

D. Juan Luis Sabater Navarro, con DNI número 21.454.984-D, en nombre y representación de CAM CAPITAL, S.A., Sociedad Unipersonal, a los efectos del procedimiento de registro por la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la Nota de Valores relativa a la emisión de participaciones preferentes Serie C de CAM Capital, S.A. Sociedad Unipersonal (la “**Emisión**”)

CERTIFICA

Que la versión en soporte informático de la Nota de Valores de la Emisión que se adjunta a la presente coincide con la Nota de Valores registrada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 10 de junio de 2009.

Asimismo autoriza a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que haga público dicha Nota de Valores en soporte informático en su página web.

Y PARA QUE ASÍ CONSTE, expido la presente certificación, en Madrid, a 10 de junio de 2009.

D. Juan Luis Sabater Navarro

CAM CAPITAL, S.A., SOCIEDAD UNIPERSONAL

Nota de Valores de la EMISIÓN DE PARTICIPACIONES PREFERENTES SERIE C

**IMPORTE MÁXIMO: 450.000.000 euros
ampliable hasta 850.000.000 euros**

La presente Nota de Valores (elaborada conforme al Anexo V del Reglamento (CE) nº 809/2004 de la Comisión de 29 de abril de 2004), bajo la Garantía de Caja de Ahorros del Mediterráneo (elaborada conforme al Anexo VI del Reglamento (CE) nº 809/2004 de la Comisión de 29 de abril de 2004), ha sido inscrita en los Registros Oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 10 de junio de 2009.

Esta Nota de Valores se complementa con el Documento de Registro de CAM CAPITAL, S.A., Sociedad Unipersonal (elaborado conforme al Anexo IV del Reglamento (CE) nº 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004), inscrito en los Registros Oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 10 de junio de 2009 y con el Documento de Registro de Caja de Ahorros del Mediterráneo (elaborado conforme al Anexo I del Reglamento (CE) nº 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004), inscrito en los Registros Oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 26 de junio de 2008 como parte integrante del Folleto Informativo de Emisión de Cuotas Participativas de CAM, los cuales se incorporan por referencia.

ÍNDICE

I. RESUMEN.....	5
1. ASPECTOS RELEVANTES A TENER EN CUENTA POR EL INVERSOR.....	5
2. PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN.....	8
3. PRINCIPALES MAGNITUDES DEL GARANTE.....	10
II. FACTORES DE RIESGO.....	14
III. NOTA DE VALORES.....	19
1. PERSONAS RESPONSABLES.....	19
1.1. Personas que asumen la responsabilidad del contenido de la nota de valores	19
2. FACTORES DE RIESGO.....	19
3. INFORMACIÓN FUNDAMENTAL.....	19
3.1. Interés de las personas físicas y jurídicas participantes en la oferta.....	19
3.2. Motivo de la oferta y destino de los ingresos.....	19
4. INFORMACIÓN RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A OFERTARSE ²⁰	
4.1. Descripción del tipo y la clase de valores.....	20
4.2. Legislación de los valores.....	21
4.3. Representación de los valores.....	21
4.4. Divisa de la emisión.....	22
4.5. Orden de prelación.....	22
4.6. Descripción de los derechos vinculados a los valores y procedimiento para el ejercicio de los mismos.....	23
4.7. Tipo de remuneración y disposiciones relacionadas.....	31
4.8. Precio de amortización y disposiciones relativas al vencimiento de los valores.....	39
4.9. Indicación del rendimiento para el inversor y método de cálculo.....	41
4.10. Representación de los tenedores de los valores.....	41

4.11.	Resoluciones, autorizaciones y aprobaciones en virtud de las cuales se emiten los valores.....	43
4.12.	Fecha de emisión	43
4.13.	Restricciones a la libre transmisibilidad de los valores.....	43
4.14.	Fiscalidad de los valores.....	43
5.	CLÁUSULAS Y CONDICIONES DE LA OFERTA.....	48
5.1.	Condiciones. Estadísticas de la oferta, calendario previsto y procedimiento para la suscripción de la oferta	48
5.2.	Plan de colocación y adjudicación.....	53
5.3.	Precios	54
5.4.	Colocación y aseguramiento.....	54
6.	ACUERDOS DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y NEGOCIACIÓN.....	54
6.1.	Solicitudes de admisión a cotización.....	54
6.2.	Mercados regulados en los que están admitidos a cotización valores de la misma clase.....	55
6.3.	Entidades de liquidez.....	55
7.	INFORMACIÓN ADICIONAL	57
7.1.	Personas y entidades asesoras de la emisión	57
7.2.	Información de la nota de valores revisada por los auditores.....	57
7.3.	Otras informaciones aportadas por terceros	57
7.4.	Vigencia de las informaciones aportadas por terceros	57
7.5.	Ratings	57
IV.	GARANTÍA.....	61
1.	NATURALEZA DE LA GARANTÍA	61
2.	ALCANCE DE LA GARANTÍA	61
2.1.	Pagos Garantizados.....	61
2.2.	Retenciones.....	63

CAM CAPITAL, S.A., Sociedad Unipersonal

2.3.	Pagos a prorrata	63
2.4.	Características de las obligaciones del Garante bajo la Garantía	64
2.5.	Otras obligaciones del Garante en virtud de la Garantía	65
2.6.	Finalización de la Garantía	66
2.7.	Varios.....	67
2.8.	Ley Aplicable	68
2.9.	Prelación de créditos.....	68
3.	INFORMACIÓN SOBRE EL GARANTE.....	69
4.	DOCUMENTOS PARA CONSULTA	69

I. RESUMEN

El presente resumen (el “**Resumen**”), el Documento de Registro del Emisor y la Nota de Valores (incluyendo el módulo de garantías de la sección IV) serán referidos, conjuntamente, como el “**Folleto**”. Existe un Documento de Registro del garante, Caja de Ahorros del Mediterráneo, inscrito en los registros oficiales de la CNMV el 26 de junio de 2008 como parte integrante del Folleto Informativo de Emisión de Cuotas Participativas de CAM.

Se hace constar expresamente que:

- (i) Este resumen debe leerse como introducción al Folleto.
- (ii) Toda decisión de invertir en los valores debe estar basada en la consideración del Folleto en su conjunto por parte del inversor.
- (iii) No se derivará responsabilidad civil alguna de este resumen o de la información contenida en él, incluida cualquiera de sus traducciones, para cualquier persona responsable de su contenido a menos que el resumen resulte ser engañoso, inexacto o incoherente al ser leído conjuntamente con las restantes partes del Folleto.
- (iv) En caso de iniciarse ante un juzgado o tribunal un procedimiento de reclamación en relación con la información contenida en este Folleto, el inversor demandante podría, en virtud de la legislación de los Estados miembros del Espacio Económico Europeo, tener que hacer frente a los gastos de la traducción de este Folleto con carácter previo al inicio de dicho procedimiento judicial.

Todos los términos empleados con su primera inicial en mayúscula y no expresamente definidos en este resumen, tendrán el significado que se les atribuye en la Nota de Valores.

1. ASPECTOS RELEVANTES A TENER EN CUENTA POR EL INVERSOR

La inversión en Participaciones Preferentes Serie C está sujeta a RIESGOS específicos que se resumen a continuación.

- Las Participaciones Preferentes Serie C son un producto complejo y de carácter perpetuo.
- La presente emisión no constituye un depósito bancario y, en consecuencia, no se incluye entre las garantías del Fondo de Garantía de Depósitos.
- El adjetivo “preferente” que la legislación española otorga a las participaciones preferentes NO significa que sus titulares tengan la condición de acreedores privilegiados.

Factores de riesgo de los valores

Riesgo de no percepción de las remuneraciones

El pago de la Remuneración estará condicionado a la obtención de Beneficio Distribuible (tal y como este término se define en el apartado III.4.7.1 de la Nota de Valores) y a la existencia de recursos propios suficientes de conformidad con la normativa bancaria que resulte de aplicación en cada momento.

Si, en alguna fecha de pago, no se abonara la Remuneración, los inversores perderán el derecho a recibir la remuneración no percibida.

El Beneficio Distribuible correspondiente a los tres últimos ejercicios ha sido el siguiente: 405.320.000 euros (2008), 288.212.000 euros (2007) y 250.767.000 euros (2006). A efectos meramente teóricos, y suponiendo que el 1 de enero de 2009 se hubieran emitido Participaciones Preferentes Serie C por importe de 450.000.000, el importe total en concepto de Remuneración estimada correspondiente al ejercicio 2009 sobre el total de participaciones preferentes emitidas o garantizadas por CAM, supone un 11,73% sobre el Beneficio Distribuible del ejercicio 2008. En el supuesto de que se hubiese ampliado el importe de la Emisión hasta el máximo previsto (850.000.000 euros), la carga teórica sería del 18,99%.

Riesgo de absorción de pérdidas

En supuestos extremos de insuficiencia patrimonial del Emisor o del Garante, se podría liquidar la Emisión por un valor inferior al nominal de las Participaciones Preferentes Serie C, con la consiguiente pérdida para sus titulares del principal invertido. Precisamente por esta capacidad potencial de absorber pérdidas, la legislación considera las participaciones preferentes como “recursos propios” de las entidades de crédito.

Riesgo de perpetuidad

Estos valores son perpetuos (es decir, el Emisor no tendrá obligación de reembolsar su principal).

No obstante, transcurridos cinco años desde la Fecha de Desembolso, el Emisor podrá, en cualquier momento, amortizar las participaciones preferentes con autorización previa del BANCO DE ESPAÑA y de CAM.

En ese supuesto, el inversor recibirá el precio de amortización que consistirá en su valor nominal más, en su caso, un importe igual a la Remuneración devengada y no satisfecha hasta la fecha establecida para la amortización.

Riesgo de orden de prelación

Las Participaciones Preferentes Serie C se sitúan en orden de prelación, tal y como se describe en el Folleto, por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados del Emisor; y al mismo nivel que cualquier otra serie de participaciones preferentes del

Emisor con un mismo rango que las Participaciones Preferentes Serie C, que haya emitido o, en su caso, pueda emitir en el futuro.

Asimismo, en virtud de la Garantía, las Participaciones Preferentes Serie C se situarán por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados de CAM; y al mismo nivel que cualquier garantía equiparable a la prestada por el Garante a las Participaciones Preferentes Serie C y con los valores equiparables que, en su caso, pueda emitir el Garante.

Riesgo de mercado

Las participaciones preferentes son valores con un riesgo elevado, que pueden generar pérdidas en el nominal invertido.

Si el inversor quisiera más adelante venderlas, podría ocurrir que el precio de venta fuera menor que el precio que pagó al adquirirlas.

Riesgo de liquidez

Aunque se vaya a solicitar la admisión a negociación de las Participaciones Preferentes Serie C en el A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA, no es posible asegurar que el inversor pueda venderlas con carácter inmediato, ya que no existen garantías de que vaya a producirse una negociación activa en el mercado.

Riesgo de liquidación de la Emisión

La Emisión, a pesar del carácter perpetuo, podrá ser liquidada en ciertos supuestos:

- 1) Liquidación o disolución del Emisor.
- 2) Liquidación o disolución del Garante o reducción de sus fondos propios y de sus cuotas participativas a cero, sin liquidación del Garante y con un aumento simultáneo de su fondo fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas.

La liquidación de la Emisión en estos supuestos no garantiza necesariamente a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C la percepción del 100% de las Cuotas de Liquidación correspondientes (que equivalen a su valor nominal más, en su caso, un importe igual a la Remuneración devengada y no satisfecha correspondiente al periodo de Remuneración en curso y hasta la fecha de pago).

Riesgo de variación de la calidad crediticia

La agencia de *rating* FITCH RATINGS ha asignado la calificación provisional de BBB- a la Emisión. Esta calificación es preliminar y está sujeta a la revisión de la documentación final de la Emisión.

Asimismo, a la fecha de registro de la Nota de Valores, CAM, entidad garante de la Emisión, tiene asignadas las siguientes calificaciones (*ratings*):

	Corto	Largo	Fecha última revisión	Perspectiva
Moody's	P - 1	A2	mayo-09	En revisión para descenso
Fitch Ratings	F 2	A -	junio-09	Negativa

Una variación de los *ratings* asignados a CAM, podría afectar al *rating* asignado a la Emisión y, en consecuencia, a su valor de mercado.

Factores de riesgo del Emisor y del Garante

Al ser el Emisor una sociedad íntegramente participada por CAM, sus factores de riesgo quedan circunscritos a los propios de CAM, que se mencionan a continuación:

- Situación económica en España.
- Grado de competencia en el sector financiero.
- Riesgo de crédito (que incluye el riesgo de crédito directo, de crédito contingente, país, de calidad crediticia del emisor y de pago o liquidación).
- Riesgo de mercado.
- Riesgo de tipo de interés.
- Riesgo de liquidez.
- Riesgo operacional.
- Riesgo reputacional.
- Riesgos regulatorios y legales.
- Exposición al mercado inmobiliario.

La descripción completa de los factores de riesgo puede consultarse en el Documento de Registro de CAM inscrito en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 26 de junio de 2008 como parte integrante del Folleto Informativo de Emisión de Cuotas Participativas de CAM.

2. PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

Denominación de la Emisión:	EMISIÓN DE PARTICIPACIONES PREFERENTES SERIE C.
Emisor:	CAM CAPITAL, S.A., SOCIEDAD UNIPERSONAL.
Garante:	CAJA DE AHORROS DEL MEDITERRÁNEO.
Valor nominal:	1.000 euros.
Importe total de la emisión:	Hasta cuatrocientos cincuenta millones (450.000.000) de euros, ampliables hasta un máximo de ochocientos cincuenta millones (850.000.000) de euros.
Importe mínimo de las órdenes de suscripción:	10.000 euros (diez Participaciones Preferentes Serie C).

- Prima de emisión:** 0 euros (se emiten a la par).
- Plazo:** Perpetuo, con posibilidad de que el Emisor amortice anticipadamente a partir del quinto año.
- Remuneración:** La Remuneración, predeterminada y no acumulativa, será:
- (i) Durante el periodo comprendido entre la Fecha de Desembolso (inclusive) y el 29 de septiembre de 2011 (no incluido): fija, al tipo anual del 7,35%.
 - (ii) A partir del 29 de septiembre de 2011 (inclusive): variable, al tipo de interés que se revisará y fijará trimestralmente, referenciado al EURIBOR a tres meses incrementado en 590 puntos básicos (5,90%).
- El tipo resultante aplicable en el periodo descrito en el apartado (ii) anterior será como mínimo del 6,80% bruto anual.
- Periodicidad de Remuneración:** Trimestral (el 29 de marzo, 29 de junio, 29 de septiembre y 29 de diciembre de cada año a partir de la Fecha de Desembolso).
- En el caso en que se cerrara anticipadamente el Periodo de Solicitudes de Suscripción, por haberse recibido solicitudes por el importe total de la Emisión, el primer periodo de devengo de la Remuneración tendrá una duración superior al trimestre, y comprenderá desde la Fecha de Desembolso hasta el 29 de diciembre de 2009 (no incluido), fecha en la que se producirá el primer pago de la Remuneración.
- Periodo de Solicitudes de Suscripción:** Comenzará a las 8:30 horas del día siguiente a la inscripción del Folleto en los registros de la CNMV (siempre y cuando el Folleto haya sido publicado o, en caso contrario, desde el momento de su publicación) y finalizará a las 14:00 horas del día 25 de septiembre de 2009.
- Podrá terminar anticipadamente cuando se

hayan recibido solicitudes por el importe total de la Emisión.

Sistema de Colocación:

Orden cronológico de recepción de las órdenes en las oficinas de la Entidad Colocadora.

Fecha de Emisión y Desembolso:

Único desembolso; la emisión y el desembolso están previstos inicialmente para el día 29 de septiembre de 2009.

En el caso en que se cerrara anticipadamente el Periodo de Solicitudes de Suscripción por haberse recibido solicitudes por el importe total de la Emisión, la Fecha de Emisión y la Fecha de Desembolso será el día hábil siguiente al fin del Periodo de Solicitudes de Suscripción.

Se podrá solicitar a los peticionarios provisión de fondos para asegurar el pago de los importes de las suscripciones. En este caso, el depósito se remunerará al 7,35% T.A.E.

Cotización:

A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA.

Liquidez:

No se garantiza una liquidez rápida y fluida. No obstante, los valores cotizarán en A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA. Se ha suscrito un Contrato de Liquidez con CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS (CECA) por el que ésta se compromete a dar liquidez al valor mediante la cotización de precios de compra y venta.

Entidad Colocadora:

CAJA DE AHORROS DEL MEDITERRÁNEO.

Régimen Fiscal:

Se incluye en el apartado III.4.14 de la Nota de Valores un breve análisis del actual régimen fiscal de las Participaciones Preferentes Serie C.

CAM CAPITAL, S.A.U. ha obtenido la opinión de KPMG Asesores, S.L. y de Analistas Financieros Internacionales, S.A., consultoras independientes especializadas, sobre las condiciones financieras de la Emisión. Dichos informes se adjuntan como Anexo al Folleto.

