecimiento de los depósitos de la clientela 1.178 millones (+14'09%) la mayor parte del cual procede de depósitos a plazo de otros sectores privados, y del aumento de 1.099 millones procedente de depósitos de bancos centrales que permite la reducción de 681 millones de depósitos de entidades de crédito.

El margen de intereses trimestral es de 62'4 millones y aumenta un 5'5% en relación al primer trimestre de 2008.

Nuestra cartera de inversión crediticia revisa, principalmente, con carácter semestral lo que hace que se adapte con rapidez a la curva de tipos de interés. En estos momentos en que se ha producido una rápida caída de los tipos, ya estamos empezando a recoger el resultado de la revisión de las operaciones. Por otra parte, las inversiones mayoristas se ajustan rápidamente a la nueva curva. El tipo medio efectivo de los activos rentables ha caído entre 40 y 50 puntos básicos en relación al primer trimestre de 2008. Por la parte de los depósitos, el ajuste a los nuevos tipos del pasivo oneroso es ligeramente más lento (ha caído entre 30 y 40 puntos básicos) porque existen en el mercado minorista resistencias a la baja de los tipos de interés. La producción neta de comisiones (9'4 millones) se mantiene prácticamente al mismo nivel del primer trimestre de 2008, los rendimientos de instrumentos de capital se han reducido 1'5 millones y los resultados de operaciones financieras bajan 1'7 millones. Los otros productos y cargas de explotación, 3'3 millones, permanecen al mismo nivel que el primer trimestre de 2008. De este modo el margen bruto hasta marzo alcanza los 84'3 millones reduciéndose un 1'18% interanual.

Los gastos de administración, 39'7 millones, se incrementan un 4'02% interanual; las amortizaciones, 4'2 millones, aumentan un 2'6%; y las pérdidas por deterioro de activos financieros, 13'9 millones, son 6'5 millones superiores a las del primer trimestre de 2008.

El mayor coste por saneamiento de activos se corresponde, por una parte, con las preceptivas dotaciones específicas por incremento de la morosidad, y por otra, a un menor consumo del fondo de cobertura genérico por la política institucional de preservarlo en niveles más elevados que los del estricto cumplimiento de la normativa.

De esta forma, el resultado de la actividad de explotación del trimestre, 25,9 millones, decrece un 21,9% interanual.

Finalmente, el resultado consolidado del primer trimestre de 2009 asciende a 19,3 millones, reduciéndose un 28'2% interanual.

A continuación se añaden los datos de solvencia y morosidad referidos a los dos últimos ejercicios cerrados y auditados y al último trimestre cerrado no auditado

| DATOS en miles de Eur. | 31.03.09 | 31.12.2008 | 31.12.2007 |
|-------------------------------------|----------|------------|------------|
| % Morosidad | 4,015% | 2,931% | 0,411% |
| % Préstamos fallidos | 1,049% | 1,069% | 1,132% |
| COEFICIENTE SOLVENCIA (CONSOLIDADO) | n.d | 10,87% | 10,01% |
| TIER I | n.d | 7,01% | 6,07% |
| TIER II | n.d | 3,85% | 3,94% |

n.d. = No disponible

%Morosidad = Riesgos dudosos / Créditos totales

%Préstamos fallidos = Préstamos fallidos / Total Préstamos

**En nombre y representación de la Entidad Emisora, firma esta Nota de Valores,
en Palma de Mallorca, a 01 de junio de 2009.**

D. ANTONIO FLEIXAS ANTÓN
Subdirector General Financiero

D. FRANCESC COLOM COLL
Comisario del Sindicato de Obligacionistas

ANEXO 1: Informe expertos independientes.

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

25 de mayo de 2009

Informe para



Afi

c/ Españoleto, 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 |
| 2.1.1 Cupones..... | 5 |
| 2.1.2 Opción de amortización anticipada..... | 6 |
| 2.2. Modelo e inputs de valoración | 6 |
| 2.2.1 Modelo de cálculo de spread implícito..... | 6 |
| 2.2.2 Inputs de valoración..... | 7 |
| 2.3. Valoración: Spreads implícitos..... | 8 |
| 3. Condiciones vigentes en mercados mayoristas..... | 9 |
| 3.1. Emisiones recientes en mercados | 9 |
| 3.1.1 Emisiones con similar orden de prelación..... | 9 |
| 3.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación..... | 10 |
| 3.2. Niveles indicativos de cotizaciones en mercado secundario..... | 12 |
| 3.2.1 Información de los índices SUSI de JP Morgan..... | 12 |
| 3.2.2 Información de los índices ELT2 de Merrill Lynch | 14 |
| 3.2.3 Información de Bloomberg para referencias de índices Iboxx-Markit. | 15 |
| 3.2.4 Spreads a vencimiento para referencias Lower Tier II de índices JP Morgan, Merrill Lynch e Iboxx/Markit Financials..... | 15 |
| 3.2.5 Cálculo de spreads vs swaps a vencimiento para emisiones Lower Tier II con rating Baa2/BBB..... | 18 |
| 4. Conclusiones | 20 |
| 5. Disclaimer | 21 |

1. Introducción

El **objetivo** del presente informe es reflejar la opinión de Afi acerca de si las condiciones de la quinta emisión de deuda subordinada Lower Tier II de “Sa Nostra” destinada a la red minorista son equiparables a las que debería tener, para colocarse adecuadamente, una emisión similar lanzada en los mercados mayoristas.

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

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

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

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

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

2. Descripción, análisis del producto y valoración

2.1. Estructura de flujos y condiciones del instrumento

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

- Emisor: "SA NOSTRA" Caixa de Balears
- Garante: "SA NOSTRA" Caixa de Balears
- Naturaleza de los valores: Bonos subordinados
- Importe nominal: 60 millones de euros
- Importe nominal de cada valor: 1.000 euros
- Importe mínimo de la colocación: 1.000 euros o 1 un bono subordinado
- Fecha de emisión: a partir del mes de junio de 2009
- Fechas de desembolso: 30 de junio, 31 de julio y 31 de agosto de 2009
- Precio de emisión: a la par
- Forma de representación: anotaciones en cuenta en IBERCLEAR
- Retribución: en función al siguiente esquema:
 - Durante el primer año, desde el período comprendido entre cada fecha de desembolso y hasta el 30 de junio de 2010, un tipo fijo anual del 6,00%.
 - Desde el segundo hasta el quinto año (inclusive), EURIBOR a 3 meses fijado semestralmente más un margen del 5,00%.
 - A partir del quinto año, EURIBOR a 3 meses fijado semestralmente más un margen del 5,75%.
 - La retribución tanto en el período de retribución a tipo fijo como variable, será pagadera con carácter trimestral durante toda la vida de la emisión, por trimestres vencidos los días 30 de junio y septiembre, y los días 31 de marzo y diciembre de cada año (calculados en base Act/365) siendo la primera fecha de pago el 30 de septiembre de 2009.
- Amortización anticipada: podrán amortizarse total o parcialmente a voluntad del emisor con autorización previa del Banco de España, a partir de los cinco años a contar desde la última fecha de desembolso realizado, coincidiendo con cada pago de retribución trimestral, reembolsando a su titular el valor nominal y la parte correspondiente de las retribuciones que, en su caso, le hubieren correspondido respecto del período corriente de retribución.
- Colectivo de inversores a los que se ofrecen los valores: La Emisión va dirigida a todo tipo de inversores que cumplan con los perfiles y requisitos exigidos por los mecanismos y procedimientos internos establecidos por las Entidades Colocadoras en virtud de la normativa MIFID para la adquisición de este tipo de producto y será colocada a través de la red de oficinas de la Entidad Colocadora.
- Vencimiento: Diez (10) años.

- Cotización: mercado AIAF de renta fija.

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

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

2.1.1 Cupones

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

- El primer año, 6,00% fijo anual pagadero trimestralmente.

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

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

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años
- Del 2º al 5º *Euribor-3M + spread*, pagadero trimestralmente y fijándose el euribor de forma semestral. Es decir:

Del 2º al 5º año y de forma trimestral la nota pagará el siguiente cupón:

$$\text{Cupon} = \text{Nominal} \cdot (\text{Euribor}3M + \text{spread}) \cdot \text{Fraccion_año}$$

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Euribor3M*: tipo Euribor a tres meses fijado semestralmente dos días antes del inicio del periodo correspondiente. Es decir, el euribor fijado, será aplicable para las siguientes dos fechas de pago de cupón, revisando en ésta última para el los siguientes dos periodos y así sucesivamente.
- *Spread*: Spread adicional sobre Euribor tres meses (500 p.b.)
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años de cada periodo trimestral
- Del 5º año a vencimiento *Euribor-3M + spread + step up*, pagadero trimestralmente y fijándose el euribor de forma semestral.. Es decir:

A partir de 5º año y de forma trimestral la nota pagará el siguiente cupón:

$$\text{Cupon} = \text{Nominal} \cdot (\text{Euribor}3M + \text{spread} + \text{step_up}) \cdot \text{Fraccion_año}$$

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Euribor3M*: T tipo Euribor a tres meses fijado semestralmente dos días antes del inicio del periodo correspondiente. Es decir, el euribor fijado, será aplicable para las siguientes dos fechas de pago de cupón, revisando en ésta última para el los siguientes dos periodos y así sucesivamente.
- *Spread*: Spread sobre Euribor a tres meses de 500 pb.
- *Step_up*: incremento del spread sobre Euribor a tres meses en 75 pb
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años de cada periodo trimestral

2.1.2 Opción de amortización anticipada

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

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

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 tanto supuesta amortización en la primera fecha de call, como a vencimiento sin tener en cuenta la posibilidad de amortización anticipada por parte del emisor. 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) en ambos supuestos.

Para ello, se realiza una valoración forward, teniendo en cuenta que, como la fijación del tipo variable se realiza semestralmente pero el pago es trimestral, es necesario un ajuste de los tipos implícitos obtenidos de la curva de descuento.

Este ajuste dependerá, según el marco propuesto por Black, y bajo la hipótesis de ausencia de oportunidad de arbitraje, de la fecha de fijación, el plazo del tipo de referencia de la estructura, las fechas de pago del cupón y la volatilidad de los tipos a la fecha de fijación.

Para la estimación de esta volatilidad, deberemos utilizar datos cotizados, de manera que nuestro modelo se ajuste a las expectativas descontadas por el mercado. A tal fin, utilizaremos la curva de volatilidades obtenidas de cotizaciones de mercado de caps “at the money”, debidamente strippeada.

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 21 de mayo de 2009, utilizando los datos de cierre de la curva de tipos IRS y la volatilidad cotizada de los caps “*at the money*”. Estos datos se muestran a continuación:

Curva Cupón Cero

| Depo/Swap | Plazo | Tipo |
|-----------|-------|--------|
| Depósito | O/N | 0.9 |
| Depósito | 1E | 0.9 |
| Depósito | 2W | 0.85 |
| Depósito | 3W | 0.85 |
| Depósito | 1M | 0.9 |
| Depósito | 2M | 0.99 |
| Depósito | 3M | 1.205 |
| Depósito | 4M | 1.295 |
| Depósito | 5M | 1.45 |
| Depósito | 6M | 1.5 |
| Depósito | 7M | 1.495 |
| Depósito | 8M | 1.535 |
| Depósito | 9M | 1.625 |
| Depósito | 10M | 1.545 |
| Depósito | 11M | 1.56 |
| Depósito | 12M | 1.705 |
| Swap | 2Y | 1.6795 |
| Swap | 3Y | 2.08 |
| Swap | 4Y | 2.4275 |
| Swap | 5Y | 2.724 |
| Swap | 6Y | 2.9668 |
| Swap | 7Y | 3.1713 |
| Swap | 8Y | 3.3255 |
| Swap | 9Y | 3.4615 |
| Swap | 10Y | 3.575 |
| Swap | 15Y | 3.9595 |
| Swap | 20Y | 4.1062 |
| Swap | 25Y | 4.0485 |
| Swap | 30Y | 3.981 |
| Swap | 35Y | 3.882 |
| Swap | 40Y | 3.78 |
| Swap | 45Y | 3.745 |
| Swap | 50Y | 3.671 |

Volatilidades Caps "at the money"

| Plazo | Volatilidad |
|-------|-------------|
| 1Y | 46.20% |
| 2Y | 43.30% |
| 3Y | 37.10% |
| 4Y | 31.80% |
| 5Y | 28.20% |
| 6Y | 25.70% |
| 7Y | 23.80% |
| 8Y | 22.40% |
| 9Y | 21.30% |
| 10Y | 20.50% |
| 12Y | 19.57% |
| 15Y | 18.47% |
| 20Y | 17.70% |

2.3. Valoración: Spreads implícitos

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

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

- El primero de los spreads ("A la 1ª Call") corresponde a realizar una valoración de la estructura, considerando todas sus características de cupones, suponiendo que el emisor cancelará (ejercerá la call) en la primera ocasión siempre.
- El segundo de los ejercicios ("A vencimiento, o sin Call") corresponde a realizar una valoración de la estructura, considerando todas sus características de cupones, pero suponiendo en este caso que el emisor nunca cancelará (no ejercerá la call) en ninguna ocasión, y por tanto el instrumento se considera hasta vencimiento

Recordamos que la fecha valor a la que se realizan los cálculos es el 21 de mayo de 2009, utilizando los datos de cierre, y suponiéndose ésta como fecha de inicio de la emisión.

| Spreads sobre Swap | |
|------------------------|--------|
| A Primera Call | 4.839% |
| A vencimiento sin Call | 5.190% |

3. Condiciones vigentes en mercados mayoristas

El propósito de este punto es aglutinar el conjunto de inputs que Afi considera relevantes para determinar las condiciones vigentes en el mercado mayorista para instrumentos similares al que “Sa Nostra” planea emitir. El rating de emisor de “Sa Nostra” se sitúa, a 25 de mayo de 2009, en BBB+ con perspectiva negativa por Fitch.

3.1. Emisiones recientes en mercados

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

3.1.1 Emisiones con similar orden de prelación

En cuanto a emisiones de deuda subordinada Lower Tier II, en los mercados mayoristas (ver tabla 4) sólo se han realizado tres operaciones significativas, todas ellas por parte de Credit Agricole SA. Ninguna de ellas cuenta con opción de cancelación anticipada para el emisor, sino que se trata de bonos con formato *bullet*, es decir, con amortización a vencimiento.