3. PRINCIPALES MAGNITUDES DEL GARANTE

Balance de situación consolidado del ejercicio 2008 (datos auditados), preparado siguiendo los modelos establecidos en la Circular 6/2008, de 28 de noviembre, de

CAM CAPITAL, S.A., Sociedad Unipersonal

modificación de la Circular 4/2004 (la “Circular 6/2008”), y del ejercicio 2007 (datos no auditados), preparado conforme a la citada Circular 6/2008 única y exclusivamente a efectos comparativos:

<i>(En miles de euros)</i>	2008	2007
ACTIVO		
Caja y depósitos en bancos centrales	871.406	786.736
Cartera de negociación	246.455	181.840
Otros activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias	135.824	40.432
Activos financieros disponibles para la venta	7.159.569	8.608.367
Inversiones crediticias	59.505.340	59.937.637
Cartera de inversión a vencimiento	3.542.916	1.141.594
Derivados de cobertura	542.386	229.846
Activos no corrientes en venta	443.706	35.702
Participaciones	285.995	322.058
Activo material	843.780	812.307
Activo intangible	167.930	97.481
Activos fiscales	1.012.225	629.790
Resto de activos	715.105	46.838
TOTAL ACTIVO	75.472.637	72.870.628
PASIVO		
Cartera de negociación	185.279	180.003
Pasivos financieros a coste amortizado	68.409.667	64.732.403
Derivados de cobertura	320.474	459.442
Pasivos por contratos de seguros	2.229.760	2.372.684
Provisiones	230.470	272.005
Pasivos fiscales	264.281	588.822
Fondo de la Obra Social	138.072	131.404
Resto de pasivos	118.505	188.316
TOTAL PASIVO	71.896.508	68.925.079
PATRIMONIO NETO		
Fondos propios	3.340.997	2.759.610
Ajustes por valoración	-358.386	609.431
Intereses minoritarios	593.518	576.508
TOTAL PATRIMONIO NETO	3.576.129	3.945.549
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	75.472.637	72.870.628

CAM CAPITAL, S.A., Sociedad Unipersonal

Balance de situación individual de CAM del ejercicio 2008 (datos auditados), preparado de acuerdo con la Circular 6/2008, **y del ejercicio 2007** (datos no auditados), preparado conforme a la citada Circular 6/2008 única y exclusivamente a efectos comparativos:

<i>(En miles de euros)</i>	2008	2007
ACTIVO		
Caja y depósitos en bancos centrales	871.181	786.068
Cartera de negociación	203.764	179.212
Otros activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias	76.242	40.432
Activos financieros disponibles para la venta	5.681.668	4.375.556
Inversiones crediticias	59.165.948	58.937.398
Cartera de inversión a vencimiento	2.119.245	1.141.594
Derivados de cobertura	542.386	229.846
Activos no corrientes en venta	443.705	35.702
Participaciones	1.246.824	1.255.711
Activo material	780.488	787.970
Activo intangible	132.203	61.429
Activos fiscales	623.696	427.869
Resto de activos	61.498	35.280
TOTAL ACTIVO	71.948.848	68.294.067
PASIVO		
Cartera de negociación	185.279	180.003
Pasivos financieros a coste amortizado	68.466.216	64.692.173
Derivados de cobertura	320.474	459.442
Provisiones	227.058	270.583
Pasivos fiscales	102.811	203.467
Fondo de la Obra Social	138.072	131.404
Resto de pasivos	81.134	147.529
TOTAL PASIVO	69.521.044	66.084.601
PATRIMONIO NETO		
Fondos propios	2.700.860	2.083.673
Ajustes por valoración	-273.056	125.793
TOTAL PATRIMONIO NETO	2.427.804	2.209.466
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	71.948.848	68.294.067

CAM CAPITAL, S.A., Sociedad Unipersonal

Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada del ejercicio 2008 (datos auditados), preparada de acuerdo con la Circular 6/2008, **y del ejercicio 2007** (datos no auditados), preparada conforme a la citada Circular 6/2008 única y exclusivamente a efectos comparativos:

<i>(En miles de euros)</i>	2008	2007
Intereses y rendimientos asimilados	4.082.010	3.290.406
Intereses y cargas asimiladas	-2.876.162	-2.162.132
Margen de intereses	1.205.848	1.128.274
Margen bruto	1.527.432	1.606.131
Resultado de la actividad de explotación	-230.531	351.638
Resultado antes de impuestos	387.127	602.842
Impuesto sobre beneficios	45.196	-163.162
Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas	432.323	439.680
Resultado consolidado del ejercicio	432.323	439.680
Resultado atribuido a la entidad dominante	390.367	385.738
Resultado atribuido a intereses minoritarios	41.956	53.942

Cuenta de pérdidas y ganancias individual de CAM del ejercicio 2008 (datos auditados), preparada de acuerdo con la Circular 6/2008, **y del ejercicio 2007** (datos no auditados), preparada conforme a la citada Circular 6/2008 única y exclusivamente a efectos comparativos

<i>(En miles de euros)</i>	2008	2007
Intereses y rendimientos asimilados	3.769.605	3.005.880
Intereses y cargas asimiladas	-2.876.417	-2.150.888
Margen de intereses	893.188	854.992
Margen bruto	1.831.281	1.472.637
Resultado de actividades de explotación	277.031	324.486
Resultado antes de impuestos	265.855	325.289
Impuesto sobre beneficios	139.465	-37.077
Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas	405.320	288.212
Resultado del ejercicio	405.320	288.212

II. FACTORES DE RIESGO

A continuación se describen los principales riesgos inherentes a los valores que se emiten al amparo del Folleto:

Riesgo de no percepción de las remuneraciones

La distribución de la Remuneración estará condicionada a:

- a) que la suma de las remuneraciones pagadas durante el ejercicio en curso y que se propone pagar durante el periodo de devengo en curso a todas las participaciones preferentes del Emisor y de las Filiales que se encuentren garantizadas por el Garante o a aquellas participaciones preferentes o valores equiparables emitidos por el Garante, no supere el Beneficio Distribuible (tal y como se define en el apartado III.4.7.1) del ejercicio anterior auditado, y
- b) a las limitaciones impuestas por la normativa bancaria sobre recursos propios.

No obstante, los titulares de Participaciones Preferentes Serie C tendrán derecho a percibir la parte de la Remuneración que les corresponda, hasta el límite que, de acuerdo con los cálculos que resulten de lo previsto en los apartados anteriores, fuere posible. En el supuesto de pago parcial, la Remuneración sobre las Participaciones Preferentes Serie C junto con la que corresponda al resto de las participaciones preferentes emitidas, se declararán a prorrata, teniendo en cuenta la proporción existente entre (a) la cantidad total disponible para el pago de la Remuneración a las Participaciones Preferentes Serie C y el resto de participaciones preferentes y valores equiparables, si existieren, y (b) la cantidad que se hubiese pagado a las Participaciones Preferentes Serie C y al resto de participaciones preferentes y valores equiparables de no haber existido limitación alguna al pago de la Remuneración. En consecuencia, el importe que por la Remuneración percibirían los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C estaría en función, en este supuesto, del importe total de participaciones preferentes y valores equiparables en circulación en el momento del pago y de la Remuneración a la que pudieran tener derecho esas otras participaciones preferentes y valores equiparables.

Si en alguna fecha de pago de la Remuneración ésta no se abonara en todo o en parte por darse alguna de las circunstancias anteriores, se perderá el derecho a percibir dicha Remuneración (o parte), no teniendo por qué afectar al pago de las remuneraciones futuras y ni el Emisor ni el Garante tendrán obligación alguna de pagar ninguna remuneración respecto de ese periodo ni de pagar intereses sobre la misma, con independencia de que se declare o no Remuneración respecto de las Participaciones Preferentes Serie C en cualquier periodo de remuneración futuro.

El Beneficio Distribuible correspondiente a los tres últimos ejercicios ha sido el siguiente: 405.320.000 euros (2008), 288.212.000 euros (2007) y 250.767.000 euros (2006).

En el supuesto teórico de que a 1 de enero de 2009 se hubiesen emitido las Participaciones Preferentes Serie C por importe de 450.000.000 de euros, la

remuneración correspondiente al ejercicio 2008 de las Participaciones Preferentes Serie A, de las Participaciones Preferentes Serie B y de las Participaciones Preferentes Serie C habría supuesto una carga teórica del 11,73% del Beneficio Distribuible del ejercicio 2008 (en el supuesto de que se hubiese ampliado el importe de la Emisión hasta el máximo previsto (850.000.000 euros), la carga teórica sería del 18,99%). La remuneración teórica de las Participaciones Preferentes Serie C para el año 2008 se ha calculado considerando una remuneración constante durante el ejercicio 2008 del 7,35% anual.

Añadiendo el nominal de esta Emisión (450.000.000 euros) a los 548.100.000 euros de valor nominal de las participaciones preferentes del Grupo CAM en circulación a 31 de diciembre de 2008 (correspondiente a las Participaciones Preferentes Serie A y a las Participaciones Preferentes Serie B emitidas por el Emisor y a las participaciones preferentes emitidas por CAMGE FINANCIERA, E.F.C., S.A.), el importe nominal de las participaciones preferentes en circulación del Grupo se eleva a 998.100.000 euros, que representa un 23,03% de los recursos propios básicos estimados a nivel consolidado del Grupo CAM tras la Emisión. Para el cálculo de este porcentaje se ha tomado la cifra de recursos propios básicos computables del Grupo CAM a 31 de diciembre de 2008 (3.883.803.000 euros) y se ha incluido como recursos propios el importe de esta Emisión (450.000.000 euros); en el supuesto de que se hubiese ampliado el importe de la Emisión hasta el máximo previsto, el importe nominal de las participaciones preferentes en circulación del Grupo se elevaría a 1.398.100.000, que representa un 29,53% de los recursos propios básicos estimados a nivel consolidado del Grupo CAM tras la Emisión.

Riesgo de absorción de pérdidas

En supuestos extremos de insuficiencia patrimonial del Emisor o del Garante, se podría liquidar la Emisión por un valor inferior al nominal de las Participaciones Preferentes, con la consiguiente pérdida para sus titulares del principal invertido. Precisamente por esa capacidad potencial de absorber pérdidas, la legislación financiera considera las participaciones preferentes como “recursos propios” de las entidades de crédito que las emiten.

Riesgo de perpetuidad

Estos valores son perpetuos (es decir, el Emisor no tendrá obligación de reembolsar su principal).

No obstante, transcurridos cinco años desde la Fecha de Desembolso, el Emisor podrá, en cualquier momento, amortizar las participaciones preferentes con autorización previa del BANCO DE ESPAÑA y de CAM.

En ese supuesto el inversor recibirá el precio de amortización que consistirá en su valor nominal más, en su caso, un importe igual a la Remuneración devengada y no satisfecha hasta la fecha establecida para la amortización.

Riesgo de orden de prelación

Las Participaciones Preferentes Serie C se situarán:

- (i) por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados del Emisor;
- (ii) al mismo nivel que cualquier otra serie de participaciones preferentes del Emisor con un mismo rango que las Participaciones Preferentes Serie C, que haya emitido o, en su caso, pueda emitir en el futuro; y
- (iii) por delante de las acciones ordinarias del Emisor.

Asimismo, las Participaciones Preferentes Serie C, en virtud de la Garantía, se situarán:

- (i) por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados del Garante (con exclusión de cualquier garantía o derecho contractual con el mismo rango o inferior que la presente Garantía);
- (ii) al mismo nivel que cualquier garantía equiparable a la prestada por el Garante a los valores objeto del presente Folleto y con los valores equiparables que, en su caso, pueda emitir el Garante; y
- (iii) por delante de las cuotas participativas emitidas por el Garante en virtud de acuerdo de su consejo de administración de 22 de mayo de 2008, así como de aquellas otras cuotas participativas que, en su caso, pueda emitir el Garante; del mismo modo y únicamente en el supuesto de liquidación del Garante, las Participaciones Preferentes Serie C, en virtud de la Garantía, se situarán por delante de las obras benéfico-sociales (la OBS) del Garante en cuanto al destino del remanente que pudiera quedar una vez atendidas todas las obligaciones del Garante.

Riesgo de mercado

Las participaciones preferentes son valores con un riesgo elevado, que pueden generar pérdidas en el nominal invertido.

Si el inversor quisiera vender sus Participaciones Preferentes, podría ocurrir que el precio de venta fuera menor que el precio que pagó al adquirirlas, es decir, el inversor puede sufrir pérdidas.

Riesgo liquidez

Aunque se vaya a solicitar la admisión a negociación de las Participaciones Preferentes Serie C en el A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA, no es posible asegurar que el inversor pueda venderlas con carácter inmediato ya que no existen garantías de que vaya a producirse una negociación activa en el mercado.

El Emisor ha suscrito un Contrato de Liquidez con CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS (CECA) el 9 de junio de 2009. Las características de dicho contrato se detallan en el apartado III.6.3 de la Nota de Valores.

Riesgo de liquidación de la Emisión

A pesar del carácter perpetuo de la Emisión, ésta podrá ser liquidada cuando ocurra alguno de los siguientes supuestos:

- 1) Liquidación o disolución del Emisor.
- 2) Liquidación o disolución del Garante, individual o simultáneamente con el Emisor, o reducción de sus fondos propios y de sus cuotas participativas a cero, sin liquidación del Garante y con un aumento simultáneo de su fondo fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas.

La liquidación de la Emisión en estos supuestos no garantiza necesariamente a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C la percepción del 100 % de las Cuotas de Liquidación correspondientes a las mismas (que, según se define en el apartado III.4.6.1.3 de la Nota de Valores, equivalen a su valor nominal, esto es, 1.000 euros por Participación Preferente Serie C, más, en su caso, un importe igual a la remuneración devengada y no satisfecha correspondiente al periodo de remuneración en curso y hasta la fecha de pago).

El Garante, como titular de las acciones ordinarias del Emisor, se compromete, mediante la firma de este Folleto, a mantener el 100% de las acciones del Emisor y a no permitir ni adoptar medidas de ninguna clase para la liquidación o disolución del Emisor salvo en los casos previstos en el párrafo 2) anterior y que se detallan en el apartado III.4.6.1.3.

Riesgo de variación de la calidad crediticia

El Emisor no tiene *rating* asignado. No obstante, la agencia de *rating* FITCH RATINGS ha asignado la calificación provisional de BBB- a esta emisión de Participaciones Preferentes Serie C. Esta calificación es preliminar y está sujeta a la revisión de la documentación final de la Emisión.

Asimismo, a la fecha de registro de la presente Nota de Valores, CAM, entidad garante de la Emisión y titular del 100% de las acciones ordinarias y derechos de voto del Emisor, tiene asignadas las siguientes calificaciones:

	Corto	Largo	Fecha última revisión	Perspectiva
Moody's	P - 1	A2	mayo-09	En revisión para descenso
Fitch Ratings	F 2	A -	junio-09	Negativa

Una variación de los *ratings* asignados a CAM, podría afectar al *rating* asignado a la Emisión y, en consecuencia, a su valor de mercado.

Ratio de solvencia^(*):

<i>Miles de euros</i>	31/03/2009	31/12/2008	31/12/2007
Total recursos propios computables	5.143.849	5.383.826	5.687.023
Recursos propios básicos	3.777.133	3.883.803	3.591.353
Recursos propios de segunda categoría	1.677.635	1.810.942	2.335.285
Deducciones de los recursos propios básicos y de segunda categoría	-310.919	-310.919	-239.615
Coefficiente de solvencia (%)	10,54%	10,54%	11,68%
Tier I (%)	7,74%	7,60%	7,38
Requerimientos de recursos propios	3.903.903	4.086.655	3.896.780
Superávit de recursos propios	1.239.946	1.297.171	1.790.243

* 2007 bajo Circular 2/2006; 2008 y 2009 bajo Circular 3/2008

Ratio de morosidad e índice de cobertura^(*):

<i>Datos consolidados</i>	31/03/2009	31/12/2008	31/12/2007
Índice de morosidad (%)	4,98	3,83	0,67
Cobertura de activos dudosos mediante fondos (%)	41,88	50,98	205,43

* según estándar de mercado (incluye riesgos contingentes)

Factores de riesgo del Emisor y del Garante

Al ser el Emisor una sociedad íntegramente participada por CAM, sus factores de riesgo quedan circunscritos a los propios del Garante, que se mencionan a continuación:

- Situación económica en España.
- Grado de competencia en el sector financiero.
- Riesgo de crédito (que incluye el riesgo de crédito directo, de crédito contingente, país, de calidad crediticia del emisor y de pago o liquidación).
- Riesgo de mercado.
- Riesgo de tipo de interés.
- Riesgo de liquidez.
- Riesgo operacional.
- Riesgo reputacional.
- Riesgos regulatorios y legales
- Exposición al mercado inmobiliario.

Estos riesgos aparecen definidos y ponderados en el apartado de “FACTORES DE RIESGO” del Documento de Registro de CAM, verificado e inscrito en los Registros Oficiales de la CNMV con fecha 26 de junio de 2008 como parte integrante del Folleto Informativo de Emisión de Cuotas Participativas de CAM y que se incorpora a este Folleto por referencia.

III. NOTA DE VALORES

1. PERSONAS RESPONSABLES

1.1. Personas que asumen la responsabilidad del contenido de la nota de valores

D. Juan Luis Sabater Navarro, con DNI nº 21.454.984-D actuando como administrador solidario en nombre y representación de CAM CAPITAL, S.A., Sociedad Unipersonal (en este Folleto, denominado, también, el “**Emisor**”), asume la responsabilidad de las informaciones contenidas en esta Nota de Valores.

D. Francisco José Martínez García, con DNI nº 01.815.964-E, actuando como apoderado de Caja de Ahorros del Mediterráneo, en virtud de las facultades conferidas por el Consejo de Administración, mediante acuerdo adoptado en su reunión celebrada en fecha 26 de febrero de 2009, y en nombre y representación de Caja de Ahorros del Mediterráneo (“**CAM**” o el “**Garante**”), asume la responsabilidad de las informaciones contenidas en este Folleto en lo referente a la Garantía (tal y como este término se define en el apartado 1 de la Sección IV).

D. Juan Luis Sabater Navarro y D. Francisco José Martínez García, como responsables del contenido de esta Nota de Valores y de la Sección IV de este Folleto (Módulo de Garantías), respectivamente, tras actuar con una diligencia razonable para garantizar que así es, declaran que la información contenida en éstas es, según su conocimiento, conforme a los hechos y no incurre en ninguna omisión que pudiera afectar a su contenido.

2. FACTORES DE RIESGO

Véase la Sección II del presente documento.

3. INFORMACIÓN FUNDAMENTAL

3.1. Interés de las personas físicas y jurídicas participantes en la oferta

No existe ningún interés particular de las personas físicas y jurídicas que participan en la oferta que sea importante para la misma, salvo lo indicado en el apartado 3.2 posterior.

3.2. Motivo de la oferta y destino de los ingresos

Los fondos obtenidos de la emisión de las Participaciones Preferentes Serie C (la “**Emisión**” y cada una de ellas, una “**Participación Preferente Serie C**”) se destinarán a fortalecer los recursos propios del Grupo CAM. De conformidad con la Ley 13/1985 según la redacción dada por la Ley 19/2003, el Emisor deberá depositar en su totalidad los recursos obtenidos, descontados los gastos de emisión y gestión, de forma permanente en el Garante o en otra entidad de su Grupo o subgrupo consolidable. Dicho

depósito tendrá una rentabilidad para el Emisor que le permita cumplir con las obligaciones de pago derivadas de la Emisión.

CAM ha solicitado con fecha 7 de abril de 2009 al BANCO DE ESPAÑA, el cómputo de las Participaciones Preferentes Serie C objeto de la presente Emisión como recursos propios computables del Grupo CAM. La obtención de dicha calificación será comunicada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“CNMV”).

Suponiendo que se suscriba totalmente el importe inicial de la Emisión por 450.000.000 euros, los gastos de emisión previstos para trámites oficiales y otros relacionados con la colocación de la Emisión se desglosan de forma orientativa a continuación:

CONCEPTO	EUROS
Registro del folleto informativo de admisión en la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES	41.422,13
Supervisión del proceso de admisión a cotización por la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES	9.550,87
Tarifa de admisión a cotización en A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA	45.000,00
Inclusión de la Emisión en el registro de anotaciones en cuenta de Iberclear	500,00
TOTAL	96.473,00

4. INFORMACIÓN RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A OFERTARSE

4.1. Descripción del tipo y la clase de valores

La Participaciones Preferentes Serie C son valores atípicos de carácter perpetuo y su figura está reconocida en el artículo 7 y en la Disposición Adicional Segunda 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, respectivamente, por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, por la Ley 19/2003, de 3 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, por la Ley 62/2003 de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social y por la Ley 23/2005 de 18 de noviembre, de reformas en materia tributaria para el impulso a la productividad.

A los efectos de lo previsto en el presente Folleto, el empleo de la expresión “participaciones preferentes” incluye aquellas participaciones preferentes emitidas al amparo de la Ley 13/1985 o que en el futuro puedan emitirse por el Emisor, o por otras Filiales (tal y como este término se define en el apartado 4.7.1 de la presente Nota de Valores) con la garantía del Garante, o bien por el propio Garante.

Las participaciones preferentes no son valores de renta fija cuya percepción a vencimiento esté asegurada, sino que son valores de carácter complejo que pueden conllevar pérdida de principal.

Las participaciones preferentes, al tener carácter perpetuo, no tienen plazo de vencimiento y el Emisor no está obligado a rembolsar su principal.

Tal y como se indica en el apartado 5.3 siguiente, las Participaciones Preferentes Serie C se emiten a la par, no existiendo prima ni descuento en la Emisión. En consecuencia, el precio de suscripción de cada una de las Participaciones Preferentes Serie C será de 1.000 euros.

El presente Folleto se formaliza con el objeto de proceder a la emisión de hasta cuatrocientas cincuenta mil Participaciones Preferentes Serie C ampliables hasta un máximo de ochocientas cincuenta mil, de 1.000 euros de valor nominal cada una.

El importe de la Emisión será de hasta 450.000.000 euros ampliables hasta un máximo de 850.000.000 euros.

El importe total de la Emisión quedará fijado, una vez finalizado el Periodo de Solicitudes de Suscripción (tal y como se define en el apartado 5.1.3), por el importe efectivamente suscrito.

Todas las Participaciones Preferentes Serie C serán de idénticas características, constituyendo un conjunto de valores homogéneo, y contarán con la garantía solidaria e irrevocable de CAM. Estarán representadas en anotaciones en cuenta.

4.2. Legislación de los valores

Los valores se emiten de conformidad con la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y sus normas de desarrollo, en particular el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos. Asimismo, la Emisión se realiza al amparo de la Disposición Adicional Tercera de la Ley 19/2003, que modifica la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, la cual establece los requisitos y características de las participaciones preferentes.

La presente Nota de Valores ha sido elaborada siguiendo los modelos previstos en el Reglamento (CE) nº 809/2004, 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, la incorporación por referencia, la publicación de dichos folletos y la difusión de publicidad.

4.3. Representación de los valores

Las Participaciones Preferentes estarán representadas por medio de anotaciones en cuenta y se inscribirán en los correspondientes registros contables a cargo de la

SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A.U. (IBERCLEAR), entidad domiciliada en Madrid, Plaza de la Lealtad, nº 1, y de sus Entidades Participantes.

4.4. Divisa de la emisión

Las Participaciones Preferentes Serie C estarán denominadas en euros (€).

4.5. Orden de prelación

Las Participaciones Preferentes Serie C se situarán según el siguiente orden de prelación:

- (i) por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados del Emisor;
- (ii) al mismo nivel que cualquier otra serie de participaciones preferentes o valores equiparables emitidos por el Emisor con un mismo rango que las Participaciones Preferentes Serie C, que haya emitido o, en su caso, pueda emitir en el futuro; y
- (iii) por delante de las acciones ordinarias del Emisor.

Los titulares de Participaciones Preferentes Serie C, por el mero hecho de su suscripción, renuncian a cualquier orden de prelación distinto que pudiera conferirles la normativa aplicable en cada momento y, en particular, el que pudiera resultar de la aplicación de lo dispuesto en los artículos 92 y 158 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

El adjetivo “preferente” que la legislación española otorga a las participaciones preferentes objeto del presente Folleto no significa que sus titulares tengan la condición de acreedores “privilegiados”. Al contrario, en orden de prelación, las participaciones “preferentes” están por detrás de todos los acreedores del Emisor, incluso detrás de las obligaciones subordinadas. Las participaciones “preferentes” sólo tienen “preferencia” respecto a los accionistas de la entidad emisora -de ahí el origen del adjetivo “preferente”, inspirado en el Derecho inglés (*preferred shares*)-.

De acuerdo con lo dispuesto en la Ley 13/1985 según la redacción dada por la Ley 19/2003, las obligaciones asumidas por el Garante bajo la Garantía se situará, en orden de prelación:

- (i) por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados del Garante (con exclusión de cualquier garantía o derecho contractual con el mismo rango o inferior que la Garantía);
- (ii) al mismo nivel que cualquier garantía equiparable a la prestada por el Garante a los valores objeto del presente Folleto y con los valores equiparables que, en su caso, pueda emitir el Garante; y
- (iii) por delante de la cuotas participativas emitidas por el Garante en virtud de acuerdo de su asamblea general de 22 de mayo de 2008, así como de aquellas

otras cuotas participativas que, en su caso, pueda emitir el Garante en el futuro; del mismo modo y únicamente en el supuesto de liquidación del Garante, las Participaciones Preferentes Serie C, en virtud de la Garantía, se situarán por delante de las obras benéfico-sociales (la OBS) del Garante en cuanto al destino del remanente que pudiera quedar una vez atendidas todas las obligaciones del Garante.

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

Las Participaciones Preferentes Serie C otorgan a sus titulares exclusivamente los derechos económicos y políticos que se describen a continuación.

El ejercicio de los derechos políticos citados en el apartado siguiente 4.6.2 de la presente Nota de Valores se reconoce, para los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C, de manera conjunta con los demás titulares de participaciones preferentes del Emisor en cada momento.

4.6.1. Derechos económicos

4.6.1.1. Derecho a percibir la Remuneración predeterminada de carácter no acumulativo y condicionada a la existencia de Beneficios Distribuibles

Los titulares de Participaciones Preferentes Serie C tendrán derecho a percibir una Remuneración predeterminada no acumulativa, pagadera por trimestres vencidos desde la Fecha de Desembolso el 29 de marzo, 29 de junio, 29 de septiembre y 29 de diciembre de cada año. Por excepción, en el supuesto de cierre anticipado del Periodo de Solicitudes de Suscripción en los términos previstos en la presente Nota de Valores, el primer periodo de devengo de la Remuneración tendrá una duración superior al trimestre (es decir, desde la Fecha de Desembolso (incluida) hasta el 29 de diciembre de 2009 (no incluido)), fecha en la que tendrá lugar el pago de la primera Remuneración.

Las Participaciones Preferentes Serie C devengarán diariamente, desde su Fecha de Desembolso (tal y como se define en el apartado 5.1.6) la siguiente Remuneración, calculada sobre el importe nominal de las mismas, en Base Actual/365:

- (i) Durante el periodo comprendido entre la Fecha de Desembolso (inclusive) y el 29 de septiembre de 2011 (no incluido): remuneración fija al tipo anual del 7,35%.
- (ii) A partir del 29 de septiembre de 2011 (inclusive): remuneración variable al tipo de interés, que se revisará y fijará trimestralmente, referenciado al EURIBOR a tres meses incrementado en 590 puntos básicos (5,90%).

El tipo resultante aplicable en el periodos descrito en el apartado (ii) anterior será, como mínimo, del 6,80% bruto anual.

El cálculo del EURIBOR a tres meses aparece reflejado en el apartado 4.7 siguiente.

La Remuneración de las Participaciones Preferentes está condicionada a la existencia de Beneficio Distribuible suficiente, tal y como se define en el apartado 4.7.1b) siguiente de la presente Nota de Valores, así como a las limitaciones impuestas por la normativa española de recursos propios de las entidades de crédito.

El régimen de percepción de la Remuneración se halla descrito ampliamente en el apartado 4.7 de esta Nota de Valores.

Comparación con otras emisiones: A fin de evaluar las condiciones financieras de la Emisión, CAM CAPITAL, S.A.U. ha obtenido la opinión de KPMG Asesores, S.L. y de Analistas Financieros Internacionales, S.A., consultoras independiente especializadas. Se adjuntan como Anexo copia de dichas opiniones.

4.6.1.2. Derecho a percibir el Precio de Amortización

En los supuestos de amortización contemplados en el apartado 4.8 siguiente, cada uno de los titulares de Participaciones Preferentes Serie C tendrá derecho a percibir el Precio de Amortización (tal y como se define en el apartado 4.8.1).

4.6.1.3. Derecho a percibir las Cuotas de Liquidación - Límites

1. Disolución o liquidación del Emisor

En caso de liquidación o disolución, voluntaria o involuntaria del Emisor, los titulares de participaciones preferentes en circulación en ese momento tendrán derecho a percibir, de los activos del Emisor que puedan ser distribuidos entre los titulares de participaciones preferentes y accionistas ordinarios, importes de liquidación en la cuantía fijada para cada serie, equivalente a su valor nominal, más, en su caso, un importe igual a las remuneraciones devengadas y no pagadas correspondientes al periodo de devengo en curso y hasta la fecha de pago (dichos importes de liquidación junto con los importes por remuneraciones citados se denominarán en adelante “**Cuotas de Liquidación**”).

Para los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C, la Cuota de Liquidación se ha fijado en 1.000 euros por cada valor, equivalente a su valor nominal, más la remuneración devengada y no satisfecha correspondiente al periodo de remuneración en curso y hasta la fecha de pago.

Los titulares de Participaciones Preferentes Serie C (y de cualesquiera otras participaciones preferentes del Emisor emitidas con el mismo rango que las Participaciones Preferentes Serie C) percibirán dichas cantidades con carácter previo a la distribución de activos entre los accionistas ordinarios de conformidad con el orden de prelación establecido en el apartado 4.5 de la presente Nota de Valores.

El pago de las Cuotas de Liquidación se halla garantizado por CAM.

El Garante se compromete, mediante la firma de este Folleto, como titular del 100 % de las acciones ordinarias y de los derechos de voto del Emisor, a mantener el 100% de las acciones del Emisor y no permitir ni adoptar medidas de ninguna clase para la

liquidación o disolución del Emisor, salvo en los casos de (i) disolución o liquidación del Garante, o (ii) reducción de sus fondos propios y de sus cuotas participativas a cero, sin liquidación del Garante y con un aumento simultáneo del fondo fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas. En estos dos supuestos, el Garante aprobará la disolución y liquidación del Emisor, sin que para la adopción de esta decisión sea necesaria la aprobación de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C.

2. Liquidación o disolución simultánea del Emisor y del Garante

Aun cuando existan activos suficientes en el Emisor para pagar a los titulares de Participaciones Preferentes Serie C las Cuotas de Liquidación que a cada uno corresponda, los derechos de dichos titulares se verán afectados por la eventual existencia de un proceso de (i) liquidación o disolución del Garante, o de (ii) reducción de sus fondos propios y de sus cuotas participativas a cero, sin liquidación del Garante y con un aumento simultáneo del fondo fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas. En estos casos, la distribución de las Cuotas de Liquidación quedará limitada en la forma que se especifica a continuación.

En concreto, si en el momento en que deban abonarse a los titulares de Participaciones Preferentes Serie C las Cuotas de Liquidación, se han iniciado los trámites para (i) la disolución o liquidación del Garante, voluntaria o involuntaria, o (ii) la reducción de sus fondos propios y de sus cuotas participativas a cero, sin liquidación del Garante y con un aumento simultáneo del fondo fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas, se calculará la suma de los siguientes importes:

- (a) las Cuotas de Liquidación correspondientes a todas las participaciones preferentes del Emisor;
- (b) las correspondientes a las participaciones preferentes (o valores similares) que puedan emitir Filiales que cuenten con una garantía equiparable en orden de prelación a la otorgada en beneficio de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C; y
- (c) las correspondientes a los valores equiparables a las participaciones preferentes que pueda emitir el Garante.

Las Cuotas de Liquidación que se abonen a los titulares de los valores citados en el apartado anterior no excederán los importes que se hubieran pagado con los activos del Garante si dichos valores hubieran sido emitidos por el Garante y se hubieran situado, en orden de prelación,

- (a) por detrás de todas las obligaciones del Garante;
- (b) al mismo nivel que las participaciones preferentes o valores equiparables que pueda emitir, en su caso, el Garante; y
- (c) por delante de las cuotas participativas del Garante y, únicamente en el caso de liquidación del Garante, por delante de las obras benéfico-sociales del Garante en

cuanto al destino del remanente que pudiera quedar una vez atendidas todas las obligaciones del Garante.

todo ello después de haber satisfecho plenamente, de acuerdo con lo dispuesto por la legislación española, a todos los acreedores del Garante, incluidos los tenedores de deuda subordinada, pero excluidos los beneficiarios de cualquier garantía o de cualquier otro derecho contractual que se sitúe, en orden de prelación, al mismo nivel que, o por detrás de, la Garantía.

En supuestos extremos de insuficiencia patrimonial del Emisor o del Garante, se podría liquidar la Emisión por un valor inferior al nominal de las participaciones preferentes, con la consiguiente pérdida para sus titulares del principal invertido.

3. Disolución o liquidación del Garante

En los casos de (i) disolución o liquidación del Garante o de (ii) reducción de sus fondos propios y de sus cuotas participativas a cero, sin liquidación del Garante y con un aumento simultáneo del fondo fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas, el órgano de administración del Emisor convocará al Socio Único para que éste acuerde la liquidación voluntaria del Emisor.

En este caso, la Cuota de Liquidación por cada valor que corresponda a los titulares de participaciones preferentes será igual a, y no superará, la cuota de liquidación por valor que se habría pagado de los activos del Garante de acuerdo con lo dispuesto en el apartado 2 anterior si las participaciones preferentes de la serie que corresponda hubieran sido emitidas directamente por el Garante.

El Garante, como titular del 100% de las acciones ordinarias y derechos de voto del Emisor, se compromete, mediante la firma de este Folleto, a mantener el 100% de las acciones del Emisor y no permitir ni adoptar medidas de ninguna clase para la liquidación o disolución del Emisor, salvo en los casos previstos en el primer párrafo del presente apartado. Salvo en los supuestos previstos en el primer párrafo de este apartado, para la liquidación o disolución del Emisor se necesitará el acuerdo de los titulares de participaciones preferentes de acuerdo con lo dispuesto en los estatutos sociales del Emisor.

4. Pagos a prorrata

Si, al producirse el reparto de la liquidación, las Cuotas de Liquidación a pagar no se hicieran efectivas en su totalidad debido a las limitaciones descritas en los apartados 2 y 3 anteriores, dichas cantidades se abonarán a prorrata en proporción a las cantidades que se habrían pagado si no hubiera existido dicho límite.

Una vez hecha efectiva la Cuota de Liquidación a la que tienen derecho los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C de acuerdo con los apartados anteriores, éstos no tendrán otro derecho de reclamación ni frente al Emisor ni frente al Garante.

4.6.1.4. Derecho de suscripción preferente

Los titulares de Participaciones Preferentes Serie C no tienen derecho de suscripción preferente en las nuevas emisiones de participaciones preferentes que pueda realizar el Emisor en el futuro.

4.6.2. Derechos políticos

Los titulares de Participaciones Preferentes Serie C no tienen derecho de asistencia ni de voto en las Juntas Generales de Accionistas del Emisor. Sin perjuicio de lo anterior, el Garante, como accionista titular del 100 % de los derechos de voto del Emisor, se compromete frente a los titulares de Participaciones Preferentes Serie C a otorgarles los siguientes derechos en los supuestos que se indican a continuación:

4.6.2.1. Supuesto de impago de la Remuneración durante cuatro trimestres consecutivos

- a) En el caso de que ni el Emisor, ni el Garante en virtud de la Garantía, satisfagan la totalidad de la Remuneración a la que tienen derecho los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C durante cuatro periodos trimestrales de pago consecutivos, dichos titulares junto con los titulares de otras series de participaciones preferentes del Emisor tendrán derecho a nombrar dos miembros adicionales en el órgano de administración del Emisor, que, a partir de ese momento, deberá configurarse como un consejo de administración compuesto por un mínimo de 3 y un máximo de 7 miembros, así como destituir a los indicados dos miembros del órgano de administración, todo ello de conformidad con lo previsto en el artículo 11.2 de los estatutos sociales del Emisor.

El ejercicio de los derechos citados en el párrafo anterior no se reconoce de forma aislada a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C, sino de forma conjunta con el resto de titulares de participaciones preferentes que el Emisor haya emitido o pueda, en su caso, emitir en el futuro con el mismo rango que las Participaciones Preferentes Serie C y que se hallen en las mismas condiciones de impago de Remuneración. Por tanto, los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C deberán actuar conjuntamente con los titulares de las otras series de participaciones preferentes que tuviesen reconocido el derecho de voto en el mismo supuesto, a efecto de designación de consejeros y de destitución de los mismos.

El acuerdo de designación o destitución de miembros adicionales del órgano de administración requerirá el voto favorable de los titulares de las participaciones preferentes del Emisor que tengan reconocido el citado derecho de elección de administradores, que representen la mayoría de las Cuotas de Liquidación de las mismas. Dicho voto se emitirá en la forma que se indica a continuación.

- b) Los titulares del conjunto de participaciones preferentes del Emisor que tengan reconocido el derecho de voto en el supuesto anterior, podrán emitir por escrito el voto para la designación y destitución de miembros del órgano de administración referido en el apartado precedente y remitirlo al Emisor, o bien

adoptar el acuerdo correspondiente en una asamblea general de dichos titulares (la “**Junta Especial de Titulares de Participaciones Preferentes**”).

En caso de que, transcurridos 30 días naturales desde la fecha en que los titulares de participaciones preferentes que tengan aparejada la facultad a que se refiere el párrafo anterior puedan ejercitar tal derecho, un número de éstos que representen la mayoría de las Cuotas de Liquidación no hubieran presentado la notificación por escrito descrita en el párrafo anterior, el órgano de administración del Emisor convocará una Junta Especial de Titulares de Participaciones Preferentes con el objeto de proceder a la designación.

Si el órgano de administración no convoca la Junta Especial de Titulares de Participaciones Preferentes dentro del citado plazo de 30 días naturales, podrán convocarla los titulares de participaciones preferentes representativas de, al menos, el 10% de las Cuotas de Liquidación correspondientes a las mismas.

Las disposiciones relativas a la convocatoria y celebración de las Juntas Especiales de Titulares de Participaciones Preferentes convocadas por el Emisor se encuentran descritas en los artículos 25 y siguientes de los estatutos del Emisor. Un resumen de dichas disposiciones se encuentra incluido en el apartado 4.10 siguiente..

En la actualidad, los estatutos sociales del Emisor prevén que el órgano de administración del mismo está formado por dos administradores solidarios. Sin embargo, los estatutos contemplan la obligación de modificar dicho órgano de administración y sustituirlo por un consejo de administración en el caso de que se den las circunstancias previstas en el primer párrafo de este artículo 4.6.2.1. Asimismo, los estatutos sociales del Emisor establecen que, a los efectos de hacer efectivos los derechos políticos reconocidos a los titulares de participaciones preferentes descritos en los párrafos anteriores, y de conformidad con lo previsto en la legislación vigente, el Emisor dejará vacantes para la provisión de un mínimo de dos miembros del órgano de administración, dentro del máximo previsto en los estatutos sociales (7 miembros).

Lo establecido en los apartados anteriores será de aplicación siempre que, habiendo incumplido el Emisor con sus obligaciones de pago de la Remuneración en los términos indicados, el Garante no hubiera hecho frente a las mismas de acuerdo con la Garantía.

Cualquier miembro del órgano de administración nombrado de conformidad con lo dispuesto anteriormente cesará en su cargo si, tras la circunstancia que hubiera dado lugar a su nombramiento, el Emisor o el Garante, en virtud de la Garantía, reanuda la distribución de la Remuneración íntegra respecto de las Participaciones Preferentes Serie C durante cuatro periodos trimestrales de remuneración consecutivos, así como, en su caso, de las demás participaciones preferentes.