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

| Fecha | Emisor | Características de la emisión | | | | | Spreads emisión ² | | Ratings ³ | | |
|-----------|--------------------|-------------------------------|--------|-------|---------------------|-------------|------------------------------|--------|----------------------|-----------|-------------|
| | | Vol ¹ | Divisa | Clase | Cupón | Vencimiento | Fecha Call | Tesoro | Swaps | Emisión | Emisor |
| 11-dic-08 | Credit Agricole SA | 250,0 | GBP | LT2 | 7,375% ⁴ | 18/12/2023 | - | 291,0 | 330,0 | Aa2/NA/A+ | Aa1/AA-/AA- |
| 12-dic-08 | Credit Agricole SA | 500,0 | EUR | LT2 | 6,867% ⁴ | 19/12/2018 | - | n.d. | 325,0 | Aa2/NA/A+ | Aa1/AA-/AA- |
| 14-ene-09 | Credit Agricole SA | 75,0 | GBP | LT2 | 7,375% ⁴ | 18/12/2023 | - | 280,0 | 310,0 | Aa2/NA/A+ | Aa1/AA-/AA- |

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

2. Spread a vencimiento

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

4. Fijo a vencimiento

En el mercado doméstico español las emisiones de deuda subordinada Lower Tier II emitidas recientemente y destinadas a inversores minoristas se recogen en la Tabla 2.

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

| Fecha | Emisor | Características de la emisión | | | | | Spreads emisión ² | | Ratings ³ | | |
|-----------|----------------------|-------------------------------|--------|-------|---------------------|-------------|------------------------------|-----------|----------------------|-------------|------------|
| | | Vol ¹ | Divisa | Clase | Cupón | Vencimiento | Fecha Call | A la call | A vencimiento | Emisor | Emisión |
| 9-dic-08 | Banco Espirito Santo | 41,5 | EUR | LT2 | 4,428% ⁴ | 11/12/2018 | 11/12/2013 | 100,0 | n.d. | Aa3/A/A+ | A1/NA/A |
| 17-dic-08 | Caja Duero | 132,5 | EUR | LT2 | 7,155% ⁵ | 19/12/2018 | 19/12/2013 | 400,0 | 420,4 | A2/NA/NA | A3 |
| 22-ene-09 | La Caixa | 2.500,0 | EUR | LT2 | 5,870% ⁶ | 28/02/2019 | 28/02/2014 | 231,8 | 188,5 | Aa1/AA-/AA- | Aa2/A+/A+ |
| 6-abr-09 | Bancaja | 1.000,0 | EUR | LT2 | 7,250% ⁷ | 06/07/2019 | 06/07/2014 | 449,4 | 455,4 | A2/NR/A- | A3/NR/BBB+ |
| 26-mar-09 | Caixa Penedes | 250-300 | EUR | LT2 | 6,50% ⁸ | 29/06/2019 | 29/06/2014 | 436,0 | 462,0 | NR/NR/A- | NR/NR/BBB+ |
| 7-may-09 | Caixa Sabadell | 35,0 | EUR | LT2 | 7,50% ⁹ | 10/06/2024 | 10/06/2019 | 533,0 | 546,0 | NR/NR/BBB+ | NR/NR/BBB |
| 20-may-09 | Caja Navarra | 200,0 | EUR | LT2 | 6,25% ¹⁰ | 30/06/2019 | 30/06/2014 | 360,0 | 356,0 | NR/NR/A- | NR/NR/BBB+ |

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

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

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

4. Euribor 3m + 100 pb

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

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

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

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

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

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

Aunque el objeto de este informe sea opinar sobre la razonabilidad o no de la valoración de la operación planteada por “Sa Nostra”, en términos de spread, frente a las condiciones vigentes en los mercados mayoristas, una primera referencia a tener en cuenta es la propia comparación de la emisión con otras emisiones de similar prelación y calidad crediticia del emisor similar, realizadas recientemente en el mercado minorista español. A estos efectos, las emisiones de deuda subordinada Lower Tier II realizadas por Caixa Sabadell (colocada a 546 pb sobre swaps, con mismo rating que “Sa Nostra”), Caixa Penedés y Caja Navarra (colocadas a 462 y 356 pb vs swaps, respectivamente, con un escalón por encima de “Sa Nostra”) son referencias que tendremos en cuenta en nuestro análisis.

3.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación

El mercado mayorista de emisiones *senior* ha tenido una actividad más intensa en los últimos meses. En la tabla 3 se reflejan los niveles de spread de colocación en primario para una selección de emisiones. Las fuentes utilizadas son Bloomberg y los documentos de colocadores posteriores a la emisión.

Entre los emisores españoles, las emisiones más recientes corresponden a las realizadas por BBVA el 9 de enero de 2009 (colocada a 180 pb sobre mid-swaps), Santander el 7 de abril de 2009 (colocada en mercados mayoristas a un spread vs swaps de 150 pb) y por Banesto el 24 de abril de 2009 (colocada a un spread vs swaps de 180 pb). Estas emisiones cotizan a mediados de mayo referencias cercanas a 130, 120 y 170 pb, respectivamente, vs mid swaps, según pantallas de Bloomberg.

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

| Fecha | Emisor | Vol ¹ | Divisa | Clase | Cupón | Vencimiento | Rating emisión ² | Spreads emisión | |
|------------------|-------------------------------|------------------|------------|------------|--------------|-------------------|-----------------------------|-----------------|------------|
| | | | | | | | | Tesoro | Swaps |
| 10-oct-08 | Société Generale | 500 | EUR | SNR | 5,875 | 31/10/2013 | Aa2/AA-/AA- | n.d. | 140 |
| 4-nov-08 | Bancaja | 220 | EUR | SNR | 5,500 | 05/11/2011 | A2/NR/A- | n.d. | 180 |
| 14-nov-08 | Neder Waterschapsbank | 1.500 | EUR | SNR | 4,250 | 21/11/2013 | Aaa/AAA/NA | n.d. | 55 |
| 18-nov-08 | Rabobank Nederland | 275 | EUR | SNR | 4,750 | 15/01/2018 | Aaa/AAA/AA+ | n.d. | 150 |
| 2-dic-08 | Intesa Sanpaolo Spa | 200 | EUR | SNR | 4,645 | 29/07/2012 | Aa2/AA-/AA- | n.d. | 170 |
| 2-dic-08 | Bank Nederlandse Gemeenten | 1.250 | EUR | SNR | 3,750 | 14/03/2014 | Aaa/AAA/AAA | 131 | 65 |
| 5-dic-08 | Credit Agricole SA | 380 | EUR | SNR | 4,750 | 18/12/2013 | Aa1/AA-/AA- | n.d. | 150 |
| 5-dic-08 | Société Generale | 1.000 | EUR | SNR | 5,125 | 19/12/2013 | Aa2/AA-/AA- | 254 | 185 |
| 8-dic-08 | BNP Paribas | 1.500 | EUR | SNR | 5,000 | 16/12/2013 | Aa1/AA/AA | 232 | 160 |
| 10-dic-08 | Intesa Sanpaolo Spa | 1.250 | EUR | SNR | 5,375 | 19/12/2013 | Aa2/AA-/AA- | 268 | 195 |
| 11-dic-08 | Credit Suisse London | 850 | EUR | SNR | 6,125 | 16/05/2014 | Aa1/A+/AA- * | 339 | 270 |
| 7-ene-09 | HSBC France | 1.500 | EUR | SNR | 4,875 | 15/01/2014 | Aa3/AA/AA | 253 | 175 |
| 7-ene-09 | Unicredit Spa | 1.000 | EUR | SNR | 5,250 | 14/01/2014 | Aa3/A+/A+ | 288 | 210 |
| 9-ene-09 | BBVA Senior Finance SA | 1.000 | EUR | SNR | 4,875 | 23/01/2014 | Aa1/AA/AA- | 254 | 180 |
| 12-ene-09 | KBC IFIMA NV | 250 | EUR | SNR | 4,750 | 26/01/2014 | Aa3/A+/A+ | n.d. | 170 |
| 13-ene-09 | Rabobank Nederland | 5.000 | EUR | SNR | 4,375 | 22/01/2014 | Aaa/AAA/AA+ | 220 | 150 |
| 13-ene-09 | Neder Waterschapsbank | 1.000 | EUR | SNR | 3,125 | 20/01/2012 | Aaa/AAA/NA | 158 | 65 |
| 20-ene-09 | Bank Nederlandse Gemeenten | 2.000 | EUR | SNR | 2,750 | 27/01/2011 | Aaa/AAA/AAA | 139 | 60 |
| 30-ene-09 | Commerzbank AG | 1.500 | EUR | SNR | 5,000 | 06/02/2014 | Aa3/A/A | 261 | 210 |
| 10-feb-09 | Caixa Geral de Depósitos | 1.250 | EUR | SNR | 5,125 | 19/02/2014 | Aa1/A+/AA- | 276 | 225 |
| 11-feb-09 | Rabobank Nederland | 1.500 | EUR | SNR | 4,750 | 15/01/2018 | Aaa/AAA/AA+ | 184 | 150 |
| 12-feb-09 | Neder Waterschapsbank | 1.500 | EUR | SNR | 2,750 | 21/02/2011 | Aaa/AAA/NA | n.d. | 65 |
| 16-mar-09 | Svenska Handelsbanken | 1.250 | EUR | SNR | 4,875 | 25/03/2014 | Aa1/AA-/NR | 257 | 210 |
| 20-mar-09 | Credit Suisse London | 2.000 | EUR | SNR | 5,125 | 30/03/2012 | Aa1/A+/AA- * | 343 | 295 |
| 25-mar-09 | JP Morgan Chase | 2.000 | EUR | SNR | 6,125 | 01/04/2014 | Aa3/A+/AA-e | 345 | 390 |
| 7-abr-09 | Santander Intl Debt | 1.250 | EUR | SNR | 3,375 | 21/04/2011 | Aa1/AA/AA * | 199 | 150 |
| 8-abr-09 | Cie Financiere du cred | 1.000 | EUR | SNR | 5,375 | 22/04/2014 | NR/A+/NR | 297 | 255 |
| 8-abr-09 | Lloyds TSB Bank | 692 | EUR | SNR | 6,250 | 15/04/2014 | Aa3/A+e/AA-e | 393 | 350 |
| 16-abr-09 | Banco Comercio Portugues | 1.000 | EUR | SNR | 5,625 | 23/04/2014 | Aa3/Ae/A+e | 335 | 295 |
| 16-abr-09 | Lloyds TSB Bank | 774 | EUR | SNR | 4,375 | 19/04/2011 | Aa3/A+e/AA-e | 305 | 250 |
| 20-abr-09 | Unicredit Spa | 1.000 | EUR | SNR | 4,125 | 27/04/2012 | Aa3/Ae/Ae | 239 | 190 |
| 23-abr-09 | Monte dei Paschi Siena | 1.000 | EUR | SNR | 4,750 | 30/04/2014 | Aa3e/Ae/Ae | 241 | 205 |
| 23-abr-09 | HSBC Holdings PLC | 1.250 | EUR | SNR | 4,500 | 30/04/2014 | Aa2/AA-e/Aae | 216 | 180 |
| 24-abr-09 | Banesto | 1.000 | EUR | SNR | 4,000 | 08/05/2012 | Aa2/AA/AA | n.d. | 180 |
| 27-abr-09 | Standard Chartered PLC | 1.250 | EUR | SNR | 5,750 | 30/04/2014 | Aa3e/Ae */A+e | 348 | 312 |

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

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

En cuanto a emisiones de participaciones preferentes *Tier I* en el mercado mayorista, desde el verano de 2008 tan sólo se ha realizado una emisión: Mizuho Capital Investment USD 2, filial al 100% de Mizuho Financial Group colocó el 20 de febrero de 2009 una emisión por importe de 850 millones de dólares con cupón fijo anual inicial -pagadero semestral- de 14,95% hasta la fecha de primera call (30 de junio de 2014) y, a partir de entonces, Libor-dólar 6m + 1.234 pb. El rating de Mizuho es Aa2 *- por Moody's, A+ por S&P y A+ por Fitch.

Tabla 4: emisiones recientes de participaciones preferentes *Tier I* denominadas en cualquier divisa, en mercado mayorista

| Fecha | Emisor | Características de la emisión | | | Fecha Call | Spread ³ | | Ratings ⁴ | |
|-----------|------------------|-------------------------------|---------------------|------------------------------------|------------|---------------------|-------------|----------------------|---------------|
| | | Volumen | Cupón inicial | Cupón posterior | | 1ª Call | Vencimiento | Emisión | Emisor |
| 20-feb-09 | Mizuho Fin. Grp. | 850,0 | 14,95% ¹ | Libor USD 6m + 12,34% ² | 30-jun-14 | 1.211 | 1.235 | A2 *- /NR/BBB+ | Aa2 *- /A+/A+ |

1. Hasta la primera fecha de Call
2. Desde la Call y a perpetuidad
3. Spread sobre el tipo swap, en pb
4. Moody's, S&P y Fitch

En el mercado mayorista no se han realizado operaciones. En cambio, en el mercado doméstico (ver tabla 5) sí se han emitido en los últimos meses varias emisiones de participaciones preferentes *Tier I*, colocadas entre inversores minoristas y cualificados por parte de entidades españolas: BBVA, Banco Popular, Banco Sabadell, Caixa Galicia, Caja Murcia, Caja Duero, Banco Pastor, Caja España, Caja Cantabria, Caja General de Canarias, Caixanova, "la Caixa" y Caja Madrid.

Tabla 5: emisiones recientes de participaciones preferentes *Tier I* denominadas en EUR, en el mercado doméstico español minorista

| Fecha ¹ | Emisor | Características de la emisión | | | Fecha Call | Spread ² | | Ratings ⁸ | |
|--------------------|----------------|-------------------------------|---------------------|--|------------|---------------------|-------------|----------------------|--|
| | | Volumen | Cupón inicial | Cupón posterior | | 1ª Call | Vencimiento | Emisor | |
| 10-dic-08 | BBVA | 1.000,0 | 6,50% ³ | Euribor 3m; floor en 3,50% | dic-13 | 203 | 175 | Aa1/AA/AA- | |
| 29-ene-09 | Banco Sabadell | 500,0 | 6,50% ⁴ | Euribor 3m + 2,50%; floor en 4,50% ⁵ | feb-14 | 349 | 317 | Aa3/A+/NR | |
| 3-feb-09 | Banco Popular | 600,0 | 6,75% ⁶ | Euribor 3m + 1,50%; floor en 4,00% ⁷ | mar-14 | 408 | 303 | Aa2/AA-/AA | |
| 5-mar-09 | Caixa Galicia | 150,0 | 7,50% ⁹ | Euribor 3m + 5,15%; floor en 6,15% ¹⁰ | may-14 | 508 | 527 | A2/NR/A | |
| 18-mar-09 | Caja Murcia | 100,0 | | Euribor 3m + 4,45%; floor en 5,50% ¹¹ | abr-14 | 451 | 468 | NR/NR/A+ | |
| 18-mar-09 | Caja Duero | 100,0 | | Euribor 3m + 7,75% ¹² | may-14 | 775 | 775 | A2/NR/NR | |
| 24-mar-09 | Banco Pastor | 100,0 | 7,25% ¹³ | Euribor 3m + 4,60%; floor en 6,80% ¹⁴ | abr-14 | 497 | 509 | A2/NR/NR | |
| 3-abr-09 | Caja España | 100,0 | 8,25% | Euribor 3m + 7,25% ¹⁵ | may-14 | 606 | 676 | A3/NR/A- | |
| 16-abr-09 | Caja Cantabria | 63,0 | | Euribor 3m + 6,75% ¹² | jun-14 | 675 | 675 | A3/NR/A- | |
| 12-may-09 | Caja Canarias | 50,0 | 7,00% ¹⁶ | Euribor 3m + 5,85%; floor en 6,00% ¹⁷ | ago-14 | 559 | 584 | NR/NR/A | |
| 19-may-09 | Caixa Nova | 130,0 | | Euribor 3m + 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% | Euribor 3m + 3,50% ¹⁹ | jun-14 | 386 | 361 | Aa1/AA-/AA- | |
| 21-may-09 | Caja Madrid | 1.500 / 3.000 | 7,00% | Euribor 3m + 4,75% ²⁰ | jul-14 | 440 | 463 | Aa3/A/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

3.2. Niveles indicativos de cotizaciones en mercado secundario

El objeto de este apartado del informe es analizar los niveles de diferencial o spread vigentes en la actualidad en el mercado secundario de emisiones de deuda subordinada Lower Tier II en euros.