Tanto el nombramiento como el cese de los miembros del órgano de administración indicados será objeto de anuncio por parte del Emisor mediante comunicación como hecho relevante a la CNMV y, de conformidad con lo previsto en los estatutos sociales, en un periódico de difusión nacional en España.

4.6.2.2. Modificación de los derechos otorgados por las Participaciones Preferentes Serie C. Necesidad de consentimiento previo de los titulares

1. Cualquier modificación o supresión de los derechos otorgados a las Participaciones Preferentes Serie C (y a cualquier otra serie de participaciones preferentes que haya emitido o pueda emitir el Emisor en el futuro) de cualquier modo (incluyendo, a título meramente enunciativo y no limitativo, la autorización o emisión de valores del Emisor que tengan mayores derechos en cuanto a la participación en los beneficios o activos del Emisor que las Participaciones Preferentes Serie C) no será eficaz (salvo disposición legal en contrario) si no está autorizada por escrito por los titulares de, al menos, dos terceras partes de las Cuotas de Liquidación correspondientes a las Participaciones Preferentes Serie C (y, en su caso, de los titulares de, al menos, dos terceras partes de las Cuotas de Liquidación correspondientes a participaciones preferentes de cualquier otra serie afectada), o si no se autoriza mediante un acuerdo aprobado en Junta Especial de Titulares de Participaciones Preferentes por los titulares de, al menos, dos terceras partes de las Cuotas de Liquidación correspondientes a las Participaciones Preferentes Serie C en circulación (y, en su caso, en Junta Especial de Titulares de Participaciones Preferentes por los titulares de al menos dos terceras partes de las Cuotas de Liquidación correspondientes a participaciones preferentes de esa otra u otras series afectadas).

La expresión “mayores derechos en cuanto a la participación en los beneficios o activos del Emisor” utilizada en el párrafo anterior no incluye el tipo de remuneración correspondiente a las participaciones preferentes ni un valor nominal o valor en distinta moneda. En consecuencia, el Emisor podrá emitir con posterioridad a las Participaciones Preferentes Serie C, participaciones preferentes que otorguen a sus titulares el derecho a percibir una remuneración superior a la establecida en el presente Folleto sin que para ello sea necesario contar con el consentimiento previo de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C siempre y cuando las Participaciones Preferentes Serie C (y las demás series de participaciones preferentes que el Emisor haya emitido o pueda emitir en un futuro), se encuentren al corriente en el pago de la Remuneración más reciente, tal y como se indica en el apartado siguiente.

2. Sin perjuicio de lo anterior, cuando dicha modificación consista en (i) aumentar la cantidad autorizada de participaciones preferentes o emitir una o más series de participaciones preferentes que se sitúen con el mismo orden de prelación que las Participaciones Preferentes Serie C en cuanto a la participación en los beneficios y los activos del Emisor; o (ii) autorizar, crear o emitir una o más clases de acciones del Emisor con rango inferior en cuanto a participación en los beneficios o activos del mismo, siempre y cuando las Participaciones Preferentes Serie C (y las demás participaciones preferentes que el Emisor haya emitido o pueda emitir en un futuro) se encuentren al corriente en el pago de la Remuneración más reciente, el Emisor podrá llevarla a cabo libremente, previo cumplimiento de los requisitos legales que sean de aplicación. Si el Emisor no se encontrase al corriente en el pago de la Remuneración más reciente, para proceder a la citada ampliación o emisión será necesario el voto favorable de los titulares de participaciones

preferentes del Emisor que representen dos terceras partes de las Cuotas de Liquidación totales, en los términos señalados bajo el subapartado 1 anterior.

Asimismo, se hace constar la capacidad ilimitada del Emisor o cualquier otra filial del Grupo del Garante idónea, de emitir participaciones preferentes que se sitúen con el mismo orden de prelación que las Participaciones Preferentes Serie C, con el límite total del 30% de los recursos propios básicos del Grupo del Garante, de conformidad con lo dispuesto en el apartado 1.i) de la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985.

3. El Garante, como titular de la totalidad de las acciones ordinarias y de los derechos de voto del Emisor podrá, en cualquier momento, tomar las acciones necesarias para emitir acciones ordinarias adicionales del Emisor sin consentimiento de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C, dado que aquéllas se sitúan, en orden de prelación, por detrás de las participaciones preferentes y, en consecuencia, su emisión no perjudica los derechos de los titulares de participaciones preferentes.

4.6.2.3. Supuesto de disolución o liquidación del Emisor.

Además de los derechos políticos antes mencionados y del derecho a percibir Cuotas de Liquidación, en el caso de liquidación del Emisor, los titulares de Participaciones Preferentes Serie C contarán con derecho de voto, en las condiciones y con los límites que a continuación se detallan.

El socio único del Emisor no podrá proponer la adopción de una medida encaminada a la liquidación o disolución del Emisor a menos que los titulares de las participaciones preferentes en circulación hayan aprobado dicha resolución. Dicha aprobación requiere el voto favorable por escrito de los titulares de, al menos, dos tercios de las Cuotas de Liquidación de las participaciones preferentes en circulación, o aprobación en una Junta Especial de Titulares de Participaciones Preferentes de dicho acuerdo, con una mayoría de dos tercios de las Cuotas de Liquidación de las participaciones preferentes en circulación. En consecuencia, el voto de los titulares de Participaciones Preferentes Serie C quedará diluido en este supuesto entre los restantes titulares de participaciones preferentes del Emisor.

No será necesaria la citada aprobación de los titulares de participaciones preferentes si la liquidación o disolución del Emisor se inicia como consecuencia de: (i) la disolución o liquidación del Garante, o de (ii) la reducción de sus fondos propios y de las cuotas participativas a cero, sin liquidación del Garante y con un simultáneo aumento del fondo fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas.

El Emisor notificará por correo la celebración de cualquier Junta Especial de Titulares de Participaciones Preferentes en la que los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C tengan derecho de voto a quienes figuren como titulares en los registros contables. En tales notificaciones se harán constar las siguientes circunstancias: (i) la fecha, hora y el lugar de la Junta; (ii) una descripción del acuerdo cuya adopción se vaya a proponer en la Junta en la que dichos titulares tengan derecho de voto; y (iii) instrucciones para el otorgamiento de poderes para acudir a la Junta.

Esta convocatoria será publicada en un periódico de difusión nacional en España y comunicada a la CNMV.

El Garante se compromete mediante la firma de este Folleto, como titular de las acciones ordinarias del Emisor, a mantener el 100% de las acciones del Emisor y no permitir ni adoptar medidas de ninguna clase para la liquidación o disolución del Emisor salvo en los casos de (i) disolución o liquidación del Garante, o de (ii) reducción de sus fondos propios y de las cuotas participativas a cero, sin liquidación del Garante y con un simultáneo aumento del fondo fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas.

En estos supuestos y con relación al orden de prelación de créditos, las Participaciones Preferentes Serie C se sitúan en orden de prelación:

- (i) por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados del Emisor;
- (ii) al mismo nivel que cualquier otra serie de participaciones preferentes o valores equiparables emitidos por el Emisor con un mismo rango que las Participaciones Preferentes Serie C, que haya emitido o, en su caso, pueda emitir en el futuro; y
- (iii) por delante de las acciones ordinarias del Emisor.

Todo ello, sin perjuicio de los derechos a percibir Cuotas de Liquidación en los términos señalados en el apartado 4.6.1.3.

Los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C por el mero hecho de su suscripción y adquisición, renuncian a cualquier orden de prelación distinto del descrito anteriormente que pudiera corresponderles en virtud de la legislación aplicable en cada momento y, en particular, el que pudiera resultar de la aplicación de lo dispuesto en los artículos 92 y 158 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

La prelación de la Garantía se describe en el apartado 2.9 de la Sección IV.

4.7. Tipo de remuneración y disposiciones relacionadas

4.7.1. Remuneración

Desde la Fecha de Desembolso, y con sujeción a lo que se establece más adelante, las Participaciones Preferentes Serie C otorgarán a sus titulares derecho a recibir una remuneración predeterminada de carácter no acumulativo, pagadera en las fechas establecidas en el subapartado a) siguiente (la “**Remuneración**”).

a) Determinación del importe de la Remuneración

Desde la Fecha de Desembolso, cada una de las Participaciones Preferentes Serie C otorga a su titular el derecho a percibir la siguiente Remuneración sobre el importe nominal de las mismas, salvo lo establecido en los puntos b.1 y b.2 posteriores de este apartado:

- (i) Durante el periodo comprendido entre la Fecha de Desembolso (inclusive) y el 29 de septiembre de 2011 (no incluido): remuneración fija al tipo anual del 7,35%.
- (ii) A partir del 29 de septiembre de 2011 (inclusive): remuneración variable al tipo de interés que se revisará y fijará trimestralmente, referenciado al EURIBOR a tres meses incrementado en 590 puntos básicos (5,90%)

El tipo resultante aplicable en el periodo descrito en el apartado (ii) anterior será, como mínimo, del 6,80% bruto anual.

Asumiendo que el desembolso de la Emisión se produjera el 29 de septiembre de 2009, tal y como está inicialmente previsto, durante los dos primeros años de la Emisión y siendo el importe nominal de 1.000 euros por Participación Preferente Serie C la Remuneración bruta a percibir por cada Participación Preferente Serie C según la fórmula descrita en el apartado 4.7.2 posterior, sería de 73,50 euros cada año.

La fijación del EURIBOR a tres meses se realizará para cada periodo trimestral de devengo de la Remuneración y se tomarán como referencia los datos publicados en la pantalla Reuters, página EURIBOR01 (o cualquier otra que la pudiera sustituir) a las 11:00 horas de la mañana de Madrid del segundo día hábil inmediatamente anterior al día en que comience el periodo trimestral de que se trate.

La Remuneración se pagará trimestralmente, y será el resultado de aplicar el tipo de la Remuneración al valor nominal, dividir el producto por 365, multiplicarlo por el número de días que comprenda el trimestre de referencia y redondear hasta el céntimo de euro más próximo (en el caso de medio céntimo de euro, al alza). En el supuesto de que se cerrara anticipadamente el Periodo de Solicitudes de Suscripción en los supuestos previstos en la presente Nota de Valores, la Remuneración correspondiente al primer periodo de devengo; esto es, desde la Fecha de Desembolso (incluida) hasta el 29 de diciembre de 2009 (no incluido) carecerá de carácter trimestral, y será pagadera el 29 de diciembre de 2009.

A efectos meramente informativos, se indica a continuación la evolución del tipo Euribor tres meses entre el 6 de abril y el 4 de junio de 2009:

Sesión	Euribor 3 meses
06/04/2009	1,466
07/04/2009	1,453
08/04/2009	1,445
09/04/2009	1,435
14/04/2009	1,423
15/04/2009	1,415
16/04/2009	1,410
17/04/2009	1,405
20/04/2009	1,405
21/04/2009	1,405
22/04/2009	1,405
23/04/2009	1,406
24/04/2009	1,400

Sesión	Euribor 3 meses
27/04/2009	1,392
28/04/2009	1,384
29/04/2009	1,372
30/04/2009	1,365
04/05/2009	1,354
05/05/2009	1,344
06/05/2009	1,334
07/05/2009	1,327
08/05/2009	1,313
11/05/2009	1,299
12/05/2009	1,291
13/05/2009	1,281
14/05/2009	1,266
15/05/2009	1,250
18/05/2009	1,244
19/05/2009	1,237
20/05/2009	1,244
21/05/2009	1,252
22/05/2009	1,259
25/05/2009	1,264
26/05/2009	1,266
27/05/2009	1,27
28/05/2009	1,27
29/05/2009	1,269
01/06/2009	1,266
02/06/2009	1,262
03/06/2009	1,26
04/06/2009	1,26

El tipo aplicable a cada periodo trimestral siguiente, será comunicado por el Agente de Pagos a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C el primer día hábil anterior al inicio de cada periodo trimestral de Remuneración mediante anuncio en el Boletín de Operaciones de A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA.

En ausencia de la publicación del tipo EURIBOR a tres meses se tomará el Euribor a tres meses señalado en la pantalla TELERATE, página 248 (o cualquier otra que la pudiera sustituir en el futuro) a las 11:00 horas de la mañana de Bruselas del segundo día hábil inmediatamente anterior a la fecha de inicio del periodo de interés y se aplicará al siguiente periodo trimestral de devengo de la Remuneración.

Por imposibilidad de obtención del EURIBOR a tres meses en la forma determinada anteriormente, el tipo de interés de referencia sustitutivo será el tipo de interés que resulte de aplicar la media aritmética simple de los tipos de interés interbancarios de oferta para operaciones de depósitos en euros a tres meses de vencimiento, el segundo día hábil inmediatamente anterior al día en que comience el periodo de cálculo de que se trate, que declaren las entidades reseñadas a continuación:

- Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA)
- Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid
- Banco Santander, S.A.
- Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.

En el supuesto de imposibilidad de obtención del EURIBOR a tres meses por no suministrar alguna de las citadas entidades la declaración de cotizaciones, será de aplicación el tipo de interés que resulte al calcular la media aritmética simple de los tipos de interés declarados por las tres de las entidades restantes.

En ausencia de los tipos según lo expuesto en los apartados anteriores, se aplicará el tipo determinado para el cálculo de la Remuneración en tanto por ciento que se hubiese aplicado en el periodo trimestral anterior.

b) Régimen de percepción de Remuneración por los titulares de Participaciones Preferentes Serie C

b.1. Supuestos de no percepción

Los titulares de Participaciones Preferentes Serie C no tendrán derecho a percibir la Remuneración predeterminada en los siguientes casos:

1. En la medida en que dicha Remuneración, junto con (a) cualquier remuneración pagada durante el ejercicio en curso, y (b) aquellas remuneraciones que se propone abonar durante el periodo de devengo en curso, en cada caso respecto de (i) todas las participaciones preferentes emitidas por el Emisor y por cualquier otra Filial, que se encuentren garantizadas por el Garante en los mismos términos que las Participaciones Preferentes Serie C (incluidas estas últimas), y (ii) cualesquiera participaciones preferentes o valores equiparables emitidos por el Garante que se sitúen, en cuanto a la participación en beneficios, al mismo nivel que las obligaciones del Garante asumidas en este Folleto, excediera del Beneficio Distribuible correspondiente al ejercicio anterior auditado, según se define a continuación.

A efectos de lo establecido en el párrafo anterior, se contabilizará como Remuneración las remuneraciones que hayan sido satisfechas tanto directamente por el Emisor correspondiente como por el Garante en virtud de la correspondiente garantía.

Se entiende por “**Beneficio Distribuible**” de un ejercicio fiscal, el menor entre los beneficios netos de CAM y de su Grupo (según se define más adelante), tal y como se reflejan, de acuerdo con las normas dictadas por el Banco de España para su cálculo, en los estados contables reservados a que se refieren las normas 69ª y 70ª de la Circular 4/2004 del Banco de España o la normativa que resulte de aplicación en cada momento. Dichos resultados anuales deberán haber sido aprobados, al menos, por el Consejo de Administración del Garante y verificados por sus auditores externos.

Cuando dichos resultados se aparten materialmente de los atribuidos al Grupo en las cuentas anuales consolidadas de carácter público a las que se refiere la Circular 4/2004 o la normativa que en su caso la sustituyese, su importe y las causas de dicha diferencia recibirán publicidad adecuada en la Memoria que forme parte de dichas cuentas.

En el supuesto de que en alguna fecha de pago de la remuneración los citados resultados no se hubieran aprobado y verificado conforme a lo previsto anteriormente, se tomarán como referencia para la obtención del Beneficio Distribuible los saldos de las cuentas de pérdidas y ganancias individuales y consolidadas del Garante de los estados financieros remitidos al Banco de España referidos al 31 de diciembre del ejercicio anual anterior.

Se entiende por “**Grupo**” al grupo consolidable de entidades de crédito, formado por el Garante y algunas de sus filiales, de acuerdo con lo establecido en el artículo 8.3 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión y Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros, el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras y la Circular del Banco de España 3/2008.

Se entiende por “**Filial**”, toda entidad en la que el Garante sea titular, de forma directa o indirecta, de más del 50 % de su capital social con derecho a voto. El Garante no ha otorgado ni otorgará a emisiones de participaciones preferentes de entidades no Filiales garantías de igual o mejor rango que la de esta Emisión.

A la fecha del presente Folleto, todas las emisiones de participaciones preferentes a las que el Garante ha prestado su garantía han sido realizadas por filiales en las que el Garante es titular, de forma directa o indirecta, del capital social; el importe nominal de estas emisiones (excluyendo la presente Emisión) representa el 14,11% de los recursos propios básicos computables del Grupo CAM a 31 de diciembre de 2008. El Garante se ha comprometido, además, a mantener, directa o indirectamente, dicha participación mientras existan participaciones preferentes de las mismas en vigor.

2. Aunque el Beneficio Distribuible sea suficiente, en la medida en que, de acuerdo con las disposiciones de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero y la Circular del Banco de España 3/2008, o en la normativa que en su caso la sustituyese, el Garante tuviera que limitar sus pagos respecto de cuotas participativas o valores equiparables que hubiera podido emitir (excepto pagos con cargo al fondo de estabilización) o la asignación de dotaciones al fondo de la obra benéfico-social (excepto aquellas efectuadas en virtud de lo establecido en el artículo 11.5 de la Ley 13/1985).

En particular a la fecha de este Folleto, y de acuerdo con las mencionadas disposiciones, dado que el Garante ha emitido cuotas participativas si el

mismo Garante o su Grupo consolidable presentasen un déficit de recursos propios computables superior al 20% de los mínimos requeridos o sus recursos propios básicos cayeran por debajo del 50% de dichos mínimos, el Garante o todas las entidades del Grupo consolidable deberán destinar al fondo de reservas de cuotapartícipes la totalidad de sus beneficios o excedentes netos, salvo que el BANCO DE ESPAÑA autorice otra cosa al aprobar el programa de retorno previsto en el artículo 75 del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras.

Si el déficit de recursos propios computables sobre los mínimos requeridos fuera igual o inferior al 20 %, la propuesta de distribución de resultados del Garante o de todas y cada una de las entidades de su Grupo consolidable se someterá a la autorización previa del BANCO DE ESPAÑA, quien establecerá el porcentaje mínimo a destinar al fondo de reservas de cuotapartícipes atendiendo al programa presentado para retornar a los niveles exigibles.

El Ministerio de Economía y Hacienda podría, a propuesta del BANCO DE ESPAÑA, en ambos supuestos autorizar la distribución de cantidades al fondo de la obra benéfico-social.

Si la insuficiencia de recursos propios anteriormente mencionada impidiera realizar el pago de la Remuneración, ya sea de manera total o parcial, dicho supuesto será comunicado a la CNMV y publicado en un periódico de difusión nacional por el Emisor.

b.2. Supuestos de percepción parcial

No obstante, los titulares de Participaciones Preferentes Serie C tendrán derecho a percibir la parte de la Remuneración que les corresponda hasta el límite que, de acuerdo con los cálculos que resulten de lo previsto en los dos supuestos anteriores, fuere posible, conforme se describe en el apartado 4.7.1d.3.

b.3. Forma de pago

Cuando los titulares de Participaciones Preferentes Serie C tuvieran derecho a percibir Remuneración por no darse los supuestos del punto b.1. de este apartado, el Emisor estará obligado a pagar la Remuneración. Si el Emisor incumpliese esta obligación, el Garante efectuará el pago en virtud de la Garantía.

c) Carácter no acumulativo de la Remuneración

Existen determinados supuestos por los que los tenedores de las Participaciones Preferentes Serie C pueden no recibir ninguna Remuneración, dado que ésta tiene carácter no acumulativo, no teniendo derecho posteriormente a su reclamación.

En este sentido, si, por darse alguno de los supuestos previsto en el puntos b. 1 anterior, el Emisor no pagara la totalidad de la Remuneración en una fecha de pago determinada, los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C, de acuerdo con lo dispuesto en la Ley 13/1985 según la redacción dada por la Ley

19/2003, perderán su derecho a recibirla, y ni el Emisor ni el Garante tendrán obligación de pagar ni la Remuneración devengada en ese periodo, ni intereses sobre la misma, aun cuando en fechas de pago posteriores el Emisor cumpla con sus obligaciones de abonar la Remuneración a las Participaciones Preferentes Serie C. Si el Emisor dejara de abonar la Remuneración por razones distintas a las contempladas en el punto b.1 de este apartado, dicha Remuneración será satisfecha por el Garante en virtud de la Garantía. De no hacerlo el Garante, los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C podrían ejercitar sus derechos contra el Garante.

d) Disposiciones generales

- d.1. El impago de la Remuneración, tanto por el Emisor como por el Garante, será comunicado a la CNMV por el Emisor como hecho relevante.
- d.2. La obligación de pago de Remuneración por el Emisor se entenderá satisfecha cuando el Garante pague dicha Remuneración, y en la medida en que lo haga.
- d.3. En el supuesto de pago parcial descrito en el punto b.2 de este apartado, la Remuneración sobre las Participaciones Preferentes Serie C y sobre el resto de las participaciones preferentes del Emisor o de otra Filial que cuenten con una garantía del Garante del mismo rango que la emitida en relación con las Participaciones Preferentes Serie C, si existieran, así como la correspondiente, en su caso, a la participaciones preferentes o valores equivalentes emitidos por el Garante, se declararán a prorrata, teniendo en cuenta la proporción existente entre (a) la cantidad total disponible para el pago de la Remuneración a las Participaciones Preferentes Serie C y el resto de participaciones preferentes y valores equiparables, si existieren, y (b) la cantidad que se hubiese pagado a las Participaciones Preferentes Serie C y al resto de participaciones preferentes y valores equiparables de no haber existido limitación alguna al pago de la Remuneración.

En consecuencia, el importe que por la Remuneración percibirían los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C estaría en función, en este supuesto, del importe total de participaciones preferentes y valores equiparables en circulación en el momento del pago y de la Remuneración a la que pudieran tener derecho esas otras participaciones preferentes y valores equiparables.

- d.4. Si por razón del Beneficio Distribuible o por las limitaciones derivadas de la normativa sobre recursos propios de entidades de crédito, no se pagara la Remuneración a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C, el Emisor no pagará dividendos a sus acciones ordinarias y el Garante no distribuirá cantidad alguna a los titulares de cuotas participativas (salvo distribuciones con cargo al fondo de estabilización autorizadas por el Banco de España, en su caso).

d.5. Los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C no tendrán otro derecho a participar en los beneficios del Emisor y del Garante que los establecidos en el presente Folleto.

4.7.2. Fechas, lugar, entidades y procedimiento para el pago de la Remuneración.

La Remuneración se devengará desde la Fecha de Desembolso (prevista inicialmente para el 29 de septiembre de 2009) y será pagadera por trimestres vencidos, quedando fijadas las siguientes fechas de pago por parte del Emisor: 29 de marzo, 29 de junio, 29 de septiembre y 29 de diciembre de cada año, calculándose sobre la Base actual/365. En el caso de que se cerrara anticipadamente el Periodo de Solicitudes de Suscripción en los términos previstos en la presente Nota de Valores, la Remuneración correspondiente al primer periodo de devengo, esto es, el periodo comprendido entre la Fecha de Desembolso (incluida) y el 29 de diciembre de 2009 (no incluido) tendrá una duración superior al trimestre y será pagadera el 29 de diciembre de 2009.

Para cada uno de los periodos trimestrales de devengo de Remuneración, la Remuneración se calculará de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$R = \frac{NS \times TI \times DT}{36.500}$$

Siendo:

R = Remuneración.

NS = Nominal suscrito.

TI = Tipo de interés anual aplicable al periodo en cuestión.

DT = Días transcurridos con derecho a la remuneración anual aplicable al periodo.

Asumiendo que la Fecha de Desembolso de la Emisión sea el 29 de septiembre de 2009, la Remuneración por Participación Preferente Serie C correspondiente a los ocho primeros periodos de Remuneración sería como se detalla en la tabla siguiente, teniendo en consideración que en dichos ocho primeros periodos la Remuneración será al tipo de interés fijo anual de 7,35%. Esta misma fórmula regirá en el caso de que en un determinado periodo de remuneración tuviese duración inferior a un trimestre completo por amortización anticipada de las Participaciones Preferentes Serie C o por cualquier otra razón.

Periodo	Remuneración (Euros)
1º	18,32
2º	18,12
3º	18,53
4º	18,53
5º	18,32
6º	18,12
7º	18,53
8º	18,53

Si alguna fecha de pago no fuera día hábil a los efectos de realización de operaciones en euros, el pago de la Remuneración se efectuará el día hábil inmediatamente posterior, sin que ello tenga repercusión de ningún tipo en la cuantía del abono. A estos efectos se entenderá por día hábil cualquier día así considerado por el sistema “TARGET” (“Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer”).

Tendrán derecho al cobro de la Remuneración los titulares inscritos en los registros contables de las Entidades Participantes en IBERCLEAR el día anterior del señalado como fecha de pago.

El Agente de Pagos calculará la cuantía de la Remuneración que deba satisfacerse respecto de las Participaciones Preferentes Serie C.

El servicio financiero será atendido por el Agente de Pagos, quien, con motivo del pago de cada Remuneración, ya se realice dicho pago por el Emisor o, en su defecto, por el Garante, recibirá la cantidad que corresponda por tal concepto para su distribución entre los titulares de Participaciones Preferentes Serie C.

4.7.3. Plazo válido en el que se puede reclamar la Remuneración

La acción para reclamar el abono de la Remuneración correspondiente a un periodo de devengo concreto, en el supuesto de que haya sido declarada por el Emisor, prescribe a los cinco años contados desde el día siguiente a la fecha de pago correspondiente a dicho periodo de devengo de la Remuneración, sujeto al artículo 1.966 del Código civil.

4.7.4. Descripción del tipo de Remuneración

La Remuneración será (i) fija hasta el 29 de septiembre de 2011 (no incluido); y (ii) variable, referida al tipo EURIBOR a tres meses más un diferencial a partir del 29 de septiembre de 2011, tal y como este se establece en el apartado 4.7.1. Véase dicho apartado para una descripción del tipo EURIBOR, su forma de cálculo y normas de ajuste.

4.7.5. Agente de Cálculo

CAM, con domicilio social en Alicante, calle San Fernando, número 40.

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

4.8.1. Precio de Amortización

Las Participaciones Preferentes Serie C tienen carácter perpetuo, sin embargo podrían amortizarse total o parcialmente por el Emisor con sujeción a lo dispuesto en los apartados posteriores.

Cada Participación Preferente Serie C objeto de la presente Emisión concede a su titular, en el supuesto de amortización total o parcial por parte del Emisor, derecho a

percibir un precio de amortización que consistirá en su valor nominal más un importe igual a la Remuneración devengada y no satisfecha hasta la fecha establecida para la amortización (el “**Precio de Amortización**”).

4.8.2. Fecha, lugar y procedimiento

Las Participaciones Preferentes Serie C se emiten por tiempo indefinido. Sin embargo, podrán amortizarse total o parcialmente en cualquier momento a partir del quinto año desde la Fecha de Desembolso, a voluntad del Emisor (y no a solicitud de los inversores), con autorización previa del BANCO DE ESPAÑA y del Garante.

En el caso de amortización de un número importe inferior al correspondiente al total de Participaciones Preferentes Serie C en circulación, ésta se realizará mediante una reducción proporcional del valor nominal de cada una de las Participaciones Preferentes Serie C, de tal forma que todos los titulares de participaciones Preferentes Serie C reciban el mismo trato.

La decisión de amortización anticipada deberá ser notificada, con carácter irrevocable, por el Emisor, a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C entre 60 y 30 días naturales antes de la fecha señalada para la amortización. Dicha comunicación se realizará mediante hecho relevante remitido a la CNMV y mediante la publicación del correspondiente anuncio en el Boletín de Cotización de A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA así como en un periódico de difusión nacional.

El Emisor abonará al Agente de Pagos, para su distribución a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C que figuren en los registros contables de IBERCLEAR y de sus Entidades Participantes, el Precio de Amortización.

El pago del Precio de Amortización se halla garantizado por CAM en los términos que se indican en la sección IV posterior.

No se requiere autorización de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C para la amortización de las mismas. En ningún caso las Participaciones Preferentes Serie C serán amortizables a solicitud de los inversores.

Una vez se haya notificado la amortización a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C afectadas, y se hayan depositado los fondos correspondientes, se extinguirán todos los derechos de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C destinadas a ser amortizadas, excepto el derecho de los mismos a percibir el Precio de Amortización, y tales Participaciones Preferentes Serie C dejarán de estar en circulación.

La amortización podrá realizarse mediante recompra de Participaciones Preferentes Serie C por el Emisor para su amortización. Si el Emisor, previa autorización del BANCO DE ESPAÑA, decidiera recomprar a terceros las Participaciones Preferentes Serie C para amortizarlas inmediatamente de acuerdo con lo establecido en el apartado 4.8.3 siguiente, deberá ofrecer al resto de titulares de Participaciones Preferentes Serie C la posibilidad de que vendan dichos valores en las mismas condiciones que a aquéllos.

4.8.3. Adquisición por entidades del grupo del Garante para su amortización

A fin de cumplir con la normativa española relativa a los recursos propios de las entidades de crédito en vigor en la fecha de registro de la presente Nota de Valores, ni el Emisor, ni el Garante, ni ninguna de sus Filiales podrán comprar las Participaciones Preferentes Serie C hasta que hayan transcurrido cinco años desde la Fecha de Desembolso de las Participaciones Preferentes Serie C, y a partir de entonces con autorización del BANCO DE ESPAÑA.

Sin perjuicio de lo anterior, tanto en el supuesto de que la calificación como recursos propios fuera denegada o por cualquier otro motivo la Emisión no compute como recursos propios, como en el caso de que se produzca cualquier modificación de la legislación española relativa a esta materia que así lo permita, el Emisor, el Garante o cualesquiera de sus Filiales, con sujeción a la legislación aplicable podrán, en cualquier momento, adquirir las Participaciones Preferentes Serie C que estén en circulación mediante los mecanismos que sean aplicables de conformidad con la legislación vigente en el momento de la adquisición.

Las Participaciones Preferentes Serie C así adquiridas se amortizarán inmediatamente.

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

El rendimiento efectivo de las Participaciones Preferentes Serie C para los inversores estará en función del vencimiento de la Emisión, en su caso, y de la evolución del tipo de referencia anteriormente indicado. Suponiendo que se produjera la amortización de la Emisión en su quinto aniversario, coincidiendo con la fecha de pago de la Remuneración, y asumiendo un tipo de Remuneración de la Emisión igual al 7,35% nominal anual (que corresponde al tipo fijo de Remuneración para los ocho primeros periodos de devengo de Remuneración) y un tipo variable de Remuneración de la Emisión del 1,264% (correspondiente al EURIBOR a tres meses del día 25 de mayo de 2009, más un diferencial de 590 puntos básicos), dicho rendimiento efectivo anual (TIR) sería del 7,446%.

Los inversores no deben basar su decisión de inversión en las Participaciones Preferentes Serie C en virtud de los anteriores cálculos del tipo de interés, ya que éstos pueden sufrir variación, dependiendo de las fluctuaciones del tipo de interés que se produzcan a lo largo de la vida de la Emisión.

Los inversores deberán tener en cuenta la facultad del Emisor de proceder a la amortización anticipada total o parcial de las Participaciones Preferentes Serie C objeto de esta Emisión en cualquier momento, una vez transcurridos cinco años desde la Fecha de Desembolso de las mismas o en el menor plazo que en su caso establezca la normativa sobre recursos propios de las Entidades de Crédito, previa autorización del BANCO DE ESPAÑA y del Garante, según se refiere en el apartado 4.8 anterior.

4.10. Representación de los tenedores de los valores

El régimen de la Emisión no requiere de la constitución o representación mediante un sindicato.

En los supuestos tasados y descritos en los apartados 4.6.2.1 y 4.6.2.2 anteriores los titulares de participaciones preferentes gozarán de derechos políticos, en los términos previstos en la presente Nota de Valores.

Los indicados derechos políticos podrán ejercerse por sus titulares en la forma prevista en la convocatoria de la correspondiente Junta Especial de Titulares de Participaciones Preferentes, tal y como se describe en los apartados 4.6.2.1 y 4.6.2.2 citados. En particular, los titulares de participaciones preferentes que tengan reconocido el derecho de voto podrán emitir éste bien de forma escrita mediante el envío de comunicación dirigida al órgano de administración del Emisor o bien de viva voz durante el desarrollo de la sesión de la Junta Especial de Titulares de Participaciones Preferentes en cuestión.

La convocatoria de dicha Junta Especial de Titulares de Participaciones Preferentes se realizará mediante anuncio publicado en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en uno de los diarios de mayor circulación en la provincia de Alicante por lo menos un mes antes de la fecha fijada para la celebración de la Junta, salvo en los casos en los que la ley establezca una antelación mayor. La convocatoria se notificará a CNMV.

Con carácter adicional, el Emisor notificará por correo la celebración de cualquier Junta Especial de Titulares de Participaciones Preferentes en la que los titulares de las Participaciones Preferentes tengan derechos políticos, en los términos indicados en los apartados 4.6.2.1 y 4.6.2.2 de la presente Nota de Valores, a quienes figuren como titulares en los registros contables de la Sociedad de Gestión de Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (Iberclear) y sus entidades participantes, haciendo constar (i) la fecha, hora y lugar de la Junta; y (ii) una descripción del acuerdo cuya adopción se vaya a proponer; e (iii) instrucciones para el otorgamiento de poderes para acudir a la Junta.

La Junta Especial de Titulares de Participaciones Preferentes quedará válidamente constituida, en primera convocatoria, cuando los titulares de Cuotas de Liquidación correspondientes a las Participaciones Preferentes, presentes o representados, posean al menos el veinticinco por ciento (25%) de las Participaciones Preferentes existentes en circulación con derecho a voto. En segunda convocatoria será válida la constitución de la Junta cualquiera que sea el porcentaje de Cuotas de Liquidación concurrente a la misma.

Los acuerdos se adoptarán por mayoría de las Participaciones Preferentes presentes o representadas salvo disposición legal o estatutaria en contrario. En particular, tal y como se ha indicado con anterioridad en el apartado 4.6.2.1, a los efectos de la designación de miembros del órgano de administración del Emisor será necesario el voto favorable de los titulares de las participaciones preferentes del Emisor que tengan reconocido el derecho de elección de administradores que representen la mayoría de las Cuotas de Liquidación de las mismas. Por otro lado, la modificación de los derechos otorgados por las Participaciones Preferentes Serie C que requieran el consentimiento previo de sus titulares, tal y como se ha descrito en el subapartado 1 del apartado 4.6.2.2 anterior, deberán ser adoptadas con el voto favorable de, al menos, dos terceras partes de las Cuotas de Liquidación correspondientes a las Participaciones Preferentes Serie C (y, en

su caso, de, al menos, dos terceras partes de las cuotas de liquidación correspondientes a participaciones de cualquier otra serie afectada).

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

Los acuerdos sociales en virtud de los cuales se procede a la realización de la presente emisión, cuya vigencia consta en las certificaciones remitidas a la CNMV, son los que se enuncian a continuación:

Decisiones del accionista único del Emisor de fecha 7 de abril de 2009;

Acuerdo del Consejo de Administración del Garante de fecha 26 de febrero de 2009.

4.12. Fecha de emisión

La fecha de emisión, que coincidirá con la Fecha de Desembolso de los valores, está prevista inicialmente para el 29 de septiembre de 2009, si bien dicha fecha de emisión podría adelantarse en el caso de que se cerrara anticipadamente el periodo de suscripción en los términos previstos en la presente Nota de Valores.

4.13. Restricciones a la libre transmisibilidad de los valores

No existen restricciones a la libre transmisibilidad de las Participaciones Preferentes Serie C. La transmisión del derecho de cada inversor sobre las Participaciones Preferentes Serie C se instrumentará mediante la pertinente transferencia contable en los registros de IBERCLEAR y sus Entidades Participantes.

4.14. Fiscalidad de los valores

4.14.1. Imposición Indirecta en la adquisición y transmisión de Participaciones Preferentes Serie C

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

En el caso de personas físicas que adquieran su residencia fiscal en España como consecuencia de su desplazamiento a territorio español, podrán optar por tributar por el

Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (“**IRPF**”) o por el Impuesto sobre la Renta de no Residentes (“**IRnR**”) durante el período en que se efectúe el cambio de residencia y los cinco siguientes siempre que se cumplan los requisitos recogidos en el artículo 93 de la LIRPF.

a) Personas físicas. Rendimientos del capital mobiliario

Según establece la Ley 13/1985 en su disposición adicional segunda, la Remuneración que perciban los titulares de Participaciones Preferentes Serie C que sean contribuyentes por el IRPF, así como cualquier otra renta derivada de las Participaciones Preferentes Serie C, incluidas las procedentes de la transmisión, amortización o reembolso de dichos valores, tendrán la consideración de rendimientos obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios de acuerdo con lo previsto en el apartado 2 del artículo 25 de la LIRPF. Dichos rendimientos se integrarán en la base imponible del ahorro por el rendimiento neto resultante de deducir, en su caso, los gastos de administración y depósito –pero no los de gestión discrecional e individualizada de la cartera– de su importe bruto, tributando al tipo fijo del 18 %.

El importe de las rentas derivadas de la transmisión, amortización o reembolso de las Participaciones Preferentes Serie C vendrá determinado por la diferencia entre el valor de transmisión, amortización o reembolso de los citados valores y su valor de adquisición o suscripción. Asimismo, se tendrán en cuenta para el cálculo del rendimiento los gastos accesorios de adquisición y enajenación, en tanto se justifiquen adecuadamente.

Los rendimientos negativos derivados de la transmisión de las Participaciones Preferentes Serie C, cuando el contribuyente hubiera adquirido otras Participaciones Preferentes Serie C dentro de los dos meses anteriores o posteriores a dichas transmisiones, se integrarán en la base imponible del IRPF del contribuyente a medida que se transmitan las Participaciones Preferentes Serie C que permanezcan en su patrimonio.