En el caso de la deuda subordinada Lower Tier II, el salto de rating frente a la deuda *senior* se sitúa, por lo general para las tres agencias, Moody's, S&P y Fitch, un escalón por debajo. Dado un rating para la deuda senior de "Sa Nostra" de BBB+ por Fitch, el hipotético rating para la emisión de participaciones preferentes de "Sa Nostra" se situarían en BBB por Fitch (equivalente a Baa2 y BBB respectivamente por Moody's y S&P).

Dado que las actuales condiciones de liquidez en los mercados de capitales son muy reducidas, creemos obligado no sólo utilizar fuentes tradicionales que proporcionan precios indicativos (Bloomberg, Reuters, etc), sino apoyar el análisis en otras fuentes que consideramos de referencia.

A estos efectos, los precios y diferenciales que, para cada bono constituyente de los índices de JP Morgan (SUSI o Subordinated Securities Indices) y Merrill Lynch (ELT2 o Lower Tier II Index) son de utilidad. Estas entidades son dos de los mayores intermediarios de bonos corporativos y financieros a nivel global, y sus índices ampliamente utilizados por los participantes del mercado.

3.2.1 Información de los índices SUSI¹ de JP Morgan

Como primera fuente, tomaremos datos de *spread* de índices y de emisiones concretas que constituyen los índices SUSI de JP Morgan (125 emisiones), con datos actualizados a 22 de mayo de 2009. Hay que tener en cuenta que JP Morgan proporciona datos de spread vs swaps –tanto para el índices como para los bonos que lo componen- calculados, i) para emisiones sin call a la fecha de vencimiento y, ii) para emisiones con call, a la fecha de primer ejercicio de la opción de amortización.

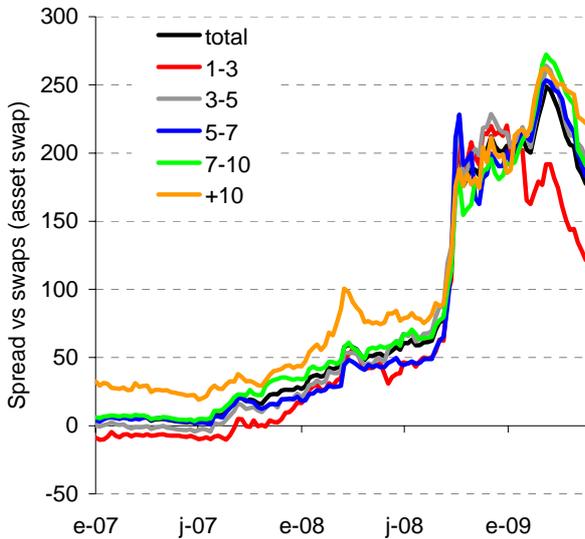
Como puede apreciarse en los gráficos 1, 2 y 3 siguientes, el repunte de spreads (en este caso de los índices, que se calculan en base a promedios de spread de instrumentos individuales ponderados por su capitalización de mercado) ha sido, desde mediados de 2007, generalizado por escalas de rating y creciente a medida que descendemos en calidad crediticia de las emisiones, tanto *senior* como Lower Tier II y *Tier I*. A finales de mayo de 2009, todos los índices se sitúan bastante por debajo de los máximos históricos, alcanzados durante la primera quincena del mes de marzo de 2009.

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

¹ Los índices SUSI de JP Morgan recoge instrumentos de deuda senior y subordinada (Lower Tier 2, Upper Tier 2 y Tier 1) emitidos por bancos y aseguradoras residentes y no residentes en la UE, denominados en EUR. Las cotizaciones son propias de JP Morgan, uno de los intermediarios más importantes a nivel global.

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

(a) Spread de emisiones Senior en €: plazo



(b) Spread de emisiones Senior en €: rating

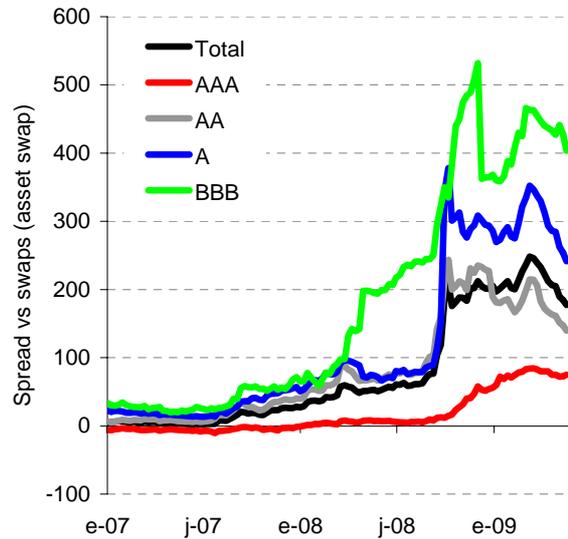
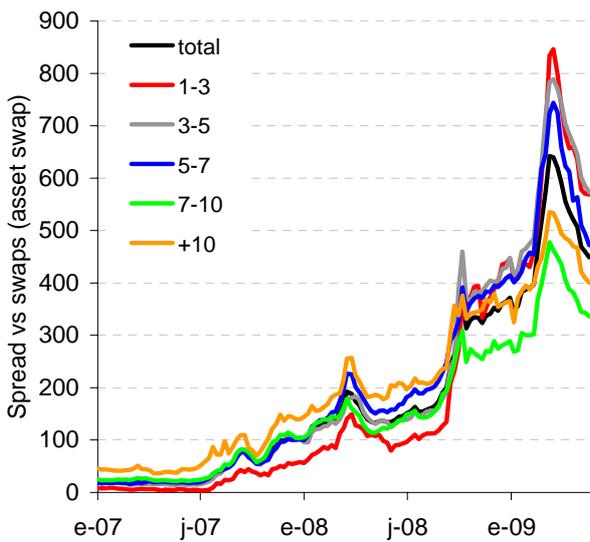


Gráfico 2: spread a la call, por plazo y rating de deuda Lower Tier II en secundario
(asset swap)

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



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

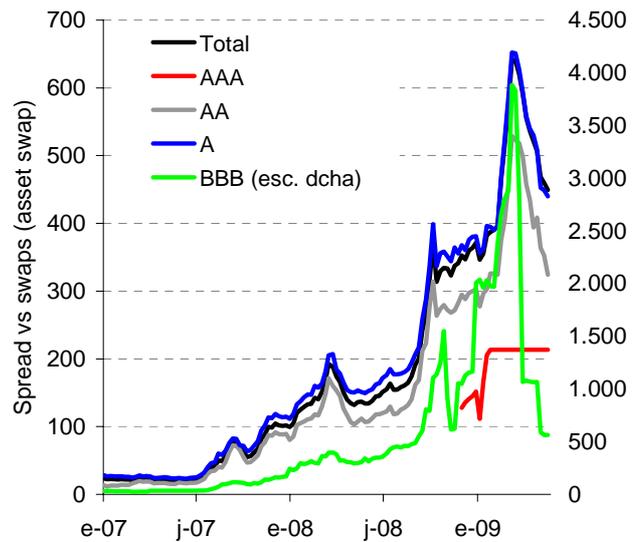
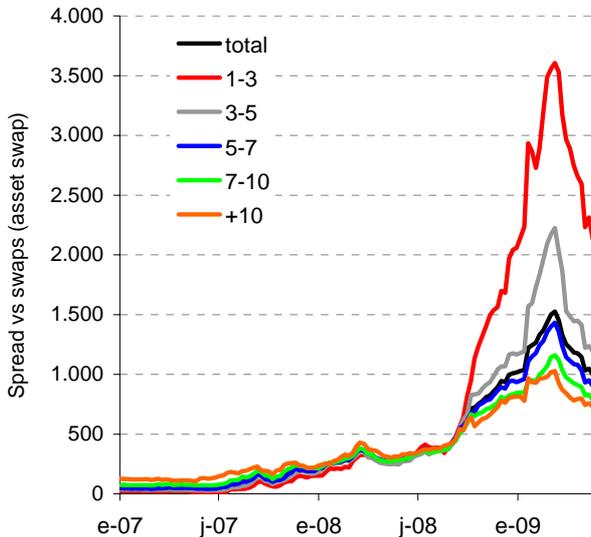
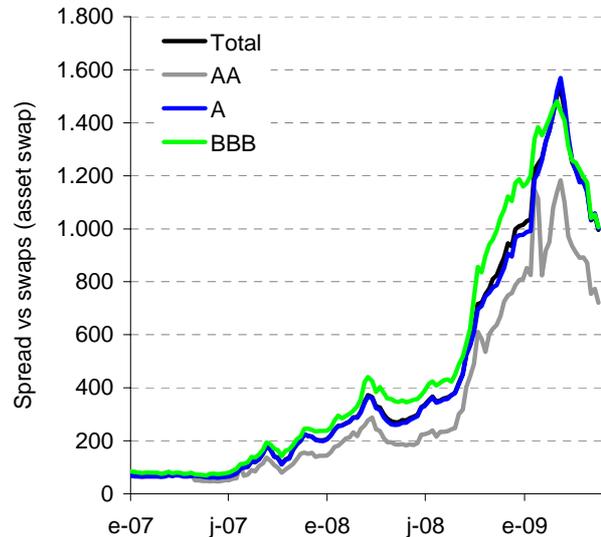


Gráfico 3: spread a la call, por plazo y rating de emisiones Tier I en el secundario
(asset swap)

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



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



Con la información de los bonos concretos que constituyen los índices de JP Morgan para deuda subordinada Lower Tier II, y para el caso concreto de emisiones con primer ejercicio de la opción de amortización comprendido entre 2013 y 2017 realizadas por emisores pertenecientes a la UE, se extraen los siguientes niveles de spread vs swaps (asset swap) calculados a fecha de primera call (tabla 6):

Tabla 6: emisiones Lower Tier II con call al 5 año años 2013-2017, por rating de la emisión: resumen de niveles de spread vs swaps (asset swap) calculados a 1ª call

| | Índices SUSI de JP Morgan ¹ | | | | | | | |
|----------|--|-----|----|-----|------------|-----|-----|-----|
| | AA | AA+ | AA | AA- | A | A+ | A | A- |
| Máximo | 460 | - | - | 460 | 935 | 570 | 935 | 930 |
| Promedio | 405 | - | - | 405 | 630 | 495 | 700 | 730 |
| Mínimo | 320 | - | - | 320 | 350 | 350 | 370 | 415 |

1. Emisiones con opción call comprendida entre 2013 y 2017

3.2.2 Información de los índices ELT2² de Merrill Lynch

Como segunda fuente, tomamos datos de emisiones concretas constituyentes del índice ELT2 de Merrill Lynch, actualizados a 22 de mayo de 2009 (160 emisiones). A diferencia de los índices SUSI de JP Morgan, Merrill Lynch no proporciona subíndices para esta categoría de deuda. Sí que provee, no obstante, de un amplio rango de detalle para cada uno de los bonos que constituyen el índice ELT2. En todo caso, y al igual que JP Morgan, Merrill Lynch refleja para cada bono o para el índice total, datos de spread vs swaps, calculados como asset swap a la fecha de primer ejercicio de la

² "Euro Sub-Debt Lower Tier 2 Index" de Merrill Lynch recoge deuda subordinada Lower Tier II emitida por bancos residentes y no residentes en la UE, denominados en EUR.

opción de amortización Call. A partir de la información del índice ELT2, podemos realizar un análisis de niveles de spread para emisiones de deuda subordinada Lower Tier I con opción de amortización a distinto plazo y rating (al igual que en caso de los índices SUSI de JP Morgan, hemos excluido las emisiones realizadas por emisores no UE).

De esta forma, en las participaciones preferentes que constituyen el índice ELT2 de Merrill Lynch, con primer ejercicio de la opción de amortización comprendida entre 2013 y 2017 se extraen los siguientes niveles (tabla 8):

Tabla 7: emisiones Lower Tier II con call entre los años 2013-2017, por rating de la emisión: resumen de niveles de spread vs swaps (asset swap) calculados a 1ª call

| | Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹ | | | | | | | |
|----------|---|-----|-----|-----|-------------|-----|-----|------|
| | AA | AA+ | AA | AA- | A | A+ | A | A- |
| Máximo | 610 | - | 320 | 610 | 1050 | 650 | 890 | 1050 |
| Promedio | 425 | - | 295 | 460 | 625 | 490 | 615 | 825 |
| Mínimo | 260 | - | 260 | 300 | 345 | 345 | 410 | 450 |

1. Emisiones con opción call comprendida entre 2013 y 2017

3.2.3 Información de Bloomberg para referencias de índices Iboxx-Markit

Como tercera fuente de contraste, hemos tomado datos de *spread* de Bloomberg para las emisiones de deuda subordinada *Lower Tier I* de los índices Iboxx-Markit, con datos actualizados a 22 de mayo de 2009 (120 emisiones). Se han utilizado datos de cotizaciones multi-contribuidas de la citada fuente, en concreto, de *Bloomberg Trader Composite* (CBBT), que refleja las mejores condiciones de oferta y demanda del conjunto de entidades que proporciona cotizaciones.

El análisis de niveles de spreads vs swaps calculados a fecha de primera opción de amortización anticipada, para emisiones de deuda subordinada *Lower Tier I* a distinto plazo de primera call y rating de la emisión, arroja similares conclusiones a los realizados con índices de JP Morgan y Merrill Lynch (ver tabla 8):

Tabla 8: emisiones Lower Tier II con call entre los años 2013-2017, por rating de la emisión: resumen de niveles de spread vs swaps (asset swap) calculados a 1ª call

| | Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹ | | | | | | | |
|----------|--|-----|----|-----|------------|-----|-----|-----|
| | AA | AA+ | AA | AA- | A | A+ | A | A- |
| Máximo | 485 | - | - | 485 | 965 | 610 | 965 | 940 |
| Promedio | 450 | - | - | 450 | 595 | 460 | 665 | 710 |
| Mínimo | 370 | - | - | 370 | 340 | 340 | 430 | 400 |

1. Emisiones con opción call comprendida entre 2013 y 2017

3.2.4 Spreads a vencimiento para referencias Lower Tier II de índices JP Morgan, Merrill Lynch e Iboxx/Markit Financials.

En los puntos 3.2.1. a 3.2.3. hemos reflejado información de fuentes que consideramos fiables para spreads vs swaps calculados a la call, lo que es práctica

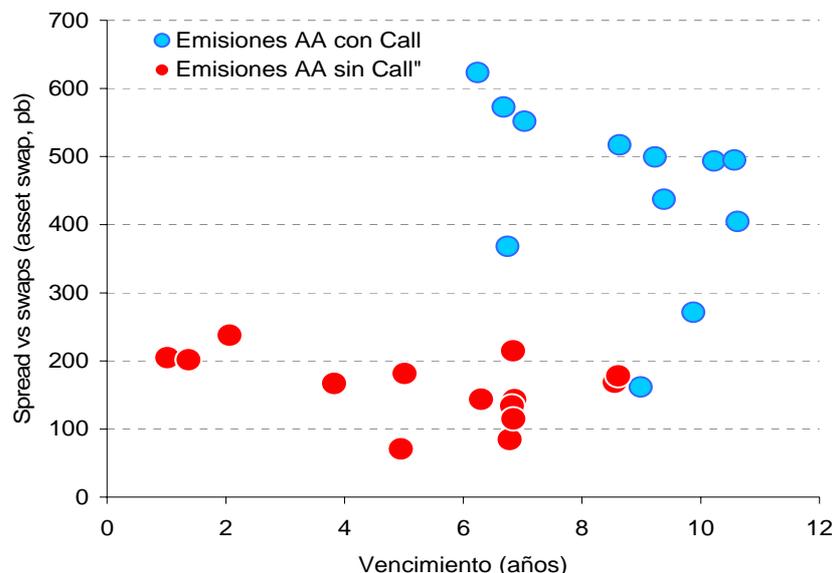
habitual en los mercados de capitales para traducir en spreads los precios cotizados de emisiones en mercado secundario.

Las actuales condiciones de mercado, definidas por una elevada expectativa de muy alta probabilidad de no ejercicio de la opción call (que sitúa su valor prácticamente en cero) frente a la práctica común hasta 2008 de ejercitar “siempre” dicha opción, están introduciendo una importante distorsión a la hora de medir correctamente el riesgo de crédito de este tipo de emisiones.

Para ilustrar este fenómeno, ponemos el ejemplo de un conjunto de emisiones de deuda subordinada Lower Tier II con rating genérico AA, denominadas en EUR, con y sin opción de amortización anticipada al quinto año (tomamos datos del índice ELT2 de Merrill Lynch, compuesto por emisiones de deuda subordinada Lower Tier II). Los datos corresponden a principios de abril de 2009.

Como puede observarse en el gráfico 4, el spread vs swaps de emisiones de deuda subordinada con rating AA sin opción *call*, calculado a vencimiento, resulta muy inferior al spread calculado para emisiones con el mismo rating y con opción de amortización situada cinco años antes del vencimiento. De esta forma, aunque la convención de mercado secundario sea en las emisiones con *call* determinar el spread vs swaps asumiendo que se ejercerá la *call*, el spread vs swaps con el que medir el riesgo de crédito del instrumento y actualizar el valor de los flujos de pago futuros, se corresponde en la práctica con el calculado a vencimiento.

Gráfico 4: emisiones Lower Tier II con call al quinto año vs emisiones sin call. Spread vs swaps (asset swap) calculado a la call y a vencimiento.



Para obtener spreads vs swaps a vencimiento en deuda subordinada Lower Tier II, hemos obtenido de Bloomberg cotizaciones de rentabilidades, bid y ask, a vencimiento, para las emisiones incluidas en los índices SUSI JP Morgan Lower Tier II, ELT2 de Merrill Lynch e Iboxx/Markit Financials (las emisiones de Lower Tier III) exceptuando las de emisores no pertenecientes a la UE. Se ha utilizado la contribución

denominada “Composite Bloomberg Bond Trader o CBBT”, que refleja las cotizaciones ejecutables de más reciente actualización.

Se han obtenido datos correspondientes a 22 de mayo de 2009, con periodicidad semanal, para cada una de las emisiones de deuda subordinada Lower Tier II arriba mencionadas, clasificándose en función de su rating. Una vez obtenidas las rentabilidades de oferta (ask) y demanda (bid) a vencimiento, hemos calculado spreads vs swaps mínimo, máximo, mediano y promedio para cada uno de los ratings, tomando como referencia o tipo base, el tipo IRS del EUR interpolado a la fecha de vencimiento de cada emisión.

Los resultados para los conjuntos de emisiones seleccionadas de cada índice se exponen en la tabla 9. Como puede extraerse de la comparación de estos spreads a vencimiento con los spreads a la call (puntos 3.1.1. a 3.1.3.), estos son muy inferiores a aquellos, siendo la diferencia debida a la forma en la que se calcula uno y otro spread (“a la call” versus, en este caso, “a vencimiento”).

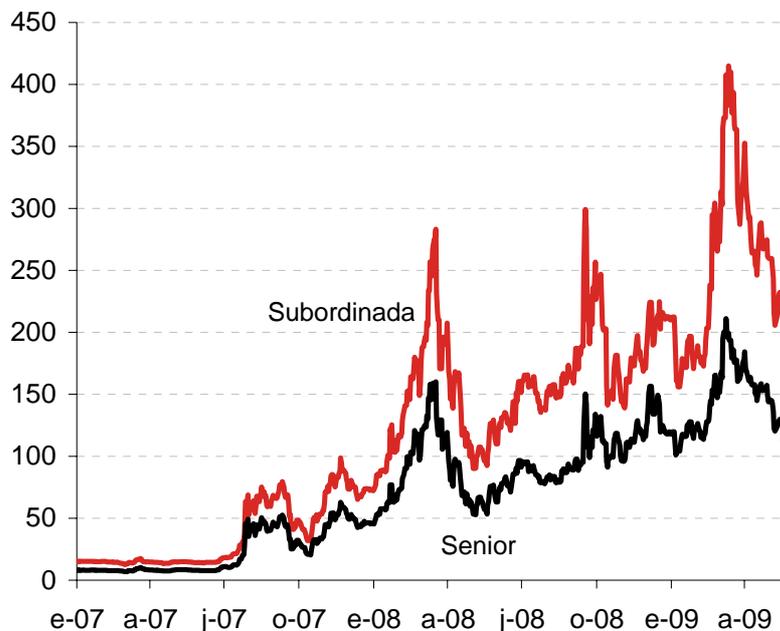
Tablas 10: spread vs swaps a vencimiento, bid y ask, para emisiones de deuda Lower Tier II sin call y vencimiento entre 2015 y 2021.

| BID | Índices SUSI de JP Morgan ¹ | | | | | | | |
|--|--|-----|----|-----|------------|-----|-----|-----|
| | AA | AA+ | AA | AA- | A | A+ | A | A- |
| Máximo | - | - | - | - | 510 | 260 | 445 | 510 |
| Promedio | - | - | - | - | 280 | 200 | 295 | 365 |
| Mínimo | - | - | - | - | 160 | 160 | 195 | 250 |
| Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹ | | | | | | | | |
| | AA | AA+ | AA | AA- | A | A+ | A | A- |
| Máximo | 190 | - | - | 190 | 500 | 310 | 400 | 500 |
| Promedio | 150 | - | - | 150 | 310 | 220 | 285 | 430 |
| Mínimo | 110 | - | - | 110 | 160 | 160 | 205 | 350 |
| Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹ | | | | | | | | |
| | AA | AA+ | AA | AA- | A | A+ | A | A- |
| Máximo | 225 | - | - | 225 | 500 | 315 | 400 | 500 |
| Promedio | 150 | - | - | 150 | 295 | 225 | 280 | 425 |
| Mínimo | 100 | - | - | 100 | 150 | 150 | 205 | 375 |
| ASK | Índices SUSI de JP Morgan ¹ | | | | | | | |
| | AA | AA+ | AA | AA- | A | A+ | A | A- |
| Máximo | - | - | - | - | 590 | 360 | 560 | 590 |
| Promedio | - | - | - | - | 360 | 245 | 380 | 425 |
| Mínimo | - | - | - | - | 185 | 185 | 280 | 310 |
| Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹ | | | | | | | | |
| | AA | AA+ | AA | AA- | A | A+ | A | A- |
| Máximo | 275 | - | - | 275 | 600 | 360 | 500 | 600 |
| Promedio | 200 | - | - | 200 | 365 | 255 | 345 | 500 |
| Mínimo | 130 | - | - | 130 | 185 | 185 | 265 | 400 |
| Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹ | | | | | | | | |
| | AA | AA+ | AA | AA- | A | A+ | A | A- |
| Máximo | 240 | - | - | 240 | 595 | 365 | 510 | 600 |
| Promedio | 185 | - | - | 185 | 350 | 260 | 340 | 510 |
| Mínimo | 140 | - | - | 140 | 185 | 185 | 270 | 460 |

1. Emisiones sin opción call, con vencimiento entre 2015 y 2021

Los niveles de spread vs swaps a vencimiento para emisiones de deuda subordinada Lower Tier II que muestra la tabla 10 son, en nuestra opinión, coherentes con las cotizaciones de índices de Credit Default Swaps ampliamente reconocidos. En concreto, un spread para el “iTraxx Financials Subordinated 5y” a fecha 22 de mayo de 2009 en referencias de 204/208 pb, bid/ask (ver gráfico 5), son en nuestra opinión, coherentes con spreads vs swaps a vencimiento para emisiones de deuda subordinada Lower Tier II en el entorno de 250/300 pb, bid/ask (el rating medio de la deuda subordinada de los bancos integrantes de este índice se encuentra a caballo entre A1/A+ y A2/A). La diferencia o “base” entre el spread vs swaps en el secundario de deuda subordinada al contado y el índice iTraxx Financials Subordinated -cercana a los 45/90 pb- es un reflejo de, entre otras cosas, la diferente liquidez de ambos mercados.

Gráfico 5: evolución del índice iTraxx Financials Senior e iTraxx Financials Subordinated 5y (pb)



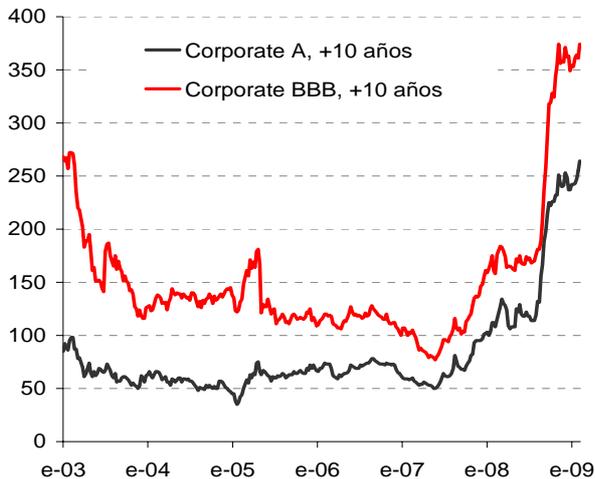
3.2.5 Cálculo de spreads vs swaps a vencimiento para emisiones Lower Tier II con rating Baa2/BBB.

La ausencia, en las fuentes utilizadas, de una muestra significativa de emisiones de deuda subordinada con rating Baa2/BBB (rating que hipotéticamente tendría la emisión de deuda subordinada Lower Tier II de “Sa Nostra”) obliga a realizar un estudio de comparación entre ratings y spreads asociados en otras categorías de crédito.

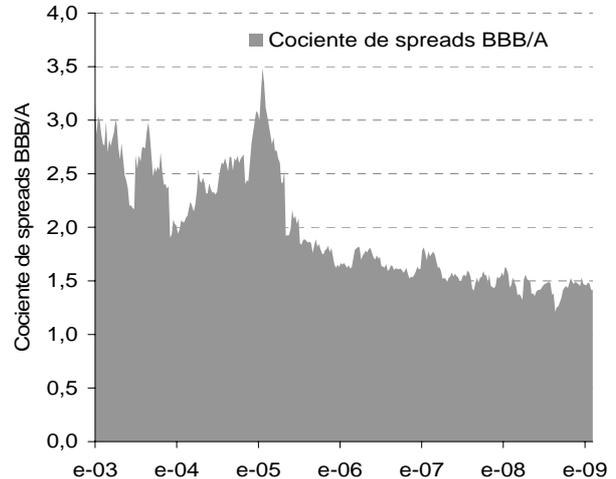
En el gráfico 6 ofrecemos los niveles de spread vs swaps (asset swap) para emisiones con ratings BBB y A genéricos de emisores corporativos y financieros a largo plazo (obtenidas de los índices ER39 y ER49 de Merrill Lynch). Como puede comprobarse, los spreads BBB genéricos se encuentran aproximadamente 1,5 veces por encima de los spreads A genéricos durante los últimos 3 años.

Gráfico 6: spread vs swaps de emisiones A y BBB, y cociente entre ambos (pb)

(a) Spread vs swaps emisiones A y BBB en €



(b) cociente entre spreads BBB y A



Para obtener niveles de spread vs swaps para emisiones Lower Tier II con rating Baa2/BBB a finales de mayo de 2009, podemos:

- utilizar un multiplicador que represente un salto de 3 escalones (1,500x) para aproximar, a partir de los niveles mínimos calculados para emisiones con rating A2/A, los niveles de spread vs swaps para emisiones Lower Tier II con rating Baa2/BBB.
- utilizar un multiplicador que represente un salto de 2 escalones (1,3104x) para aproximar, a partir de los niveles mínimos calculados para emisiones con rating A3/A-, los niveles de spread vs swaps para emisiones Lower Tier II con rating Baa2/BBB.

Los resultados de ambas formas de calcular este spread vs swaps para emisiones de deuda subordinada Lower Tier II se muestran en la tabla 11. Posiblemente, dada la no-linealidad de spreads vs swaps entre emisiones Lower Tier II A2/A y A3/A-, el cálculo de un punto intermedio sea lo más coherente para establecer niveles "razonables" de spreads. De esta forma, consideramos que niveles de 481 / 580 pb son una horquilla bid/ask razonable para establecer niveles de referencia promedio para emisiones de deuda subordinada Lower Tier II con rating Baa2/BBB.