Finalmente, los rendimientos derivados de las Participaciones Preferentes Serie C estarán sujetos, con carácter general, a una retención del 18 % a cuenta del IRPF de sus perceptores. La base de la retención será la cuantía total de estos rendimientos. La retención a cuenta será deducible de la cuota líquida del referido impuesto y, en caso de insuficiencia de ésta, dará lugar a las devoluciones previstas en el artículo 103 de la LIRPF.

No obstante, no existirá obligación de retener sobre los rendimientos derivados de la transmisión o reembolso de las Participaciones Preferentes Serie C en la medida que dichos valores, como está previsto en la presente emisión, cumplan los siguientes requisitos:

1. Que estén representados mediante anotaciones en cuenta.
2. Que se negocien en un mercado secundario oficial de valores español.

No obstante lo anterior, se someterá a retención (a un tipo del 18 %) la parte del precio correspondiente al interés corrido cuando la transmisión de las Participaciones Preferentes Serie C tenga lugar durante los 30 días inmediatamente anteriores al cobro de dicho interés, y siempre que:

1. El adquirente sea una persona o entidad no residente en territorio español o sea sujeto pasivo del Impuesto sobre Sociedades.
2. El adquirente no esté sujeto a retención por los rendimientos explícitos (i.e., la Remuneración) derivados de las Participaciones Preferentes Serie C transmitidas.

b) Sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades

Los inversores sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades (“IS”) integrarán en su base imponible el importe íntegro de los rendimientos que obtengan como consecuencia de la titularidad de las Participaciones Preferentes Serie C, tanto en concepto de Remuneración como con motivo de la transmisión, amortización o reembolso de dichos valores, así como los gastos inherentes a la participación, en la forma prevista en el artículo 10 y siguientes del TRLIS.

No se practicará retención a cuenta del IS sobre los rendimientos derivados de las Participaciones Preferentes Serie C en la medida en que las mismas (i) estén representadas mediante anotaciones en cuenta y (ii) se negocien en un mercado secundario oficial de valores español.

4.14.2. Imposición Directa sobre las rentas derivadas de la titularidad, amortización o reembolso de Participaciones Preferentes Serie C

El presente apartado analiza el tratamiento fiscal aplicable a los inversores no residentes en territorio español y será igualmente aplicable, con carácter general, a aquellos inversores personas físicas que adquieran la condición de residentes fiscales en territorio español como consecuencia de su desplazamiento a dicho territorio, y que, cumplidos los requisitos establecidos en el artículo 93 de la LIRPF, opten por tributar por el IRnR durante el período impositivo en que tenga lugar el cambio de residencia y los cinco siguientes.

Sin perjuicio de lo que puedan establecer los CDI suscritos por España, se considerarán inversores no residentes (sujeto a la oportuna acreditación), las personas físicas que no sean contribuyentes por el IRPF y las entidades no residentes en territorio español de conformidad con lo dispuesto en el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, aprobado por Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo (“**TRLIRnR**”).

(a) Rentas obtenidas por inversores que actúen sin mediación de establecimiento permanente en España

Tal y como establece la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, las rentas derivadas de las Participaciones Preferentes Serie C obtenidas por personas o entidades no residentes en territorio español que actúen a estos efectos sin establecimiento

permanente en España, estarán exentas de tributación en el IRnR (y, por tanto, de retención a cuenta de este impuesto) siempre que se cumplan determinados procedimientos de identificación de los titulares de los valores. De no cumplirse dicha condición, el rendimiento obtenido estará sujeto a una retención del 18 % a cuenta del IRnR.

A efectos de la aplicación de la exención descrita anteriormente, los inversores que tengan la condición de no residentes en territorio español y que sean titulares de las Participaciones Preferentes Serie C habrán de acreditar su identidad y residencia fiscal de acuerdo con los procedimientos recogidos en 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 (el “**RD 1065/2007**”).

Los inversores no residentes que, teniendo derecho a aplicar la exención descrita en este apartado, no hubieran podido acreditar su residencia fiscal en los términos indicados anteriormente (y que, por tanto, hayan sufrido una retención del 18 % sobre los rendimientos derivados de las Participaciones Preferentes Serie C), podrán solicitar de las autoridades fiscales españolas, de acuerdo con el procedimiento y dentro de los plazos legalmente establecidos, la devolución del importe retenido en exceso.

(b) Rentas obtenidas por inversores que actúen mediante establecimiento permanente en España

Las rentas obtenidas en España por inversores no residentes en territorio español que actúen, respecto de las Participaciones Preferentes Serie C, mediante establecimiento permanente en España se someterán a tributación de conformidad con lo previsto en los artículos 16 a 23 del TRLIRnR, tributando al tipo impositivo del 30 %.

En general, y con las salvedades y especialidades que dichos artículos establecen, el régimen tributario aplicable a los establecimientos permanentes en España de no residentes coincide con el de los sujetos pasivos del IS, que se ha descrito con anterioridad. De esta forma, los rendimientos derivados de las Participaciones Preferentes Serie C obtenidos por los citados inversores estarán exentos de retención a cuenta del IRnR en los términos señalados anteriormente para los sujetos pasivos del IS.

4.14.3. Imposición sobre el Patrimonio y sobre Sucesiones y Donaciones

4.14.3.1. Inversores residentes en España

a) Impuesto sobre el Patrimonio

El artículo tercero de la Ley 4/2008 ha suprimido el gravamen del Impuesto sobre el Patrimonio, tanto para la obligación personal como para la obligación real de contribuir, con efectos a partir del 1 de enero de 2008. Para ello, la citada Ley ha introducido una bonificación del 100 % sobre la cuota del impuesto al tiempo que ha eliminado la obligación de presentar la correspondiente declaración ante la Administración tributaria.

Por tanto, los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C, ya sean residentes o no en territorio español a efectos fiscales, no quedarán gravados por este impuesto.

Por su parte, las personas jurídicas no están sujetas al Impuesto sobre el Patrimonio.

b) Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones

Las transmisiones de Participaciones Preferentes Serie C a título lucrativo (por causa de muerte o donación) a favor de personas físicas residentes en España están sujetas al Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones (“**ISD**”) en los términos previstos en la Ley 29/1987, de 18 de diciembre, siendo sujeto pasivo el adquirente de las Participaciones Preferentes Serie C, con independencia de dónde se encuentren situadas estas últimas, todo ello sin perjuicio de la normativa específica aprobada, en su caso, por cada Comunidad Autónoma. El tipo impositivo aplicable sobre la base liquidable oscila, para el año 2009, entre el 7,65 % y el 34 %; una vez obtenida la cuota íntegra, sobre la misma se aplican determinados coeficientes multiplicadores en función del patrimonio preexistente del adquirente y de su grado de parentesco con el causante o donante, pudiendo resultar finalmente una cuota tributaria entre un 0 % y un 81,6 % de la base imponible.

En caso de transmisión gratuita a favor de un sujeto pasivo del IS, el rendimiento que se produzca tributará de acuerdo con las normas de ese impuesto, no siendo aplicable el ISD.

4.14.3.2. Inversores no Residentes en España

a) Impuesto sobre el Patrimonio

Véase el apartado 4.14.3.1a), “Impuesto sobre el Patrimonio”, anterior.

b) Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones

Sin perjuicio de lo que resulte de los CDI suscritos por España, 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 o hubieran de cumplirse en ese territorio. En general, el gravamen por el ISD de las adquisiciones de no residentes sujetas al impuesto se realiza en la misma forma que para los residentes.

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 IRnR, sin perjuicio de lo previsto en los CDI que pudieran resultar aplicables.

4.14.4. Obligaciones de información

De conformidad con lo previsto en el apartado 3 de la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, CAM, en calidad de entidad dominante de un grupo consolidable de entidades de crédito y titular de los derechos de voto del Emisor, tendrá la obligación de

informar a la Administración tributaria de la identidad de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C emitidas por el Emisor.

El procedimiento para cumplir con las obligaciones de información establecidas por la Ley 13/1985, así como el alcance de las citadas obligaciones, se recogen en el RD 1065/2007.

A este respecto, debe indicarse que la Disposición Final Segunda de la Ley 4/2008 ha modificado la redacción del referido apartado 3 de la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, estableciendo que la información que habrá de suministrar la entidad de crédito dominante de un grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito a la Administración tributaria se referirá a la identidad de los contribuyentes del IRPF y los sujetos pasivos del IS que sean titulares de los correspondientes valores, así como de los contribuyentes del IRnR que obtengan rentas procedentes de tales valores mediante establecimiento permanente situado en territorio español. No obstante, la forma en que habrá de procederse al suministro de la citada información se deja a un posterior desarrollo reglamentario.

La Dirección General de Tributos, en respuesta evacuada a dos consultas vinculantes de fecha 20 de enero de 2009 (con núm. V0077-09 y V0078-09) ha establecido que en tanto no se apruebe el mencionado desarrollo reglamentario, seguirán resultando de aplicación los procedimientos previstos en el artículo 44 del RD 1065/2007 respecto de los valores regulados en la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985.

5. CLÁUSULAS Y CONDICIONES DE LA OFERTA

5.1. Condiciones. Estadísticas de la oferta, calendario previsto y procedimiento para la suscripción de la oferta

5.1.1. Condiciones a las que está sujeta la oferta

La Emisión no está sujeta a ninguna condición.

5.1.2. Importe de la oferta

El importe total de la Emisión será de hasta 450.000.000 euros, ampliables hasta un máximo de 850.000.000 euros.

El número de valores objeto de la presente Emisión es de hasta 450.000, ampliable hasta un máximo de 850.000 Participaciones Preferentes Serie C.

El importe total de la Emisión quedará fijado, una vez finalizado el Periodo de Solicitudes de Suscripción (tal y como este término se define en el apartado 5.1.3 posterior), por el importe efectivamente suscrito.

Todas las Participaciones Preferentes Serie C que se ofrecen pertenecen a la misma clase y serie.

5.1.3. Periodo de suscripción. Suscripción incompleta

La suscripción de las Participaciones Preferentes Serie C se iniciará a las 8:30 horas del día siguiente al registro de la presente Nota de Valores en los registros de la CNMV (siempre que ésta haya sido publicada o, en caso contrario, desde el momento de su publicación), y finalizará el día 25 de septiembre de 2009 a las 14:00 horas, ambos días inclusive (en adelante “**Periodo de Solicitudes de Suscripción**”).

Las peticiones de suscripción se atenderán por orden cronológico conforme al procedimiento descrito en el apartado 5.1.5 siguiente.

Si con anterioridad a la finalización del Periodo de Solicitudes de Suscripción se hubiese cubierto íntegramente la Emisión, el Emisor podrá dar por finalizado el Periodo de Solicitudes de Suscripción, comunicando dicha circunstancia a la CNMV.

No obstante lo previsto en el párrafo anterior, si la Emisión se cubriera íntegramente antes de la finalización del Periodo de Solicitudes de Suscripción, el Emisor podrá ampliar el importe de la misma en las condiciones de la Emisión. La decisión de ampliar el volumen inicial de la Emisión hasta el máximo previsto en el presente Folleto será comunicada a la CNMV.

No obstante, de ampliarse el importe de la Emisión, el Emisor se reserva el derecho de dar por terminado el Periodo de Solicitudes de Suscripción en cualquier momento antes de la fecha de cierre del Periodo de Solicitudes de Suscripción (25 de septiembre de 2009), con independencia del importe efectivamente suscrito hasta ese momento, respetando en cualquier caso las peticiones recibidas hasta ese momento.

Teniendo en cuenta que la Emisión podrá ser ampliada de 450.000 Participaciones Preferentes Serie C hasta 850.000 Participaciones Preferentes Serie C, el Emisor comunicará a la CNMV, en su caso, el importe finalmente suscrito.

Se prevé expresamente la posibilidad de suscripción incompleta de la Emisión, en cuyo caso el importe de la Emisión quedara reducido a la cantidad efectivamente suscrita. Si al término del Periodo de Solicitudes de Suscripción no se hubiese producido la colocación total, el Emisor reducirá el importe de la Emisión a la cifra colocada declarando la suscripción incompleta de la Emisión. Esta decisión será comunicada a la CNMV.

El Emisor concederá a los suscriptores el derecho a revocar las órdenes de suscripción emitidas si la calificación definitiva emitida por FITCH RATINGS modificara a la baja la calificación preliminar otorgada a la Emisión o si, una vez confirmada, durante el Periodo de Suscripción se modificara a la baja el *rating* asignado a la Emisión, o si se produjera una revisión a la baja del *rating* del Garante o una revisión a la baja en el *rating* asignado a otras emisiones de valores similares emitidos o garantizados por el Garante. En este supuesto, los suscriptores tendrán derecho a revocar las órdenes de suscripción emitidas durante un plazo máximo de dos días hábiles desde que se comunique a CNMV dicha circunstancia mediante la publicación del correspondiente suplemento al Folleto. En caso de que el plazo que mediara entre la publicación del indicado suplemento al Folleto y el fin del Periodo de Suscripción fuera inferior a dos

días hábiles, los suscriptores podrán revocar las órdenes de suscripción durante el plazo máximo de dos días hábiles desde la fecha de publicación del correspondiente suplemento al Folleto, retrasándose en consecuencia la Fecha de Desembolso en uno o dos días hábiles en función de la indicada fecha de publicación del correspondiente suplemento al Folleto. Transcurrido el plazo anteriormente descrito, no se aceptará ninguna revocación.

El Emisor remitirá copia de la calificación definitiva de la Emisión a la CNMV. Asimismo, el Emisor y el Garante notificarán a CNMV la revisión a la baja del *rating* de la Emisión o del Garante o de emisiones de valores similares emitidos o garantizados por el Garante, en su caso. En cualquiera de los indicados casos, notificarán asimismo a CNMV la apertura y el cierre del periodo de revocaciones.

5.1.4. Lugar y forma de tramitar la suscripción

La formulación, recepción y tramitación de las órdenes de suscripción se ajustará al siguiente procedimiento:

La suscripción de las Participaciones Preferentes Serie C se realizará en cualquiera de las oficinas de CAM, dentro del horario de apertura al público. A tal efecto, los suscriptores deberán abrir cuentas de efectivo y de valores en la Entidad Colocadora si no dispusieran de ellas con anterioridad a la formulación de las órdenes de suscripción. La apertura y cancelación de estas cuentas estará libre de gastos.

Adicionalmente, CAM dispone para sus clientes de un servicio telefónico denominado “CAM Directo”. Mediante una llamada telefónica, los clientes con contrato de “CAM Directo” podrán efectuar órdenes de suscripción en los términos indicados más adelante.

La Entidad Colocadora podrá exigir a los peticionarios que efectúen una provisión de fondos para asegurar el pago de los importes de las suscripciones. En este caso, el depósito de la provisión de fondos se remunerará al 7,35% T.A.E. Los citados intereses se devengarán desde el primer día del depósito hasta la Fecha de Desembolso (no incluida). En el supuesto de que dicha provisión de fondos hubiera de ser devuelta, ésta se realizará libre de cualquier gasto o comisión, con fecha valor no más tarde del día hábil posterior al del cierre del Periodo de Solicitudes de Suscripción.

Si por causas imputables a la Entidad Colocadora se produjera un retraso en la devolución de la provisión de fondos, deberá abonar interés de demora al tipo de interés legal vigente, que se devengará desde la fecha en que hubiera debido efectuarse hasta el día siguiente de su devolución efectiva.

Las órdenes de suscripción son irrevocables salvo por lo previsto en el apartado 5.1.3 anterior, y deberán ser otorgadas por escrito y firmadas por el suscriptor en el impreso que CAM deberá facilitarle y del que se entregará copia al cliente. No se aceptará ninguna orden que no posea todos los datos identificativos del suscriptor que vengan exigidos por la legislación vigente para este tipo de operaciones (nombre y apellidos o denominación social y NIF para residentes en España o, tratándose de extranjeros,

Número de Identificación Fiscal de Extranjeros (NIE) expedido por la Administración española). En las órdenes formuladas en nombre de menores de edad deberá recogerse el NIF de su representante legal y el NIF del menor expedido por la Agencia Estatal de la Administración Tributaria, según dispone el Real Decreto 1065/2007, de 27 de julio.

La oficina ante la que se formule la orden de suscripción deberá poner a disposición del peticionario el Folleto y le entregará un resumen explicativo que recoge la información relevante de la Emisión, el cual, una vez analizado por el suscriptor, deberá ser firmado por éste y entregado a la entidad, así como copia de la orden de suscripción realizada.

Las órdenes de suscripción deberán reflejar el número entero de Participaciones Preferentes Serie C que desea suscribir el suscriptor, que deberá ser como mínimo de diez (10) Participaciones Preferentes Serie C. Dicho número se confirmará mediante la firma de la orden por el suscriptor.

La oficina ante la que se formule la orden de suscripción rechazará aquellas órdenes que no cumplan cualquiera de los requisitos exigidos.

Las órdenes de suscripción cursadas a través del servicio “CAM Directo” de CAM referido en este apartado se realizarán conforme al siguiente procedimiento:

- (a) El suscriptor deberá ser cliente de una sucursal u oficina de CAM y deberá tener previamente suscrito el correspondiente contrato para operar a través del citado servicio. Para cursar órdenes de suscripción a través de dicho servicio es requisito previo ser cliente de una sucursal u oficina de CAM.
- (b) CAM pondrá a disposición de los clientes de sucursales u oficinas, desde la fecha de inicio del Periodo de Suscripción, el Resumen de la presente Nota de Valores en todas sus oficinas y sucursales.
- (c) Al cliente se le entrega para utilizar el servicio CAM Directo una Tarjeta Personal de Claves y un Código de Acceso Personal (“CAP”). Cuando el cliente desee operar con CAM Directo, deberá comunicar su DNI, NIE, Pasaporte u otro documento de identidad, su Código de Acceso Personal (CAP) y una de las cincuenta claves existentes en el reverso de su tarjeta, elegida aleatoriamente en cada uso. Los clientes disponen de tres intentos para introducir correctamente las claves.
- (d) Al acceder al servicio “CAM Directo”, y con carácter previo a la operación de suscripción, el operador advertirá al suscriptor de que CAM, de conformidad con la legislación vigente, ha puesto el Resumen de la Nota de Valores a su disposición en su oficina o sucursal correspondiente, procediendo a continuación el operador a confirmar el conocimiento de tal circunstancia por parte del cliente y que conoce el contenido del mismo. Si el cliente manifestase desconocer el contenido del Resumen de la Nota de Valores, el operador le informará de que la operación deberá realizarse a través de una oficina o sucursal.
- (e) El operador confirmará con el cliente que lo es de una sucursal u oficina. Las órdenes telefónicas quedan grabadas, obteniéndose posteriormente comprobante

de la operación solicitada y entregándose al cliente un número de referencia de la operación.

CAM podrá rechazar aquellas órdenes que no estén debidamente cumplimentadas, así como aquellas órdenes que no cumplan cualquiera de los requisitos exigidos por los procedimientos internos establecidos por CAM en virtud de la normativa MIFID para la adquisición de productos complejos, dentro de los cuales se encuadran las participaciones preferentes.

5.1.5. Procesamiento cronológico de órdenes de suscripción

Las órdenes de suscripción se atenderán de forma cronológica, conforme al siguiente procedimiento:

1. La oficina ante la que se formule la orden de suscripción introducirá en su sistema las órdenes de suscripción a medida que sean recibidas por la misma. Las órdenes cursadas por vía telefónica se introducirán asimismo en el sistema a medida que sean cursadas.
2. Considerando que las órdenes de suscripción se atenderán de forma cronológica, CAM atenderá dichas órdenes de suscripción reservando el número de Participaciones Preferentes Serie C correspondiente a las mismas y determinará el importe de la Emisión que se encuentre pendiente de suscribir, incluida su posible ampliación, en su caso.
3. Llegado el caso de que el número total de Participaciones Preferentes Serie C correspondientes a las órdenes tramitadas en un momento dado excediese el número total de Participaciones Preferentes Serie C que aún no hubiesen sido suscritas, se asignará el excedente por orden cronológico. En caso de varias órdenes de suscripción coincidentes en el tiempo, el mencionado excedente de Participaciones Preferentes Serie C se repartirá a prorrata, redondeándose, en su caso, al número entero más próximo.
4. Las distintas sucursales de CAM y el sistema “CAM Directo” están conectados en tiempo real a efectos de cumplir con el procesamiento cronológico de las órdenes de suscripción en la manera indicada.

El Emisor podrá, según su criterio, ampliar la emisión en hasta 450.000 Participaciones Preferentes Serie C adicionales. Este hecho, de producirse, será comunicado a la CNMV el mismo día en que se adopte dicho acuerdo por el Emisor. Una vez realizada dicha comunicación, se podrán seguir tramitando órdenes de suscripción.

En el caso de que producida la ampliación de la Emisión el importe ampliado no fuera colocado por CAM en su totalidad, el Emisor declarará la suscripción incompleta de la Emisión por el importe no colocado.

5.1.6. Desembolso

El desembolso de las peticiones aceptadas se efectuará el 29 de septiembre de 2009 o el día hábil siguiente a aquél en el que se termine, de manera anticipada, el Periodo de Solicitudes de Suscripción por haberse recibido órdenes de suscripción por el importe total de la Emisión (la “**Fecha de Desembolso**”), mediante adeudo en la cuenta corriente, de ahorro o a la vista, asociada a una cuenta de valores, que el suscriptor mantenga con la Entidad Colocadora.

No se cobrará gasto alguno por la apertura y cancelación de las citadas cuentas de efectivo y de valores. Se cobrarán las comisiones correspondientes para cada tipo de cuenta, en concepto de mantenimiento de la misma. Dichas comisiones se podrán consultar por cualquier inversor en las correspondientes tarifas de gastos y comisiones repercutibles, que están obligadas a publicar las entidades sujetas a supervisión del BANCO DE ESPAÑA y la CNMV. Copia de dichas tarifas se pueden consultar en los organismos supervisores mencionados y en la propia entidad.

5.2. Plan de colocación y adjudicación

5.2.1. Categorías de inversores a los que se ofertan 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 CAM 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 CAM.

5.2.2. Plazo y forma de entrega de las Participaciones Preferentes

Las Participaciones Preferentes Serie C estarán representadas mediante anotaciones en cuenta, procediéndose a la inscripción de las mismas en el registro contable de IBERCLEAR y sus Entidades Participantes a favor de los suscriptores.

Una vez inscritas en el registro contable de IBERCLEAR y de sus Entidades Participantes, los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C tendrán derecho a obtener de las Entidades Participantes los certificados de legitimación correspondientes a dichas Participaciones Preferentes Serie C, de conformidad con lo dispuesto en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles. Las Entidades Participantes expedirán dichos certificados de legitimación antes de que concluya el día hábil siguiente a aquel en que se hayan solicitado por los suscriptores.

Las peticiones efectuadas en cualquiera de las oficinas de CAM se atenderán por orden cronológico respetándose lo establecido en el apartado 5.1.5.

5.3. Precios

5.3.1. Precio al que se ofertaran los valores o método para determinarlo y gastos para el suscriptor

El valor nominal unitario de las Participaciones Preferentes Serie C es de 1.000 euros.

Las Participaciones Preferentes Serie C se emiten a la par, no existiendo prima ni descuento en la Emisión.

La suscripción de estas Participaciones Preferentes Serie C se hace libre de gastos para los suscriptores, quienes no vendrán obligados a realizar desembolso alguno por dichos conceptos, sin perjuicio de los gastos, corretajes y comisiones previstos expresamente en sus folletos de tarifas que pueden cobrar las Entidades Participantes de IBERCLEAR en función de operaciones distintas de la suscripción de los valores objeto de esta Nota de Valores.

5.4. Colocación y aseguramiento

5.4.1. Entidades coordinadoras y participantes en la colocación

No existen entidades coordinadoras y participantes en la colocación.

5.4.2. Agente de pagos y entidades depositarias

El Agente de Pagos de la Emisión es CAM. El Agente de Pagos no percibirá comisión alguna por su actuación en relación con la Emisión.

5.4.3. Entidades aseguradoras y colocadora y procedimiento de colocación

La Entidad Colocadora de las Participaciones Preferentes Serie C será Caja de Ahorros del Mediterráneo. En virtud del Contrato de Colocación suscrito por el Emisor y la Entidad Colocadora, ésta se compromete a localizar suscriptores para los valores, aunque no incurra en responsabilidad por no conseguir suscriptores, ya que la Emisión no está asegurada.

La Entidad Colocadora no cobrará comisión por la colocación de estos valores.

5.4.4. Fecha del acuerdo de aseguramiento

No existe aseguramiento de la Emisión.

6. ACUERDOS DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y NEGOCIACIÓN

6.1. Solicitudes de admisión a cotización

El Emisor solicitará la admisión a negociación de las Participaciones Preferentes Serie C en A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA. Para tal efecto, llevará a cabo las correspondientes solicitudes, elaborará y presentará todos los documentos oportunos en los términos que considere convenientes y realizará cuantos actos sean necesarios para

la admisión a negociación de los valores en el plazo máximo de un mes desde su fecha de emisión y desembolso (prevista, inicialmente para el 29 de septiembre de 2009).

El Emisor conoce los requisitos y condiciones que se exigen para la admisión a negociación, permanencia y exclusión de las Participaciones Preferentes Serie C según la legislación vigente y los requisitos de sus organismos reguladores, comprometiéndose a su cumplimiento.

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

A la fecha de registro de esta Nota de Valores, los valores del Emisor y de otras entidades del Grupo CAM admitidos a cotización de la misma clase que las Participaciones Preferentes Serie C son los siguientes:

- (i) El Emisor tiene admitidas a cotización en A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA quinientas mil (500.000) Participaciones Preferentes Serie A de seiscientos (600) euros de valor nominal cada una, por un importe total de trescientos millones de (300.000.000) euros, garantizadas por el Garante, siendo el 16 de agosto de 2001 su fecha de emisión. El folleto informativo de dicha emisión fue registrado en la CNMV el 15 de marzo de 2001. Las Participaciones Preferentes Serie A tienen la siguiente remuneración: dividendo variable, referenciado al EURIBOR a tres meses más un margen del 0,25%, revisable cada tres meses, preferente y no acumulativo.
- (ii) Asimismo, el Emisor tiene admitidas a cotización en el A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA doscientas sesenta y seis mil (266.000) Participaciones Preferentes Serie B de seiscientos (600) euros de valor nominal cada una, por un importe total de ciento cincuenta y nueve millones seiscientos mil (159.600.000) euros, garantizadas por el Garante, siendo el 16 de agosto de 2002 su fecha de emisión. El folleto informativo de dicha emisión fue registrado en la CNMV el 17 de mayo de 2002. Las Participaciones Preferentes Serie B tienen la siguiente remuneración: dividendo variable, referenciado al EURIBOR a tres meses más un margen del 0,20%, preferente y no acumulativo.

6.3. Entidades de liquidez

Las Participaciones Preferentes Serie C de la presente Emisión cotizaran en A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA.

Adicionalmente, el Emisor ha formalizado un Contrato de Liquidez con Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA) (la “**Entidad de Liquidez**”).

En virtud de dicho contrato, CECA se compromete a ofrecer liquidez en el mercado español a los titulares de Participaciones Preferentes Serie C. En concreto, se obliga a cotizar precios de compra y venta en firme de las Participaciones Preferentes Serie C. Los precios que coticen la Entidad de Liquidez serán fijados en función de las condiciones de mercado existentes en cada momento, teniendo en cuenta la rentabilidad de la Emisión y la situación de los mercados de renta fija en general, pudiendo la

Entidad de Liquidez decidir los precios de compra y venta que cotice y cambiar ambos cuando lo considere oportuno. La diferencia entre el precio de compra y de venta cotizados por la Entidad de Liquidez no será superior al 10 % en términos de TIR, con un máximo de 50 puntos básicos también en términos de TIR y nunca será superior a un 1 % en términos de precio. Dichos precios de compra y venta estarán en función de las condiciones de mercado, pudiendo la Entidad de Liquidez decidir los precios de compra y venta que cotice y cambiarlos cuando lo considere oportuno con sujeción a las limitaciones indicadas, pero sin perjudicar injustificadamente la liquidez de las Participaciones Preferentes.

Los precios cotizados por la Entidad de Liquidez serán vinculantes para órdenes de compra y venta de Participaciones Preferentes Serie C por importe de hasta 100.000 euros por operación.

La Entidad de Liquidez se obliga a difundir diariamente los precios que cotice a través de la pantalla de información financiera Reuters, página CECA o aquella que pudiera sustituirla.

La Entidad de Liquidez difundirá con la periodicidad que los volúmenes contratados requieran y, como mínimo, mensualmente, los indicados volúmenes, sus precios medios y vencimientos, a través de A.I.A.F MERCADO DE RENTA FIJA.

La Entidad de Liquidez quedará exonerada de sus responsabilidades de liquidez cuando se produzcan cambios en las circunstancias estatutarias, legales o económicas del Emisor o del Garante en que se aprecie de forma determinante una disminución de su solvencia; o ante un supuesto de fuerza mayor o de alteración extraordinaria de las circunstancias del mercado que hicieran excepcionalmente gravoso el cumplimiento del contrato de liquidez. Este supuesto será comunicado a la CNMV y a A.I.A.F MERCADO DE RENTA FIJA.

La Entidad de Liquidez podrá excusar el cumplimiento de sus obligaciones de dar liquidez cuando las Participaciones Preferentes en libros que ostente de forma individual, adquiridas directamente en el mercado en cumplimiento de su actuación como Entidad de Liquidez, sea superior al 10 % del importe efectivo de la Emisión. Este supuesto será comunicado a la CNMV y a A.I.A.F MERCADO DE RENTA FIJA.

En cualquier caso, una vez las citadas circunstancias hayan desaparecido, la Entidad de Liquidez estará obligada a reanudar el cumplimiento de sus obligaciones de acuerdo con lo dispuesto en el presente Contrato. La reanudación será comunicada a la CNMV y a A.I.A.F MERCADO DE RENTA FIJA.

El contrato de liquidez tendrá una duración de cinco (5) años desde la fecha de su firma, prorrogándose tácitamente a su vencimiento por periodos de un año. No obstante se prevé la resolución del mismo por renuncia o incumplimiento, en cuyo caso tanto el Emisor como CECA se obligan a realizar sus mejores esfuerzos para localizar una entidad que siga desarrollando las funciones de Entidad de Liquidez, de manera que el contrato seguirá desplegando todos sus efectos en tanto el Emisor no haya celebrado un nuevo contrato de características similares a las del contrato con otra u otras entidades de contrapartida y que esta nueva entidad de liquidez inicie sus funciones.

La resolución del contrato de liquidez será comunicada a la CNMV por el Emisor con una antelación mínima de 15 días hábiles a su fecha de efecto.

7. INFORMACIÓN ADICIONAL

7.1. Personas y entidades asesoras de la emisión

No aplicable.

7.2. Información de la nota de valores revisada por los auditores

En la presente Nota de Valores no se incluye ninguna información que haya sido objeto de auditoría o revisión por los auditores.

7.3. Otras informaciones aportadas por terceros

A fin de evaluar las condiciones financieras de la Emisión, CAM CAPITAL, S.A.U. ha obtenido la opinión de KPMG Asesores, S.L. y de Analistas Financieros Internacionales, S.A., consultoras independientes especializadas. Se adjuntan como Anexo copia de dichas opiniones.

7.4. Vigencia de las informaciones aportadas por terceros

No aplicable.

7.5. Rating

La agencia de *rating* Fitch Ratings ha asignado la calificación provisional de BBB- a esta Emisión de Participaciones Preferentes Serie C. Esta agencia se reserva el derecho a variar en cualquier momento esta calificación.

El Emisor concederá a los suscriptores el derecho a revocar las órdenes de suscripción si la calificación definitiva no confirma la citada calificación preliminar otorgada por la agencia de *rating* o, una vez confirmada, durante el Periodo de Suscripción se modificara a la baja el *rating* asignado a la Emisión, tal y como se detalla en el apartado 5.1.3 de la presente Nota de Valores.

El Emisor remitirá copia de la calificación definitiva a la CNMV y, en el supuesto de que se modificara a la baja la calificación otorgada a la Emisión, le notificará igualmente la apertura y cierre del periodo de revocaciones.

La calificación provisional BBB- otorgada a la presente Emisión indica que existe una expectativa de riesgo de crédito baja. La capacidad para el pago de la Retribución y, en su caso, del Precio de Amortización, de manera puntual es adecuada, aunque cambios adversos en circunstancias y en condiciones económicas podrían afectar esta capacidad.

Asimismo, a la fecha de registro de la presente Nota de Valores, CAM, entidad garante de la Emisión y titular del 100% de las acciones ordinarias y derechos de voto del Emisor, tiene asignadas las siguientes calificaciones:

	Corto	Largo	Fecha última revisión	Perspectiva
Moody's	P - 1	A2	mayo-09	En revisión para descenso
Fitch Ratings	F 2	A -	junio-09	Negativa

Las escalas de calificación empleadas por las agencias citadas son las siguientes:

(i) Moody's Investors Service

La escala de rating de Moody's es la siguiente:

Ratings de deuda a largo plazo (vencimiento igual o superior a un año)

		Significado
Categoría de Inversión	Aaa	Máxima calidad
	Aa1, Aa2, Aa3	Grado Superior
	A1,A2,A3	Grado medio-superior
	Baa1, Baa2, Baa3	Grado medio
Categoría Especulativa	Ba1, Ba2, Ba3	Elementos especulativos
	B1, B2, B3	carece de las características de una inversión deseable
	Caa1, Caa2, Caa3	títulos de baja solvencia
	Ca	altamente especulativos
	C	el rating más bajo, perspectivas extremadamente bajas de alcanzar cualquier tipo de estatus apto

Ratings de deuda a corto plazo (vencimiento inferior a un año)

	Significado
Prime-1	Alto grado de solvencia- máxima calidad
Prime-2	Fuerte capacidad de pago
Prime -3	Capacidad satisfactoria
Not prime	Capacidad de pago inferior a categorías inferiores- asimilable a categoría especulativa

(ii) Fitch Ratings

Los rangos de calificaciones de Fitch Ratings son los siguientes:

Calificaciones de riesgo de crédito a largo plazo

		Significado
Categoría de Inversión	AAA	Calidad crediticia máxima
	AA	Calidad crediticia muy elevada.
	A	Calidad crediticia elevada
	BBB	Calidad crediticia buena
Categoría Especulativa	BB	Especulativo
	B	Altamente especulativo
	CCC, CC, C	Alto riesgo de impago
	DDD, DD, D	Impago

Calificaciones de Riesgo de Crédito a Corto Plazo

	Significado
F1	Calidad crediticia máxima.
F2	Calidad crediticia buena.
F3	Calidad crediticia adecuada.
B	Especulativo.
C	Riesgo de impago elevado.
D	Impago

Los indicadores "+" o "-" en una calificación indican una mejor o peor posición relativa dentro de cada categoría de calificación.

Estas calificaciones crediticias no constituyen una recomendación para comprar, vender o ser titular de valores. Las calificaciones crediticias pueden ser revisadas, suspendidas o retiradas en cualquier momento por las agencias de calificación responsables de las mismas.

Si durante el Periodo de Suscripción se produjera una revisión a la baja del *rating* del Garante se abriría igualmente un periodo de revocación de órdenes de suscripción durante un periodo de dos días hábiles, en los términos indicados con anterioridad.

Las mencionadas calificaciones crediticias son sólo una opinión de la agencia correspondiente y no suplen o sustituyen la necesidad de que los potenciales inversores efectúen sus propios análisis sobre CAM o las participaciones preferentes que se pretenden adquirir.

CAM CAPITAL, S.A., Sociedad Unipersonal

La calificación es una evaluación de la capacidad y compromiso jurídico de un emisor para efectuar los pagos de intereses y amortización del principal en los casos previstos en las condiciones de la emisión. La función de las calificaciones en los mercados financieros es la de proporcionar una medida del riesgo de incumplimiento en el pago de intereses, dividendos o principal de una inversión de renta fija.

En Alicante, 9 de junio de 2009,

CAM CAPITAL, S.A.U.

P.p.

D. Juan Luis Sabater Navarro

IV. GARANTÍA

1. NATURALEZA DE LA GARANTÍA

CAM garantiza la Emisión de forma solidaria e irrevocable, de conformidad con el acuerdo de garantía (la “**Garantía**”) otorgado por el Consejo de Administración en su reunión de fecha 26 de febrero de 2009 y mediante la firma del presente Folleto, en los términos que se relacionan en la presente sección.

Siempre que los titulares de Participaciones Preferentes Serie C tengan derecho a percibir Remuneración de acuerdo con lo dispuesto en el apartado III.4.7 de la Nota de Valores, el Garante se compromete irrevocable e incondicionalmente a pagar a los titulares de Participaciones Preferentes Serie C (excepto en la medida en que dichos importes sean hechos efectivos por el Emisor) la totalidad de los Pagos Garantizados (tal y como este término se define en el apartado 2.1 posterior), en la forma y en el momento en que sean debidos, con independencia de cualquier excepción, derecho de compensación o reconvención que pueda corresponder al Emisor o ser invocado por éste.

2. ALCANCE DE LA GARANTÍA

2.1. Pagos Garantizados

CAM garantizará de forma directa e incondicional los pagos debidos por el Emisor en virtud de las participaciones emitidas y no pagados por éste a su vencimiento.

A los efectos de esta Garantía, se entiende por Pagos Garantizados, sin duplicidad:

- (i) cualquier Remuneración de las Participaciones Preferentes Serie C devengada y no pagada, correspondiente al periodo de devengo más próximo;
- (ii) el Precio de Amortización de las Participaciones Preferentes Serie C amortizadas por el Emisor de acuerdo con los apartados III.4.8.1 y III.4.8.2 de la Nota de Valores.
- (iii) la Cuota de Liquidación que corresponda a cada Participación Preferente Serie C en caso de liquidación, y que será igual al importe nominal de cada participación más la Remuneración devengada y no pagada hasta la fecha de pago.