Tabla 11: spreads vs swaps mínimo, máximo y promedio simulados para emisiones Lower Tier II con rating Baa2/BBB (pb)

| Baa2/BBB | Multip. = 1,5x sobre A2/A | | Multip. = 1,3x sobre A3/A- | | Promedios | |
|----------|---------------------------|------------|----------------------------|------------|------------------|-----|
| | bid | ask | bid | ask | bid | ask |
| Máximo | 623 | 785 | 660 | 782 | 641 / 783 | |
| Promedio | 430 | 533 | 533 | 627 | 481 / 580 | |
| Mínimo | 303 | 408 | 426 | 511 | 364 / 459 | |

4. Conclusiones

No hay apenas emisiones recientes similares en el mercado mayorista con las que comparar la emisión planteada por “Sa Nostra”.

La comparación con el mercado de **emisiones minoristas** no es el objeto de este informe. En todo caso, el spread vs swaps a vencimiento calculado para la emisión de deuda subordinada Lower Tier II de “Sa Nostra” (rating de emisor BBB+ por Fitch) se sitúa en niveles inferiores a los otras emisiones de similar prelación colocadas recientemente en el mercado minorista doméstico español; en concreto, la emisión de Caixa Sabadell a 15 años con call al décimo año, colocada a 546 pb. Por otro lado, la emisión planteada por “Sa Nostra” ofrece spreads vs swaps superiores a otras emisiones de similar prelación realizadas por emisores con mejores ratings: este es el caso de “la Caixa”, Bancaja, Caixa Penedés y Caja Navarra.

Según nuestro análisis del **mercado mayorista** para emisiones de deuda subordinada Lower Tier II con vencimiento a 10 años y opción de amortización al 5º año, la media de spreads vs swaps a vencimiento en el secundario para el conjunto de emisiones con ratings Baa2/BBB/BBB, a fecha 22 de mayo de 2009, se sitúa en una horquilla definida por **480-580 pb** (bid y ask).

Dicho rango consideramos es compatible además, con las condiciones que definen en el mercado secundario referencias de **deuda senior** recientemente emitidas por varias entidades españolas, con las cotizaciones de secundario de emisiones vivas de deuda subordinada **Lower Tier II** de BBVA, Banesto, Santander y Caja Madrid, y por último, con los niveles del índice iTraxx Financials Subordinated.

En conclusión, el spread vs swaps para la emisión de “Sa Nostra” objeto de este informe, si consideramos simplemente el “spread a vencimiento sin la call” (**519 pb**), se encontraría en nuestra opinión **dentro del “rango razonable”** dado por la horquilla 480-540 pb (bid y ask) que define en el mercado secundario mayorista los niveles promedio de spreads vs swaps a vencimiento de emisiones de naturaleza y calidad crediticia similar, a fecha 22 de mayo de 2009.



5. Disclaimer

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

Este informe se ha realizado durante los días 21 a 25 de mayo de 2009. El trabajo realizado no incluye la actualización del informe por hechos u otras circunstancias que pudieran producirse con posterioridad a la fecha de emisión del mismo.

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

Fdo.: Daniel Manzano Romero

Socio – Analistas Financieros Internacionales

Barcelona, 14 de Mayo de 2009

SA NOSTRA

D. Antonio Fleixas Antón
Director Área Mercado Capitales
Carrer Ter 16 (Polígon Son Fuster)
07009 Palma de Mallorca

Apreciado Sr. Fleixas:

Por la presente, le remitimos un informe de emisión y valoración de una posible Emisión de Deuda Subordinada a emitir por SA NOSTRA, al objeto de contrastar las condiciones de mercado existentes.

Quedamos a su entera disposición para cuantas aclaraciones puedan precisar con respecto al contenido del informe.

Mientras tanto, aprovecho la ocasión para saludarle.



Guillermo Alfaro Bau
Socio-Director
Solventis

**INFORME DE EMISIÓN Y VALORACIÓN DE
EMISIÓN DE DEUDA SUBORDINADA
SA NOSTRA**

Valorador: **Solventis**

Fecha Informe: **14 de Mayo de 2009**

| Índice | Pág. |
|---|-------------|
| 1.- Introducción | 3 |
| A. Objeto del Informe. | 3 |
| B. Capacidad e Independencia de Solventis..... | 3 |
| 2.- Descripción de la Emisión de Deuda Subordinada | 4 |
| 3.- Análisis del Mercado por Tipología de Emisión y Emisor..... | 7 |
| A. Tipos de Emisiones | 7 |
| B. Descripción del Emisor y de sus Emisiones de Renta Fija..... | 9 |
| C. Mercado Primario de Deuda Senior | 11 |
| D. Mercado Primario de Deuda Subordinada..... | 13 |
| E. Mercado Primario de Participaciones Preferentes..... | 15 |
| F. Mercado Secundario de Deuda Senior, Subordinada y Preferentes | 16 |
| 4.- Análisis de las Condiciones de la Emisión de Deuda Subordinada | 22 |
| 5.- Conclusiones | 24 |
| Anexo 1: Métodos de Valoración..... | 25 |
| - Modelo de Hull & White | 26 |
| - Proceso de Calibración del Modelo de Hull & White..... | 27 |
| Anexo 2: Datos de Mercado Utilizados | 29 |

1.- Introducción

El presente informe ha sido elaborado por Solventis, a petición de SA NOSTRA, a partir de la información suministrada por la propia entidad y de la información registrada en la CNMV. Los datos de mercado utilizados para este análisis han sido observados con fecha 8 de mayo de 2009.

A. Objeto del Informe.

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

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

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

B. Capacidad e Independencia de Solventis.

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

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

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

2.- Descripción de la Emisión de Deuda Subordinada

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

- Emisor: Caja de Ahorros y Monte de Piedad de las Baleares (SA NOSTRA)
- Rating Emisor: Corto plazo: Fitch F2
Largo plazo: Fitch BBB+
- Garante y naturaleza de la garantía: Por las características propias de las emisiones subordinadas, en cuanto al orden de prelación de créditos, esta emisión se sitúa después de todos los acreedores comunes de la Entidad, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 12.1 h) del Real Decreto 216/2008 de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras. No goza de preferencia en el seno de la Deuda Subordinada del Emisor, cualquiera que sea la instrumentación y fecha de la deuda.
- Naturaleza de los Valores: Deuda Subordinada
- Divisa de la Emisión: EUR
- Importe Nominal: Hasta 60.000.000,00 Euros
- Nominal y efectivo de cada valor: 1.000,00 Euros
- Fecha Prevista de Emisión: A partir del mes de junio de 2009
- Período de Suscripción: El periodo de suscripción se iniciará el día hábil siguiente a la inscripción de la Nota de Valores en el Registro Oficial de la CNMV y una vez publicada la mencionada Nota en la página web de Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Baleares y hasta el 31 de agosto de 2009 que finaliza el periodo de suscripción.
- Desembolso: El desembolso de las obligaciones se realizará los días 30 de junio de 2009, 31 de julio y 31 de agosto de 2009 para el público en general.
- Precio de Emisión: El precio de los valores será del 100%, sin prima de emisión. En cuanto al importe efectivo de cada uno de los valores, calculado en función de ese precio, será de 1.000,00 Euros.

- Remuneración: Cupones Fijos y Variables
- Cupón: 6.00% nominal anual fijo durante el primer año.
Tipo Euribor a tres meses más un diferencial del 5,00% a partir del segundo año hasta el quinto año y un Tipo Euribor a tres meses más un diferencial del 5,75% a partir del sexto año hasta la fecha de amortización.
Se tomará como Euribor a 3 meses, el que figure en la pantalla REUTER alrededor de las 11:00 horas, hora de Bruselas, correspondiente a la hoja EURIBOR01, el segundo día hábil anterior al del inicio del periodo de interés de que se trate, correspondiente al plazo de 3 meses. La revisión será semestral.
- Base Cálculo Intereses: Act/365
- Fechas de pago de los cupones: El tipo de interés se hará efectivo por trimestres vencidos, los días 30 de junio, 30 de septiembre, 31 de diciembre y 31 de marzo de cada uno de los años de vida de la emisión.
- Fecha de Amortización: 30 de junio de 2019
- Sistema de Amortización: A la par al vencimiento o en la fecha de amortización anticipada correspondiente.
- Amortización anticipada: El emisor podrá amortizar totalmente la emisión, a la par, libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España, a partir de los cinco años a contar desde la última fecha de desembolso realizada.
- Cotización Oficial: El Emisor solicitará la admisión de las obligaciones a cotización oficial en AIAF Mercado de Renta Fija
- Colectivo a los que se dirige la emisión: La totalidad para público en general
- ISIN: -

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

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

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

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

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

A. Tipos de Emisiones:

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

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

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

Otros valores de renta fija son:

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

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

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

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

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

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

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

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

SA NOSTRA es una entidad financiera, con una calificación crediticia respaldada que le otorgan niveles de “rating” de BBB+ por Fitch.

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

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

En las tablas siguientes, recogemos las principales referencias de renta fija emitidas por SA NOSTRA (se excluye del inventario las emisiones de pagarés y cédulas hipotecarias o territoriales, así como aquellas emisiones sin cotización oficial en mercado):

– Bonos y Obligaciones Simples:

| ISIN | F. Emisión | F. Vto. | Tipo Cupón | Cupón Actual | Spread Imp. | Nominal |
|--------------|------------|-----------|------------|--------------|-------------|-----------------------|
| ES0314926009 | 28-Jul-08 | 28-Jul-10 | Fijo | 6.50 | n.d. | 100.000.000,00 |
| | | | | | | 100.000.000,00 |

– Obligaciones Subordinadas (Lower Tier II)

| ISIN | F. Emisión | F. Vto. | Tipo Cupón | Cupón Actual | Spread Imp. | Nominal |
|--------------|------------|-----------|------------|--------------|-------------|-----------------------|
| ES0214926018 | 30-Dic-04 | 30-Dic-14 | Variable | 2.018 | n.d. | 60.000.000,00 |
| ES0214926026 | 18-Mar-05 | 18-Mar-15 | Variable | 2.024 | n.d. | 100.000.000,00 |
| | | | | | | 160.000.000,00 |

Las emisiones de Obligaciones Subordinadas de SA NOSTRA en circulación no representan una referencia lo suficientemente válida como para establecer, de una forma precisa, si las condiciones de una nueva emisión se ajustan a la situación actual de mercado. Los motivos que nos llevan a esta afirmación son fundamentalmente los siguientes:

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

C. Mercado Primario de Deuda Senior:

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

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

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

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

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

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

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

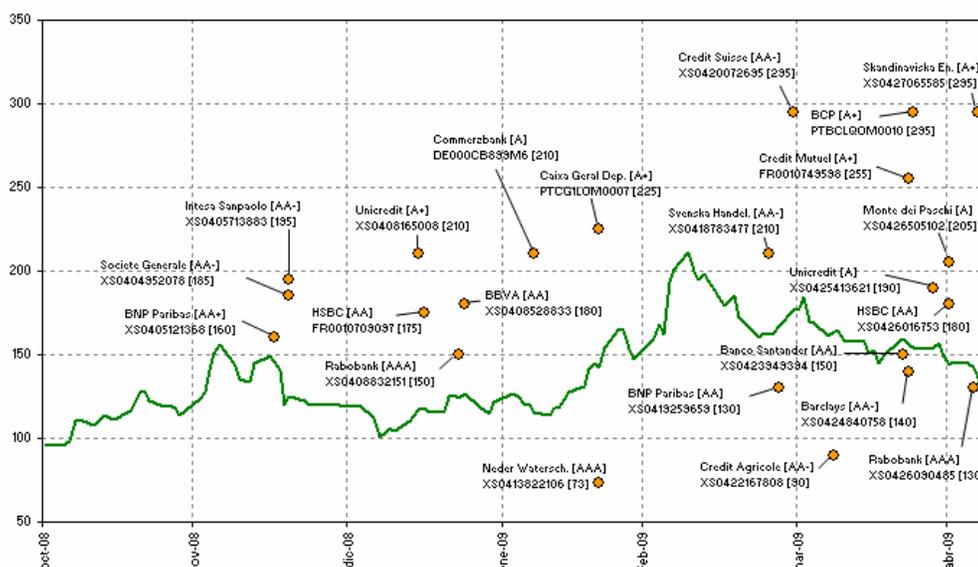
| ISIN | Emisor | Rating Emisor* | Fecha Emisión | Tipo Referencia | Nominal Emitido | Fecha Vto. | Spread Implícito |
|--------------|------------------|----------------|---------------|-----------------|-----------------|------------|------------------|
| XS0405121368 | BNP Paribas | AA+ | 16/12/2008 | Tipo Fijo 5.000 | 1.500M | 16/12/2013 | 160pb |
| XS0405713883 | Intesa Sanpaolo | AA- | 19/12/2008 | Tipo Fijo 5.375 | 1.250M | 19/12/2013 | 195pb |
| XS0404952078 | Societe Generale | AA- | 19/12/2008 | Tipo Fijo 5.125 | 1.000M | 19/12/2013 | 185pb |
| XS0408165008 | Unicredit | A+ | 14/01/2009 | Tipo Fijo 5.250 | 1.000M | 14/01/2014 | 210pb |
| FR0010709097 | HSBC | AA | 15/01/2009 | Tipo Fijo 4.875 | 1.500M | 15/01/2014 | 175pb |
| XS0408832151 | Rabobank | AAA | 22/01/2009 | Tipo Fijo 4.375 | 5.000M | 22/01/2014 | 150pb |
| XS0408528833 | BBVA | AA | 23/01/2009 | Tipo Fijo 4.875 | 1.000M | 23/01/2014 | 180pb |
| DE000CB899M6 | Commerzbank | A | 06/02/2009 | Tipo Fijo 5.000 | 1.500M | 06/02/2014 | 210pb |
| PTCG1LOM0007 | Caixa Geral Dep. | A+ | 19/02/2009 | Tipo Fijo 5.125 | 1.250M | 19/02/2014 | 225pb |
| XS0413822106 | Neder Watersch. | AAA | 19/02/2009 | Tipo Fijo 2.750 | 1.500M | 21/02/2011 | 73pb |
| XS0418783477 | Svenska Handel. | AA- | 25/03/2009 | Tipo Fijo 4.875 | 1.250M | 25/03/2014 | 210pb |
| XS0419259659 | BNP Paribas | AA | 27/03/2009 | Tipo Fijo 3.250 | 1.500M | 27/03/2012 | 130pb |
| XS0420072695 | Credit Suisse | AA- | 30/03/2009 | Tipo Fijo 5.125 | 2.000M | 30/03/2012 | 295pb |
| XS0422167808 | Credit Agricole | AA- | 07/04/2009 | EUR3M+90pb | 1.500M | 08/10/2010 | 90pb |
| XS0423949394 | Banco Santander | AA | 21/04/2009 | Tipo Fijo 3.375 | 1.250M | 21/04/2011 | 150pb |
| XS0424840758 | Barclays | AA- | 22/04/2009 | EUR3M+140pb | 1.500M | 25/10/2010 | 140pb |
| FR0010749598 | Credit Mutuel | A+ | 22/04/2009 | Tipo Fijo 5.375 | 1.000M | 22/04/2014 | 255pb |

| | | | | | | | |
|--------------|-------------------|-----|------------|-----------------|--------|------------|-------|
| PTBCLQOM0010 | BCP | A+ | 23/04/2009 | Tipo Fijo 5,625 | 1.000M | 23/04/2014 | 295pb |
| XS0425413621 | Unicredit | A | 27/04/2009 | Tipo Fijo 4,125 | 1.000M | 27/04/2012 | 190pb |
| XS0426016753 | HSBC | AA | 30/04/2009 | Tipo Fijo 4,500 | 1.250M | 30/04/2014 | 180pb |
| XS0426505102 | Monte dei Paschi | A | 30/04/2009 | Tipo Fijo 4,750 | 1.000M | 30/04/2014 | 205pb |
| XS0426090485 | Rabobank | AAA | 05/05/2009 | Tipo Fijo 4,375 | 2.000M | 05/05/2016 | 130pb |
| XS0427065585 | Skandinaviska En. | A+ | 06/05/2009 | Tipo Fijo 5,500 | 1.000M | 06/05/2014 | 295pb |
| PTCG16OM0004 | Caixa Geral Dep. | A- | 12/05/2009 | Tipo Fijo 4,375 | 1.000M | 13/05/2013 | 200pb |
| XS0428007081 | Nordea Bank | AA- | 12/05/2009 | Tipo Fijo 4,500 | 2.000M | 12/05/2014 | 185pb |

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

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

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



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

D. Mercado Primario de Deuda Subordinada Simple:

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

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

| ISIN | Emisor | Rating Emisor* | Fecha Emisión | Tipo Referencia | Nominal Emitido | Fecha Vto. | Spread Implícito |
|--------------|-----------------|----------------|---------------|---|-----------------|------------|------------------|
| ES0214950182 | Caja Madrid | AA- | 28/02/2008 | Tipo Fijo 5.755 hasta 2023, después Tipo Variable EUR3M+165 | 100M | 26/02/2028 | 165pb |
| ES0213211115 | BBVA | AA- | 01/04/2008 | Tipo Fijo 6.025 hasta 2028, después Tipo Variable EUR3M+178 | 125M | 03/03/2033 | 178pb |
| ES0213211131 | BBVA | AA- | 15/07/2008 | Tipo Fijo 6,20 | 100M | 04/07/2023 | 165pb |
| ES0215474232 | Caja España | A- | 17/07/2008 | Tipo Fijo 7,50 | 200M | 28/08/2018 | 225pb |
| ES0214840342 | Caixa Catalunya | A | 23/10/2008 | Tipo Fijo 7.00 hasta 2009, después Tipo Variable EUR3M+200 (step-up de 75pb a los 5 años) | 500M | 18/12/2018 | 200pb |
| ES0214910004 | Caja Ávila | BBB+ | 13/11/2008 | EUR12M+295 (step-up de 75pb a los 5 años) | 30M | 24/10/2018 | 295pb |
| ES0214910012 | Caja Ávila | BBB+ | 20/11/2008 | EUR12M+295 (step-up de 50pb a los 5 años) | 15M | 29/10/2018 | 295pb |
| ES0264730088 | Caja Sur | BBB+ | 04/12/2008 | EUR6M+450 (step-up de 75pb a los 5 años) | 165M | 28/11/2018 | 450pb |
| ES0214910020 | Caja Ávila | BBB+ | 18/12/2008 | EUR12M+295 (step-up de 75pb a los 5 años) | 40M | 26/11/2018 | 295pb |
| ES0214982136 | Caja Granada | A- | 23/12/2008 | EUR3M+300 (step-up de 75pb a los 5 años) | 120M | 16/03/2019 | 300pb |
| ES0214854020 | Caja Duero | A | 03/01/2009 | EUR3M+400 (step-up de 50pb a los 5 años) | 132.50M | 19/12/2018 | 400pb |
| ES0214600233 | Caja Murcia | A+ | 15/01/2009 | Tipo Fijo 5.952 el primer cupón, después Tipo Variable EUR6M+275 (step-up de 75pb a los 5 años) | 50M | 30/12/2018 | 275pb |
| ES0214970065 | La Caixa | AA- | 20/01/2009 | Tipo Fijo 6.00 hasta 2010, después Tipo Variable EUR3M+200 (Cap 6% / Floor 4%) | 2.500M | 27/02/2019 | 200pb |
| ES0214977169 | Bancaja | A- | 02/04/2009 | Tipo Fijo del 7.25% hasta 2011, después Tipo Variable EUR3M+390 (step-up de 75pb a los 5 años) | 1.000 M | 06/07/2019 | 445pb |
| ES0214973077 | Caixa Sabadell | BBB+ | 07/05/2009 | Tipo Fijo del 7.50% hasta 2011, después Tipo Variable EUR3M+525 (step-up de 75pb a los 10 años) | 35 M | 15/06/2024 | 550pb |

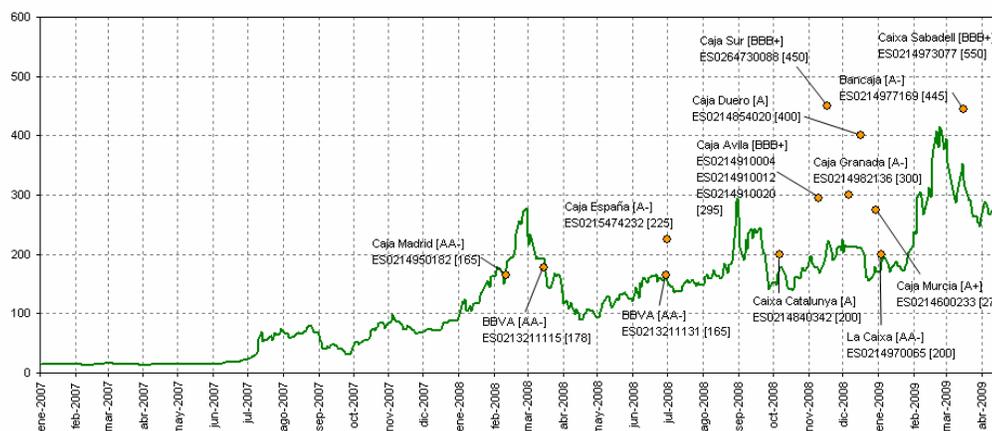
* Rating del Emisor en la fecha de emisión
Fuente: AIAF y Elaboración Propia

Entidades que en el momento de su colocación tenían niveles de rating similares a los de SA NOSTRA han emitido a lo largo de los últimos meses con spreads implícitos dentro de un rango de 295 a 550 puntos básicos.

Sin embargo, en nuestra opinión dadas las actuales circunstancias de mercado, para una emisión de SA NOSTRA de estas características el mercado debería exigirle un spread superior a los 450 puntos básicos.

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

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



Como puede observarse en los gráficos anteriores, en los últimos meses el mercado experimentó un incremento de los spreads crediticios de más de 40 puntos básicos en las emisiones de deuda senior y en más de 200 puntos básicos en el mercado de deuda subordinada. Si bien, en las últimas semanas se han reducido estas subidas hasta niveles de principios de año 2009.

E. Mercado Primario de Participaciones Preferentes:

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

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

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

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

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

Cuadro 5: TIR estimadas para las Emisiones de Participaciones Preferentes

| Emisor | Banco Sabadell | Banco Popular | Caixa Galicia | Caja Duero | Caja Murcia | Banco Pastor | Caja España | Caja Cantabria |
|--------------|----------------|---------------|---------------|------------|-------------|--------------|-------------|----------------|
| Rating | A+ | AA | A | A | A+ | A | A- | A- |
| TIR 5 años | 6,27% | 6,92% | 8,17% | 10,55% | 7,22% | 7,80% | 8,60% | 9,07% |
| TIR 10 años | 6,52% | 6,46% | 8,77% | 11,26% | 7,91% | 8,32% | 9,79% | 9,91% |
| TIR Perpetua | 6,43% | 5,80% | 9,00% | 11,60% | 8,18% | 8,48% | 10,32% | 10,33% |

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

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

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

A modo de ejemplo, en el Cuadro 6 siguiente se recogen los spreads implícitos de algunas referencias de deuda senior emitidas por entidades financieras españolas. Como se puede observar, los rangos de spreads implícitos para algunas emisiones son muy amplios (46.8 puntos básicos de promedio) y los spreads medios se sitúan en un nivel entorno a los 170.40 puntos básicos.

Cuadro 6: Emisiones de Deuda Senior en Mercado Secundario Español

| ISIN | Emisor | Rating Emisor | Fecha Vencimiento | Spread Implícito |
|--------------|--------------------|---------------|-------------------|------------------|
| XS0247647539 | Banco Santander | AA | 23/03/2011 | 118.2 - 153.4 |
| ES0313540025 | Banesto | AA | 22/02/2010 | 39.1 - 71.7 |
| XS0244150743 | BBVA | AA- | 24/02/2011 | 123.4 - 155.1 |
| ES0314950280 | Caja Madrid | A+ | 24/05/2010 | 175.3 - 223.7 |
| ES0313679427 | Bankinter | A+ | 18/11/2010 | 191.8 - 249.9 |
| ES0313860134 | Banco Sabadell | A+ | 26/10/2011 | 295.1 - 350 |
| ES0314600083 | Caja de Murcia | A+ | 06/04/2010 | 128.8 - 164 |
| ES0314965007 | Caja Navarra | A | 27/05/2010 | 125.4 - 162.5 |
| ES0315306003 | Caja Rural Navarra | A- | 24/11/2011 | 100 - 190 |
| ES0358197004 | Caja Sol | A- | 14/07/2010 | 172.7 - 217 |

Fuente: Tradeweb

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

El mercado cotiza, para estas referencias de deuda observadas, con unos diferenciales muy parecidos (35.80 puntos básicos de promedio), y los spreads medios se sitúan con un nivel entorno a los 176 puntos básicos.

Cuadro 7: Emisiones de Deuda Senior del Mercado Secundario Europeo

| ISIN | Emisor | Rating Emisor | Fecha Vencimiento | Spread Implícito |
|--------------|------------------|---------------|-------------------|------------------|
| XS0304159576 | Rabobank | AA+ | 06/06/2022 | 109.9 - 123.4 |
| XS0405121368 | BNP Paribas | AA | 16/12/2013 | 87.2 - 105.7 |
| XS0356838523 | Credit Agricole | AA- | 08/04/2011 | 76.9 - 93.8 |
| XS0304508921 | Intesa Sanpaolo | AA- | 15/06/2017 | 127.4 - 149.1 |
| DE000DB5S5U8 | Deutsche Bank | AA- | 31/08/2017 | 164.6 - 171.8 |
| XS0297541285 | Credit Mutuel | AA- | 27/04/2017 | 166.1 - 202.4 |
| XS0404952078 | Societe Generale | AA- | 19/12/2013 | 134.5 - 157.3 |
| XS0254035768 | Abn Amro Bank | AA- | 11/05/2016 | 164.0 - 234.5 |
| XS0215743252 | Sanpaolo | AA- | 01/04/2015 | 138.9 - 171.0 |
| XS0321334442 | Credit Suisse | AA- | 18/09/2017 | 195.4 - 222.3 |
| XS0365381473 | Bank of Scotland | AA- | 23/05/2013 | 287.1 - 314.5 |
| XS0354788258 | DNB Nor Bank | A+ | 28/03/2011 | 124.3 - 143.6 |
| BE0932900518 | Fortis Bank | A+ | 30/05/2014 | 188.8 - 264.5 |
| XS0408165008 | Unicredit | A+ | 14/01/2014 | 151.3 - 181.7 |
| XS0303396062 | ING | A+ | 31/05/2017 | 218.5 - 231.8 |
| XS0359388690 | UBS | A+ | 18/04/2018 | 223.9 - 257.2 |
| XS0210918123 | Monte dei Paschi | A | 02/02/2015 | 99.3 - 154.8 |
| DE000DR0RR60 | Dresdner Bank | A | 27/02/2012 | 197.7 - 221.9 |
| DE000CB899M6 | Commerzbank | A | 06/02/2014 | 160.8 - 169.8 |
| DE0008016502 | Deutsche Post | A- | 30/01/2014 | 153.2 - 170.5 |
| XS0142222198 | Fortis Finance | BBB | 25/01/2012 | 150.6 - 331.1 |

Fuente: Tradeweb

En cuanto al mercado secundario de Deuda Subordinada Simple (Cuadro 8), se recogen los spreads implícitos de algunas referencias emitidas por entidades financieras españolas. La realidad es que no son excesivamente líquidas, y no es posible encontrar niveles de referencia para todas las emisiones de Deuda Subordinada emitidas por las diferentes entidades españolas. Los spreads medios para el rango de emisiones analizadas se sitúan en 470 puntos básicos.

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

| ISIN | Emisor | Rating Emisor | Fecha Vencimiento | Spread Implícito |
|--------------|----------------------|---------------|-------------------|------------------|
| XS0108324202 | BBVA | AA | 25/02/2010 | 250.9 - 337.0 |
| XS0108576785 | Santander | AA | 05/07/2010 | 149.6 - 259.1 |
| ES0214950141 | Caja Madrid | A | 01/03/2018 | 560.2 - 758.6 |
| ES0214100002 | Bilbao Vizcaya Kutxa | A | 28/09/2015 | 464.4 - 481.6 |
| ES0214954150 | Ibercaja | A+ | 25/04/2019 | 709.7 - 728.7 |

Fuente: Tradeweb

Si observamos los spreads implícitos de algunas de las cotizaciones de las emisiones de bonos y obligaciones subordinadas simples (Lower Tier II) emitidas por entidades europeas (ver cuadro 9). Los spreads medios se sitúan en niveles cercanos a los 348.60 puntos básicos de promedio.

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

| ISIN | Emisor | Rating Emisor | Fecha Vencimiento | Spread Implícito |
|--------------|------------------------|---------------|-------------------|------------------|
| XS0283256062 | BNP Paribas | AA- | 22/01/2014 | 263.9 - 301.4 |
| XS0118485670 | Credit Suisse | AA- | 05/10/2010 | 206.4 - 324.4 |
| XS0158876564 | Sanpaolo | A+ | 13/12/2012 | 212.8 - 317.1 |
| XS0094515953 | Abbey National | A+ | 11/02/2011 | 202.2 - 392.5 |
| DE0003933263 | Deutsche Bank | A+ | 31/01/2013 | 130.6 - 190.9 |
| NL0000113140 | ING | A+ | 04/01/2013 | 284.6 - 367.0 |
| XS0167127447 | Royal Bank of Scotland | A+ | 22/04/2015 | 516.4 - 556.9 |
| XS0124750471 | Bank Austria | A+ | 22/02/2013 | 191.0 - 273.6 |
| XS0365303675 | Intesa Sanpaolo | A+ | 28/05/2013 | 403.3 - 445.4 |
| XS0129239454 | Banco Espirito Santo | A+ | 17/05/2011 | 314.5 - 397.4 |
| XS0127011798 | BCP | A+ | 29/03/2011 | 346.4 - 397.3 |
| DE0006288921 | Commerzbank | A+ | 02/05/2011 | 288.1 - 411.8 |
| XS0353643744 | HSBC | A+ | 19/03/2018 | 197.7 - 221.8 |
| XS0142908770 | Societe Generale | A+ | 13/02/2012 | 163.8 - 231.5 |
| NL0000118024 | ABN Amro | A | 28/06/2010 | 168.8 - 342.6 |
| FR0000486730 | Credit Mutuel | A | 19/07/2013 | 231.2 - 360.8 |
| XS0165867226 | Barclays Bank | A | 31/03/2013 | 311.4 - 355.8 |
| BE0933514839 | Fortis Bank | A | 04/10/2017 | 284.5 - 332.5 |
| XS0143731445 | Unicredit | A | 28/02/2012 | 219.1 - 276.4 |
| XS0326869665 | Bayerische Landesbank | A | 23/10/2017 | 460.2 - 525.5 |
| XS0200985207 | UBS | A | 16/09/2014 | 619.9 - 675.0 |
| XS0336634711 | Danske Bank | A- | 20/03/2013 | 896.2 - 976.5 |
| XS0255820804 | Monte dei Paschi | A- | 31/05/2016 | 201.3 - 279.5 |
| DE0005934426 | Bayerische Hypo | A- | 05/02/2014 | 295.0 - 367.7 |

Fuente: Tradeweb

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

En ellos observamos que el nivel promedio de los spreads implícitos de las emisiones de Deuda Subordinada a lo largo del 2009 se ha situado en los 502 puntos básicos. Oscilando desde unos niveles mínimos cercanos a los 361 puntos básicos hasta unos máximos cercanos a los 663 puntos básicos.

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

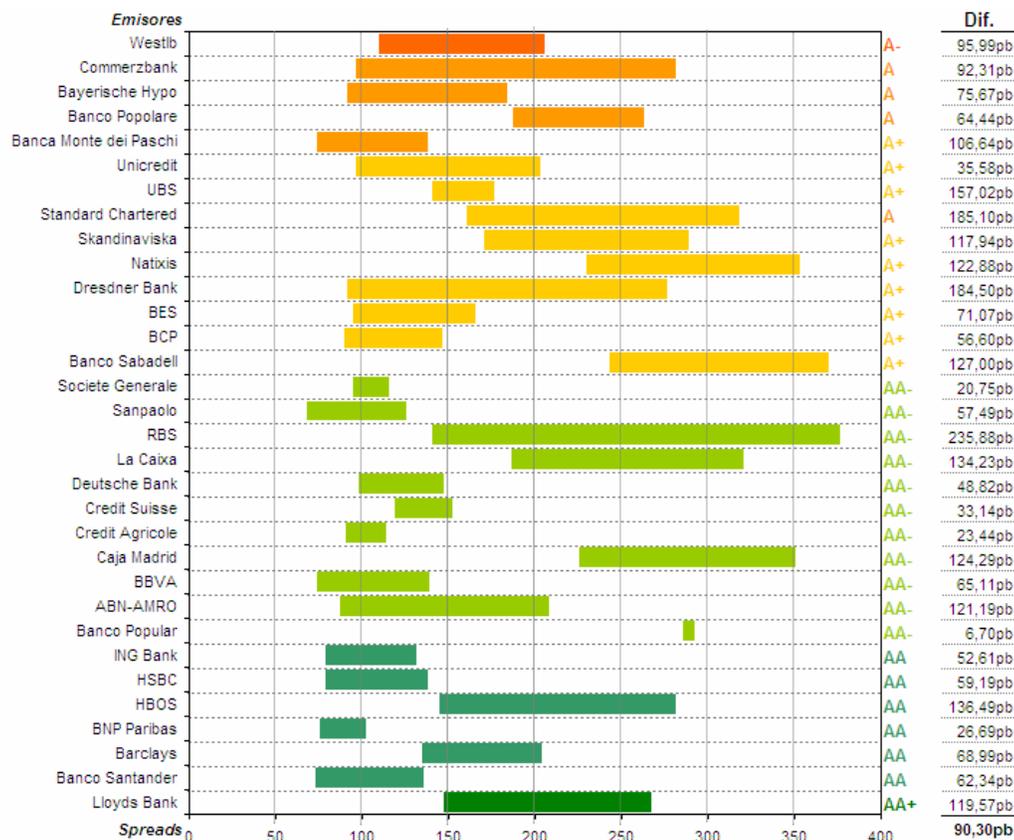
| Índices Europeos Niveles Asset Swap Deuda Subordinada (Lower Tier II) | Último Precio | Promedio 2009 | Nivel Mínimo 2009 | Nivel Máximo 2009 |
|---|---------------|---------------|-------------------|-------------------|
| CS Bank Capital Euro Lower Tier II | 532.00 | 577.93 | 417.30 | 777.80 |
| Merrill Lynch Euro Sub-Debt Lower Tier 2 | 550.00 | 537.83 | 399.00 | 681.00 |
| JPMorgan Euro SUSI Index AA Banks Lower Tier II | 355.78 | 397.96 | 277.47 | 533.09 |
| JPMorgan Euro SUSI Index A Banks Lower Tier II | 437.65 | 496.59 | 352.27 | 660.75 |
| Niveles Promedio | 468,86 | 502,58 | 361,51 | 663,16 |

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

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

- El spread crediticio medio de los CDS a 10 años para las emisiones de Deuda Senior se encuentra alrededor de los 164,91 pb.
- El spread crediticio medio de los CDS a 10 años para las emisiones de Deuda Subordinada se encuentra alrededor de los 233,49 pb.
- Los diferenciales promedio entre los spreads crediticios de la Deuda Senior y la Deuda Subordinada para aquellos emisores con niveles cotización en ambos tipos de emisiones son de 90,30 pb (1.71 veces).

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



Fuente: Elaboración Propia y CMA

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

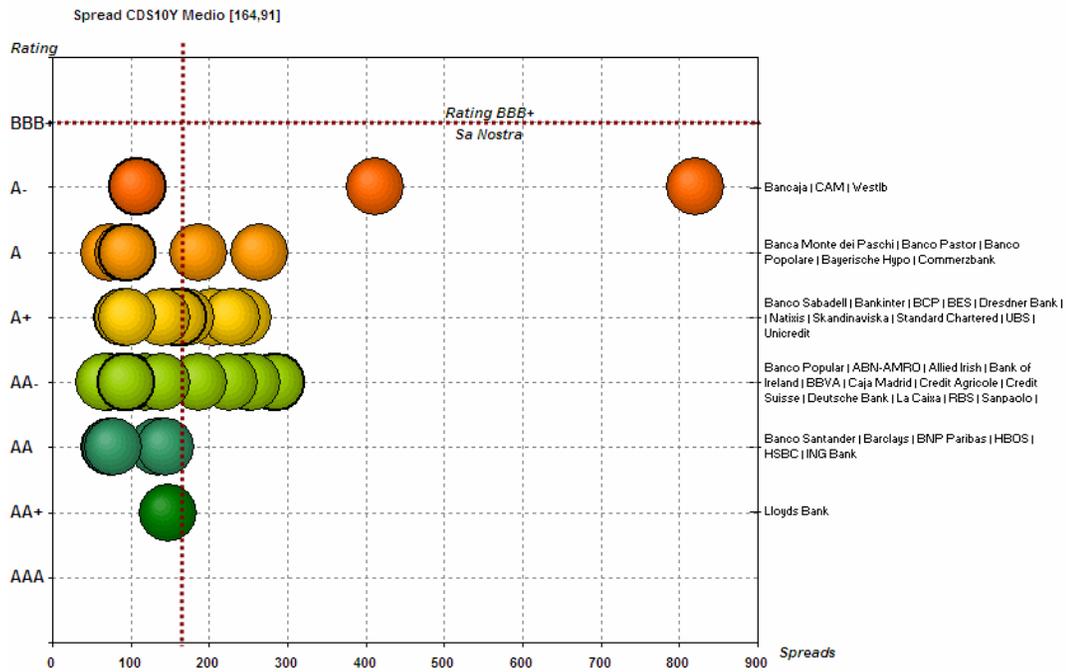
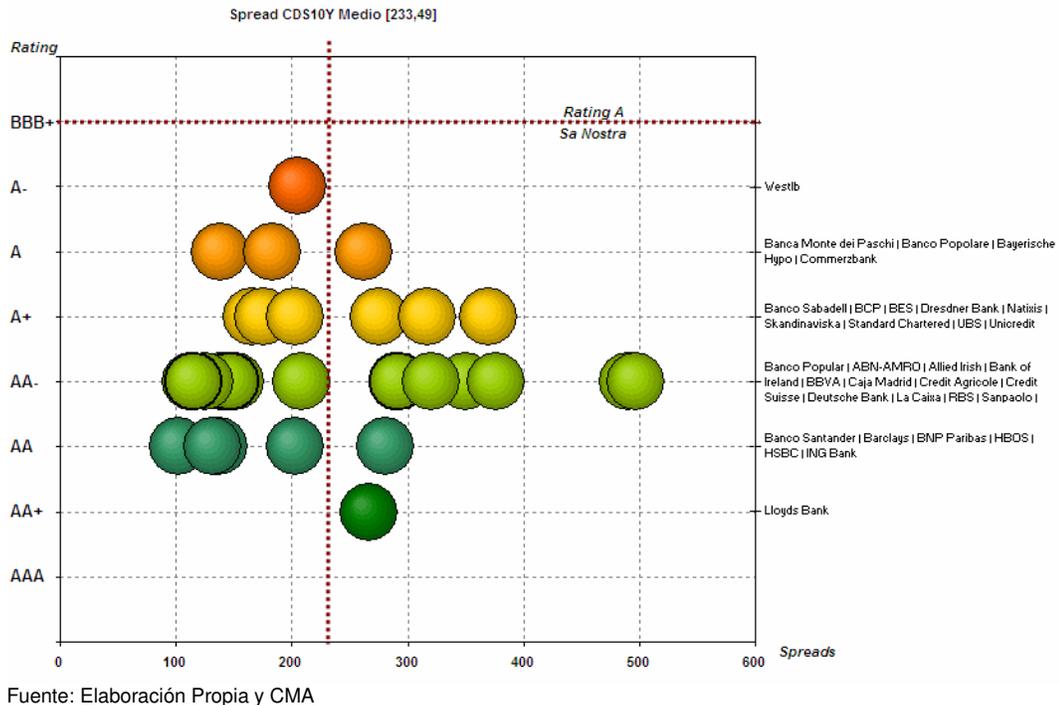


Gráfico 5: Spreads CDS a 10 años para Emisiones Subordinadas por Rating Emisor



En este mercado no es posible observar referencias de CDS (Credit Default Swap) sobre SA NOSTRA, pero sí que disponemos de referencias de emisores con otros niveles de rating que nos podrían aproximar un rango equivalente de 442 a 595 puntos básicos. Estos niveles, aunque con un diferencial muy amplio, pueden servir de base para el análisis de la emisión objeto del presente informe.

Teniendo en cuenta las cotizaciones observadas en mercado primario y secundario para diferentes emisiones de deuda senior, subordinada y participaciones preferentes y los niveles de cotización de los CDS, podríamos concluir que una posible emisión de Deuda Subordinada a emitir por SA NOSTRA debería cotizar con un spread implícito por encima de los 450 puntos básicos.

En la siguiente tabla, se recoge a modo de resumen las referencias observadas en los apartados anteriores para los diferentes mercados para un emisor como SA NOSTRA (Fitch BBB+):

| | Mercado Primario | Mercado Secundario | CDS |
|------------------------------------|-------------------------|---------------------------|------------|
| Deuda Aval Estado | ± 85 pb | - | - |
| Deuda Senior | > 250 pb | 240 - 330 | 250 - 400 |
| Deuda Subordinada | > 450 pb | 408 - 561 | 442 - 595 |
| Participaciones Preferentes | - | - | - |

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

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

| Fecha Inicio | Fecha Final | Periodicidad Pagos | Base | Fijación Tipo Referencia | Opción de Cancelación | Cupón |
|--------------|-------------|--------------------|---------|--|------------------------------------|-------------|
| 30/06/2009 | 30/06/2010 | Trimestral | Act/365 | - | No | 6,0000% |
| 30/06/2010 | 30/06/2014 | Trimestral | Act/365 | 2 días hábiles anteriores a la fecha de inicio de cada período trimestral. Fijaciones Semestrales | No | EUR3M+500pb |
| 30/06/2014 | 30/06/2019 | Trimestral | Act/365 | 2 días hábiles anteriores a la fecha de inicio de cada período trimestral. Fijaciones Semestrales | Si (en cada período trimestral) | EUR3M+575pb |

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

- Spread Implícito si la emisión fuera amortizada el 5º año (30/06/2014): en este caso el spread implícito de la emisión estaría entorno a los 500 puntos básicos (ver Cuadro 11).

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

| 08/05/2009 | | Spread Emisión (sobre EUR3M) | | | | | | | | |
|--------------------------|--------|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 300 pb | 350 pb | 400 pb | 450 pb | 500 pb | 550 pb | 600 pb | 650 pb | 700 pb |
| Spread Crediticio Emisor | 300 pb | 99,85 | 102,05 | 104,24 | 106,44 | 108,64 | 110,84 | 113,04 | 115,24 | 117,44 |
| | 350 pb | 97,68 | 99,85 | 102,02 | 104,19 | 106,37 | 108,54 | 110,71 | 112,88 | 115,05 |
| | 400 pb | 95,56 | 97,71 | 99,85 | 102,00 | 104,14 | 106,29 | 108,43 | 110,58 | 112,72 |
| | 450 pb | 93,49 | 95,61 | 97,73 | 99,85 | 101,97 | 104,09 | 106,21 | 108,33 | 110,45 |
| | 475 pb | 92,48 | 94,58 | 96,69 | 98,80 | 100,90 | 103,01 | 105,11 | 107,22 | 109,33 |
| | 500 pb | 91,47 | 93,57 | 95,66 | 97,75 | 99,85 | 101,94 | 104,03 | 106,13 | 108,22 |
| | 525 pb | 90,48 | 92,56 | 94,64 | 96,72 | 98,80 | 100,88 | 102,96 | 105,05 | 107,13 |
| | 550 pb | 89,50 | 91,57 | 93,64 | 95,70 | 97,77 | 99,84 | 101,91 | 103,98 | 106,04 |
| | 600 pb | 87,57 | 89,62 | 91,66 | 93,70 | 95,75 | 97,79 | 99,83 | 101,88 | 103,92 |
| | 650 pb | 85,69 | 87,71 | 89,73 | 91,75 | 93,77 | 95,79 | 97,80 | 99,82 | 101,84 |
| 700 pb | 83,86 | 85,85 | 87,84 | 89,84 | 91,83 | 93,83 | 95,82 | 97,82 | 99,81 | |

- Spread Implícito analizando la emisión a vencimiento e introduciendo en el análisis el valor de la opción de cancelación del emisor a partir del 5º año: en este caso el spread implícito de la emisión estaría también entorno a los 500 puntos básicos.

- c. Spread Implícito analizando la emisión a vencimiento pero sin introducir en el análisis el valor de la opción de cancelación del emisor a partir del 5º año: en este caso el spread implícito de la emisión estaría alrededor de los 525 puntos básicos (ver Cuadro 12).

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

| 08/05/2009 | | Spread Emisión (sobre EUR3M Step-Up año 5 +75pb) | | | | | | | | |
|--------------------------|--------|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 300 pb | 350 pb | 400 pb | 450 pb | 500 pb | 550 pb | 600 pb | 650 pb | 700 pb |
| Spread Crediticio Emisor | 300 pb | 102,07 | 105,79 | 109,50 | 113,22 | 116,94 | 120,65 | 124,37 | 128,08 | 131,80 |
| | 350 pb | 98,35 | 101,98 | 105,61 | 109,25 | 112,88 | 116,52 | 120,15 | 123,78 | 127,42 |
| | 400 pb | 94,78 | 98,34 | 101,89 | 105,44 | 109,00 | 112,55 | 116,11 | 119,66 | 123,21 |
| | 450 pb | 91,37 | 94,85 | 98,32 | 101,80 | 105,28 | 108,75 | 112,23 | 115,71 | 119,18 |
| | 475 pb | 89,72 | 93,16 | 96,60 | 100,04 | 103,48 | 106,91 | 110,35 | 113,79 | 117,23 |
| | 500 pb | 88,11 | 91,51 | 94,91 | 98,31 | 101,71 | 105,11 | 108,51 | 111,92 | 115,32 |
| | 525 pb | 86,53 | 89,89 | 93,26 | 96,62 | 99,98 | 103,35 | 106,71 | 110,08 | 113,44 |
| | 550 pb | 84,98 | 88,31 | 91,64 | 94,96 | 98,29 | 101,62 | 104,95 | 108,28 | 111,61 |
| | 600 pb | 81,99 | 85,24 | 88,50 | 91,76 | 95,02 | 98,27 | 101,53 | 104,79 | 108,05 |
| | 650 pb | 79,12 | 82,31 | 85,50 | 88,69 | 91,87 | 95,06 | 98,25 | 101,44 | 104,63 |
| 700 pb | 76,37 | 79,49 | 82,62 | 85,74 | 88,86 | 91,98 | 95,11 | 98,23 | 101,35 | |

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

- Cupones del 6,00% el primer año = 0,52%
- Cupones EUR3M+500pb desde el segundo año = 2,18%
- Cupones EUR3M+575pb desde el sexto año = 2,55%

TOTAL 5,25%

Para obtener estos resultados de valoración de estos instrumentos financieros se han utilizado métodos de simulación de curvas de tipos de interés basados en los modelos de Hull & White (ver Anexo 1) en base a los datos de mercado observados en la fecha de valoración del 8 de mayo de 2009 (ver Anexo 2).

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

5.- Conclusiones

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

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

La validez de este análisis y sus conclusiones se encuentran supeditadas a las circunstancias de mercado descritas y a la información de mercado existente a la fecha de elaboración del presente informe (8 de mayo de 2009). Si las circunstancias de mercado cambiaran sustancialmente con respecto a lo aquí recogido, las conclusiones de este informe podrían en consecuencia variar.

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

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

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

Anexo 1: Métodos de Valoración

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

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

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

donde,

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

R es la Tasa Interna de Rentabilidad (TIR).

n es el número total de flujos.

t_i son las fechas de pago de los flujos.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

– **Modelo de Hull & White:**

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

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

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

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

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

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

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

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

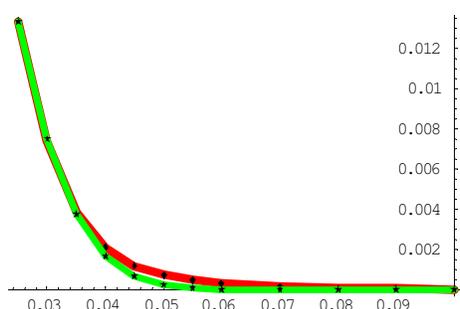
Estos datos permiten valorar, utilizando modelos analíticos (Black 76), las opciones sobre Swaps, Caps y Floors. De esta forma se obtienen unos precios de referencia para estas estructuras.

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

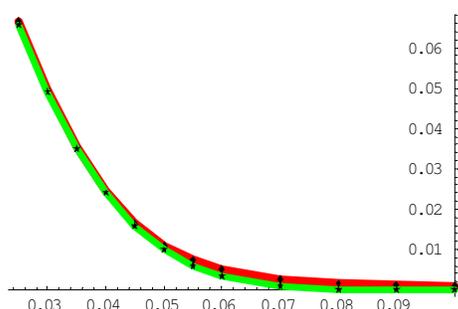
Las incógnitas del problema son variables temporales, es decir funciones que dependen del tiempo, que condicionan el árbol trinomial. Estas incógnitas son la parte determinista de la evolución de los tipos (drifts), la velocidad de reversión a la media y la volatilidad.

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

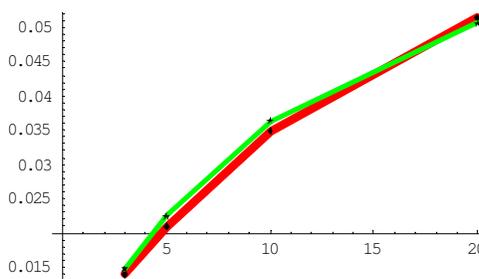
Opciones sobre Caps a 2 años



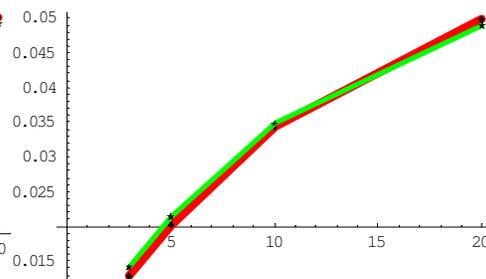
Opciones sobre Caps a 5 años



Opciones sobre Swaps a 5 años



Opciones sobre Swaps a 10 años



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

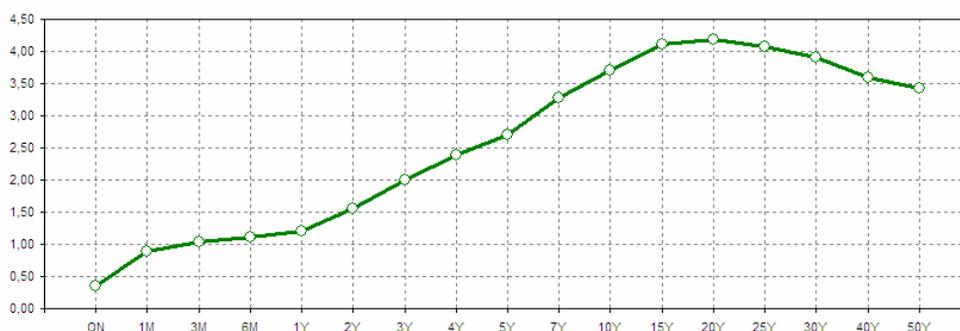
Una vez calibrado el modelo a una fecha de valoración concreta, se dispone de un árbol trinomial sobre el cuál poder construir y simular una estructura concreta de comportamiento de los tipos de interés, de forma que es posible introducir condicionales de pago complejos dentro de los flujos de pago de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

Anexo 2: Datos de Mercado Utilizados

Los parámetros de mercado utilizados para calibrar el modelo de Hull & White y para valorar los instrumentos financieros objeto del presente informe a la fecha señalada (8 de mayo de 2009), han sido los siguientes:

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

| ON | 1M | 3M | 6M | 1Y | 2Y | 3Y | 4Y | 5Y | 7Y | 10Y | 15Y | 20Y | 25Y | 30Y | 40Y | 50Y |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 0.3649 | 0.8878 | 1.0444 | 1.1136 | 1.2003 | 1.5547 | 2.0068 | 2.3908 | 2.6984 | 3.2743 | 3.7074 | 4.1141 | 4.1934 | 4.0701 | 3.9124 | 3.5839 | 3.4290 |



- Volatilidades Caps/Floors EUR:

| Plazo \ Strike | 1,00% | 2,00% | 3,00% | 4,00% | 5,00% | 6,00% | 7,00% | 8,00% | 9,00% |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1Y | 43.78 | 45.59 | 55.10 | 61.95 | 67.10 | 71.17 | 74.52 | 77.34 | 79.78 |
| 2Y | 50.58 | 42.63 | 43.92 | 46.95 | 49.95 | 52.58 | 54.86 | 56.83 | 58.56 |
| 3Y | 48.56 | 37.29 | 30.30 | 27.73 | 27.84 | 29.36 | 31.09 | 32.73 | 34.21 |
| 4Y | 46.23 | 34.56 | 27.44 | 24.06 | 24.12 | 25.44 | 26.95 | 28.39 | 29.70 |
| 5Y | 44.22 | 32.75 | 25.50 | 21.80 | 21.31 | 22.24 | 23.50 | 24.74 | 25.89 |
| 6Y | 42.52 | 31.42 | 24.26 | 20.31 | 19.30 | 19.86 | 20.91 | 22.02 | 23.07 |
| 7Y | 41.33 | 30.54 | 23.53 | 19.50 | 18.17 | 18.49 | 19.41 | 20.45 | 21.45 |
| 8Y | 40.44 | 29.87 | 23.00 | 18.93 | 17.38 | 17.52 | 18.36 | 19.35 | 20.32 |
| 9Y | 39.80 | 29.38 | 22.62 | 18.52 | 16.81 | 16.81 | 17.58 | 18.53 | 19.48 |
| 10Y | 39.34 | 29.01 | 22.34 | 18.22 | 16.37 | 16.25 | 16.96 | 17.89 | 18.81 |
| 12Y | 38.72 | 28.48 | 21.92 | 17.77 | 15.73 | 15.44 | 16.06 | 16.94 | 17.83 |
| 15Y | 38.22 | 28.00 | 21.55 | 17.38 | 15.18 | 14.73 | 15.28 | 16.11 | 16.96 |
| 20Y | 37.55 | 27.35 | 21.06 | 16.99 | 14.86 | 14.45 | 14.97 | 15.75 | 16.55 |

- Volatilidades de EUR Swaptions:

| Opción \ Swap | 1Y | 2Y | 3Y | 4Y | 5Y | 6Y | 7Y | 8Y | 9Y | 10Y | 15Y | 20Y |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1M | 51.64 | 48.63 | 38.60 | 35.61 | 33.83 | 31.93 | 30.78 | 29.88 | 29.35 | 29.31 | 27.73 | 27.95 |
| 3M | 54.47 | 47.63 | 37.01 | 34.26 | 32.34 | 30.88 | 30.13 | 29.58 | 29.12 | 28.84 | 26.78 | 26.69 |
| 6M | 49.30 | 42.44 | 33.65 | 31.25 | 29.54 | 28.46 | 27.93 | 27.50 | 27.24 | 27.10 | 25.29 | 25.35 |
| 1Y | 41.73 | 32.53 | 29.03 | 26.97 | 25.84 | 25.19 | 24.86 | 24.47 | 24.33 | 24.32 | 23.03 | 23.11 |
| 2Y | 25.63 | 23.26 | 22.42 | 21.63 | 21.10 | 21.07 | 21.10 | 21.04 | 21.06 | 21.13 | 20.35 | 20.57 |
| 3Y | 21.38 | 20.09 | 19.51 | 19.20 | 18.97 | 18.97 | 19.05 | 19.02 | 19.09 | 19.18 | 18.74 | 19.14 |
| 4Y | 18.76 | 17.65 | 17.46 | 17.39 | 17.35 | 17.37 | 17.44 | 17.48 | 17.57 | 17.63 | 17.42 | 17.96 |
| 5Y | 16.54 | 15.93 | 16.10 | 16.21 | 16.31 | 16.34 | 16.36 | 16.34 | 16.36 | 16.37 | 16.40 | 17.04 |
| 7Y | 14.95 | 14.78 | 14.84 | 14.87 | 14.92 | 14.94 | 14.94 | 14.95 | 14.93 | 14.97 | 15.49 | 16.32 |
| 10Y | 14.06 | 13.95 | 13.81 | 13.77 | 13.86 | 13.98 | 14.11 | 14.20 | 14.33 | 14.48 | 15.53 | 16.44 |
| 15Y | 14.04 | 14.20 | 14.21 | 14.53 | 14.96 | 15.21 | 15.51 | 15.75 | 16.02 | 16.31 | 17.55 | 18.62 |
| 20Y | 17.17 | 17.70 | 17.99 | 18.40 | 18.76 | 18.88 | 18.99 | 18.98 | 19.00 | 19.07 | 20.26 | 21.24 |
| 25Y | 19.87 | 19.87 | 19.75 | 19.75 | 19.82 | 19.94 | 20.10 | 20.18 | 20.30 | 20.42 | 21.51 | 21.54 |
| 30Y | 21.05 | 21.28 | 21.68 | 22.07 | 22.44 | 22.58 | 22.72 | 22.70 | 22.67 | 22.57 | 22.14 | 21.52 |

Solventis

Pedro i Pons 9-11, 6ª Planta
08034 Barcelona
Tel. + 34 93 200 95 78
Fax. +34 93 474 14 61

Colón 10, 1ª Planta
36201 Vigo
Tel. + 34 986.22.56.59
Fax. +34 986-22.20.45

grupo@solventis.es
www.solventis.es