Por lo que respecta al concepto contenido bajo el epígrafe (i) anterior, el Garante únicamente tendrá obligación de abonar la mencionada Remuneración cuando los titulares tengan derecho a percibirla (es decir, siempre y cuando lo permita la normativa de BANCO DE ESPAÑA sobre recursos propios y el Beneficio Distribuible sea suficiente) pero el Emisor no realice el pago de la Remuneración. En caso contrario, los titulares de Participaciones Preferentes Serie C no podrán dirigirse al Garante para reclamarle el pago. Este punto se desarrolla en el apartado 2.1.1.1 siguiente.

En cuanto al concepto contenido bajo el epígrafe (iii), la Cuota de Liquidación que el Garante tenga obligación de abonar podrá verse reducida por la existencia de un proceso de: (a) disolución o liquidación del Garante, o de (b) reducción de sus fondos propios y de sus cuotas participativas a cero, sin liquidación del Garante y con un aumento simultáneo del fondo fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas, tal y como se establece en el apartado 2.1.1.2 siguiente.

2.1.1.1. Limitaciones de los Pagos Garantizados en relación con la Remuneración de las Participaciones Preferentes Serie C

El Garante no estará obligado a realizar Pagos Garantizados en relación con la Remuneración de las Participaciones Preferentes Serie C:

- (i) En la medida en que dicho pago, junto con cualquier Remuneración pagada durante el ejercicio en curso y con aquellas remuneraciones que se propone abonar durante el periodo de devengo en curso, en cada caso respecto de (a) todas las participaciones preferentes emitidas por el Emisor y por cualquier otra Filial que se encuentren garantizadas por el Garante en los mismos términos que las Participaciones Preferentes Serie C (incluidas estas últimas) y (b) cualesquiera participaciones preferentes o valores equiparables emitidas por el Garante que se sitúen, en cuanto a la participación en beneficios, al mismo nivel que las obligaciones del Garante asumidas en este Folleto, excediera del Beneficio Distribuible correspondiente al ejercicio anterior como queda definido en el apartado III.4.7.1b.1 de la Nota de Valores.

A efectos de lo establecido en el párrafo anterior, se contabilizarán como remuneraciones aquéllas que hayan sido satisfechas tanto directamente por el Emisor correspondiente como por CAM en virtud de la correspondiente garantía.

- (ii) Aunque el Beneficio Distribuible fuera suficiente, en la medida en que, de acuerdo con la normativa bancaria española aplicable a las entidades de crédito que no cumplan sus coeficientes de recursos propios individualmente o en base consolidada, el Garante se viera obligado a limitar sus pagos respecto de las cuotas participativas emitidas (excepto pagos procedentes del fondo de estabilización, en su caso) o la asignación de dotaciones al fondo obra benéfico social (excepto aquéllas efectuadas en virtud de lo establecido en el artículo 11.5 de la Ley 13/1985), en los mismos términos indicados en el apartado III.4.7.1 de la Nota de Valores en cuanto al pago de la Remuneración de las Participaciones Preferentes Serie C en los supuestos allí indicados.

2.1.1.2. Limitaciones de los Pagos Garantizados en relación con las Cuotas de Liquidación de las Participaciones Preferentes Serie C

Si en el momento en que el Garante tuviera que efectuar pagos de Cuotas de Liquidación en relación con las Participaciones Preferentes Serie C se hubieran iniciado, o estuvieran pendientes de ser iniciados, los trámites para la disolución o liquidación del Garante, o para la reducción de sus fondos propios y de sus cuotas participativas a cero, sin liquidación del Garante y con un aumento simultáneo del

fondo fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas, dichos pagos junto con cualquier otra cuota de liquidación pagadera en relación a todas aquellas participaciones preferentes del Emisor y de cualesquiera otras Filiales que se encuentren garantizadas por el Garante en los mismos términos que las Participaciones Preferentes Serie C así como, en su caso, de los valores equiparables que pueda emitir el Garante, no excederán las Cuotas de Liquidación que se hubieran pagado con cargo a los activos del Garante si todos los valores citados hubieran sido emitidos por el Garante; y se hubiesen situado, en orden de prelación:

- (i) por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados del Garante (con exclusión de cualquier garantía o derecho contractual con el mismo rango o inferior que la presente Garantía);
- (ii) al mismo nivel que cualquier garantía equiparable a la prestada por el Garante a los valores objeto del presente Folleto y con los valores equiparables que, en su caso, pueda emitir el Garante; y
- (iii) por delante de la cuotas participativas emitidas por el Garante a fecha de hoy y de aquellas otras cuotas participativas adicionales que, en su caso, pueda emitir el Garante, así como, únicamente en el supuesto de liquidación del Garante, por delante de las obras benéfico-sociales (la OBS) del Garante en cuanto al destino del remanente que pudiera quedar una vez atendidas todas las obligaciones del Garante.

Todo ello después de haberse satisfecho, de acuerdo con lo establecido en la legislación española, a todos los acreedores del Garante, incluyendo tenedores de su deuda subordinada, pero excluyendo a los beneficiarios de cualquier garantía o derecho contractual que se sitúen, en orden de prelación, al mismo nivel que, o por detrás de, la Garantía.

En caso de (i) disolución o liquidación del Garante, o de (ii) reducción de sus fondos propios y de sus cuotas participativas a cero, sin liquidación del Garante y con un aumento simultáneo del fondo fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas, el Garante decidirá la disolución y liquidación del Emisor.

2.2. Retenciones

Los Pagos Garantizados efectuados en virtud de la Garantía respecto de cada una de las Participaciones Preferentes Serie C se efectuarán con las retenciones o deducciones a cuenta de impuestos, tributos, gravámenes o exacciones de cualquier naturaleza que correspondan de conformidad con la legislación fiscal española vigente en cada momento.

2.3. Pagos a prorrata

En el caso de que las cantidades descritas en el apartado 2.1 anterior no fuesen pagaderas en su totalidad por razón de las limitaciones señaladas en los apartados 2.1.1.1 y 2.1.1.2, dichas cantidades se abonarán a prorrata en proporción a las cantidades que se habrían pagado de no haber existido tales limitaciones.

2.4. Características de las obligaciones del Garante bajo la Garantía

- (i) El Garante renuncia a cualquier derecho o beneficio (de excusión, división u orden) que según la legislación española pudiera corresponderle en relación con la oposición a la realización de cualquier pago en virtud de la Garantía.
- (ii) Las obligaciones y compromisos del Garante no se verán afectados por ninguna de las siguientes circunstancias:
 - a) la renuncia, bien por aplicación de algún precepto legal o por cualquier otra razón, a que el Emisor cumpla con algún compromiso, término o condición, implícito o explícito, relativo a las Participaciones Preferentes Serie C; o
 - b) la prórroga de la fecha de pago tanto de la Remuneración, como del Precio de Amortización, o de la Cuota de Liquidación o de cualquier otra cantidad debida en relación con las Participaciones Preferentes Serie C, o la prórroga otorgada para el cumplimiento de cualquier otra obligación relacionada con las Participaciones Preferentes Serie C; o
 - c) cualquier incumplimiento, omisión o retraso por parte de los titulares en el ejercicio de los derechos otorgados por las Participaciones Preferentes Serie C; o
 - d) la liquidación, disolución, venta de cualquier bien dado en garantía, procedimiento concursal o renegociación de deuda que afecten al Emisor; o
 - e) cualquier defecto o invalidez de las Participaciones Preferentes Serie C; o
 - f) la transacción sobre cualquier obligación garantizada por la Garantía o contraída en virtud de la Garantía.

Los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C no tendrán obligación de comunicar al Garante el acaecimiento de alguno de los supuestos antes descritos ni de obtener su consentimiento en relación con los mismos.

Las obligaciones del Garante son independientes de las del Emisor, quedando aquél obligado como deudor principal, y no podrá exigirse de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C que agoten cualesquiera de sus derechos o adopten cualquier acción legal contra el Emisor antes de dirigirse contra el Garante.

- (iii) El Garante se subrogará en todos los derechos de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C frente al Emisor en relación con las cantidades que el Garante hubiera hecho efectivas a dichos titulares en virtud de la Garantía. El Garante no podrá ejercitar los derechos de los que sea titular como consecuencia de la subrogación si, en el momento de reclamar el pago al

Emisor, existieran cantidades debidas y pendientes de pago en virtud de la Garantía, salvo que estuviese obligado a ello en virtud de disposiciones legales de obligado cumplimiento. Si el Garante recibiera alguna cantidad por vía de la subrogación incumpliendo lo dispuesto en este apartado, se compromete a abonar al importe así percibido a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C.

2.5. Otras obligaciones del Garante en virtud de la Garantía

- (i) El Garante se compromete a no emitir valores que se sitúen, en orden de prelación, por delante de sus obligaciones derivadas de la presente Garantía y a no garantizar pagos en relación con participaciones preferentes de cualquier Filial si dicha garantía se situara, en orden de prelación, por delante de la presente Garantía (incluyendo, a título meramente enunciativo, cualquier garantía que pudiera otorgar una prioridad de pago en relación con el Beneficio Distribuible), salvo que (a) la presente Garantía se modifique para otorgar a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C los mismos derechos contemplados en esa otra garantía, de forma que la presente Garantía se sitúe, en orden de prelación, al mismo nivel, y tenga derechos en relación con el Beneficio Distribuible sustancialmente iguales a los de los citados valores o a los de la citada garantía y (b) la Remuneración de las Participaciones Preferentes Serie C más reciente haya sido pagada íntegramente por el Emisor o por el Garante en virtud de la Garantía.
- (ii) Cualquier cantidad que deba ser pagada por el Garante de acuerdo con esta garantía en relación con la Remuneración más próxima, será pagada con anterioridad a:
 - (a) cualquier distribución a los titulares de cuotas participativas del Garante, si las hubiere, incluyendo aplicaciones al fondo de estabilización, en su caso, pero excluyendo: (i) distribuciones a los cotapartícipes con cargo al fondo de estabilización, en su caso, y (ii) distribuciones en forma de valores del Garante que se sitúen, en orden de prelación, por detrás de las obligaciones del Garante derivadas de la presente Garantía; y
 - (b) cualquier distribución a los titulares de cualesquiera otros valores emitidos por el Garante con un orden de prelación por detrás de las obligaciones del Garante derivadas de la presente Garantía, si los hubiere.

Sin perjuicio de lo anterior, podrían existir determinados supuestos en los que, aún dándose alguno de los motivos señalados en este Folleto que justifiquen que no se pague la Remuneración a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C, el Garante distribuya cantidades al fondo de la obra benéfico-social. Dichos supuestos son, aparte de aquellos que puedan ser autorizados excepcionalmente por el Ministerio de Economía y Hacienda de acuerdo con el art. 11.5 de la Ley 13/1985, los siguientes:

- (a) En el supuesto de que, en un determinado ejercicio, el Garante obtenga beneficios en su cuenta de pérdidas y ganancias individual, pero el Grupo del Garante obtenga pérdidas o resultado cero (o beneficios en cuantía no suficiente).
- (b) En el supuesto de que: (i) el Garante o su Grupo tengan un déficit de recursos propios respecto de los legalmente exigidos, (ii) el Garante y su Grupo obtengan beneficios, y (iii) el BANCO DE ESPAÑA autorice la distribución de cantidades al fondo de la obra benéfico-social pero no a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C.

Asimismo, en el supuesto de que cualquier remuneración no sea abonada a las Participaciones Preferentes Serie C, el Garante se compromete (por sí y por cualquier Filial) a no amortizar, recomprar o adquirir cualesquiera otros valores que, en orden de prelación, se sitúen al mismo nivel o por detrás de las obligaciones del Garante en virtud de la presente Garantía (ya hayan sido emitidos directamente por el Garante, ya por una Filial con el beneficio de una garantía del Garante con un rango igual o inferior al de la presente Garantía), salvo mediante conversión o canje por cuotas participativas u otros valores del Garante que se sitúen, en orden de prelación, por detrás de la presente Garantía, hasta el momento en que el Emisor o el Garante hayan reanudado el pago de, o hayan asignado el importe correspondiente para el pago de la totalidad de la remuneración de las participaciones preferentes en circulación correspondientes a cuatro periodos trimestrales consecutivos de devengo.

En relación con dicho compromiso, se hace constar que, por lo que se refiere a las cuotas participativas y sin perjuicio de las obligaciones asumidas en este Folleto por el Garante, conforme al artículo 7 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 Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, el Garante podrá realizar adquisiciones derivativas de cuotas participativas siempre que el valor nominal de las cuotas participativas que obren en poder de la entidad o de su Grupo no exceda del 5 % de las cuotas participativas totales emitidas.

- (iii) El Garante se compromete a que los términos y condiciones de futuras emisiones de cuotas participativas cumplan con las estipulaciones y limitaciones contenidas en esta Garantía en relación con los pagos a los titulares de cuotas participativas.
- (iv) El Garante se compromete a mantener la titularidad del 100% de las acciones ordinarias del Emisor, de forma directa o indirecta, mientras existan Participaciones Preferentes Serie C en circulación.

2.6. Finalización de la Garantía

En relación con las Participaciones Preferentes Serie C, la Garantía vencerá y quedará sin efecto cuando se haya producido la amortización total de las Participaciones

Preferentes Serie C, o cuando se hayan pagado íntegramente las Cuotas de Liquidación de las mismas. Sin embargo, en caso de que algún titular se viera obligado a restituir alguna de las cantidades pagadas en virtud de las Participaciones Preferentes Serie C o de la Garantía por la razón que fuera, la Garantía quedará restablecida de forma automática.

2.7. Varios

- (i) Los acuerdos y compromisos contenidos en la Garantía vincularán asimismo a los sucesores o cesionarios del Garante. El Garante no transmitirá sus obligaciones derivadas de la presente Garantía sin el previo consentimiento de los titulares de Participaciones Preferentes Serie C representativos de, al menos, las dos terceras partes de las Cuotas de Liquidación. Dicho consentimiento será obtenido de acuerdo con el procedimiento establecido en el apartado III.4.6.2 de la Nota de Valores. Lo anterior se entiende sin perjuicio del derecho del Garante a fusionarse con o a transmitir o a ceder todos, o sustancialmente todos, sus activos a, otra entidad, sin el consentimiento de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C.
- (ii) Esta Garantía sólo podrá ser modificada por escrito por el Garante con el consentimiento previo de los titulares de Participaciones Preferentes Serie C que representen al menos las dos terceras partes de las Cuotas de Liquidación, de acuerdo con el procedimiento establecido en el apartado III.4.6.2 de la Nota de Valores.

Se exceptúan de lo dispuesto en el párrafo anterior, los cambios:

- a) que se lleven a cabo en virtud de lo dispuesto en el apartado 2.5(i) anterior;
- b) que no afecten negativamente a los derechos de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C; o
- c) necesarios para llevar a efecto cualquiera de las operaciones de fusión, transmisión o cesión contempladas en el apartado (i) anterior.

En dichos supuestos el Garante podrá modificar la Garantía sin el consentimiento de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C.

Cualquier modificación de la Garantía respetará el carácter solidario, irrevocable y subordinado de la misma de acuerdo con la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985.

- (iii) Cualquier notificación que haya de realizarse al Garante será dirigida por fax (confirmado por carta enviada por correo) a:

CAJA DE AHORROS DEL MEDITERRÁNEO

Avenida Óscar Esplá 37

Alicante, 03007

Tel: 965 905282

Fax: 965 901084

Atención: D. Jose Fco. Almécija Furio (Director Información Corporativa)

- (iv) Las notificaciones que deba realizar el Garante a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie C en virtud de la Garantía se llevarán a cabo mediante la publicación en un periódico de difusión nacional en España.
- (v) Cualquier notificación que deba realizar el Garante que pueda ser calificada como información relevante a la luz de la normativa española del mercado de valores, será comunicada, también a la CNMV.
- (vi) A efectos de la Garantía, no se tendrán en consideración las Participaciones Preferentes Serie C que pudieran hallarse en poder del Garante o de cualquiera sociedad en la que el Garante sea titular del 20 % o más de los derechos de voto, para fijar las mayorías necesarias para la aprobación de modificaciones, cesiones, etc.

2.8. Ley Aplicable

La presente Garantía se registrará por la legislación común española y se interpretará de acuerdo con la misma.

2.9. Prelación de créditos

Tal y como se establece en la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, según la redacción dada por la Disposición Adicional Tercera de la Ley 19/2003 y se recoge en el acuerdo del Consejo de Administración del Garante de fecha 26 de febrero de 2009, las Participaciones Preferentes Serie C se sitúan en orden de prelación:

- (i) por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados del Garante (con exclusión de cualquier garantía o derecho contractual con el mismo rango o inferior que la presente Garantía);
- (ii) al mismo nivel que cualquier garantía equiparable a la prestada por el Garante a los valores objeto del presente Folleto y con los valores equiparables que, en su caso, pueda emitir el Garante; y
- (iii) por delante de la cuotas participativas emitidas por el Garante a la fecha de la presente Nota de Valores y de aquellas otras cuotas participativas que, en su caso, pueda emitir el Garante, así como, únicamente en el supuesto de liquidación del Garante, por delante de las obras benéfico-sociales (la OBS) del Garante en cuanto al destino del remanente que pudiera quedar una vez atendidas todas las obligaciones del Garante.

Los titulares de Participaciones Preferentes Serie C, por el mero hecho de su suscripción, renuncian a cualquier orden de prelación distinto que pudiera conferirles la normativa aplicable en cada momento y, en particular, el que pudiera resultar de la aplicación de lo dispuesto en los artículos 92 y 158 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

3. INFORMACIÓN SOBRE EL GARANTE

La información relativa al Garante se encuentra disponible en el Documento de Registro del Garante registrado en los Registros Oficiales de la CNMV el 26 de junio de 2008 como parte integrante del Folleto Informativo de Emisión de Cuotas Participativas de CAM.

A fin de actualizar la información contenida en el Documento de Registro del Garante, se incorporan por referencia las Cuentas Anuales (Balance, Cuenta de Pérdidas y Ganancias, Memoria, Estado de Cambios en el Patrimonio Neto y Estado de Flujos de Efectivo) e Informe de Gestión tanto individuales como del Grupo consolidado de CAM del ejercicio 2008, formuladas por el Consejo de Administración de CAM en su reunión celebrada el 26 de febrero de 2009 y auditadas, y que se someterán a la aprobación de la Asamblea General ordinaria de CAM que se celebrará el próximo 8 de junio de 2009. Dichas Cuentas Anuales, junto con el Informe de Auditoría, se encuentran depositadas ante la CNMV y en el domicilio de CAM. Asimismo, se pueden consultar en la página web de CAM: www.cam.es.

Asimismo, se incorpora por referencia el informe anual de gobierno corporativo depositado en CNMV con fecha 26 de febrero de 2009, así como los hechos relevantes comunicados a la CNMV desde la fecha de registro del Documento de Registro de CAM inscrito en los Registros Oficiales de CNMV con fecha 26 de junio de 2008 y hasta la fecha de registro de esta Nota de Valores.

Desde la fecha de verificación del Documento de Registro de CAM, no se ha producido ningún hecho significativo que pueda afectar a la Emisión distinto de los contenidos en los anteriores documentos incorporados por referencia.

4. DOCUMENTOS PARA CONSULTA

La Garantía se podrá consultar en el domicilio social del Emisor.

En Alicante a 9 de junio de 2009

CAJA DE AHORROS DEL MEDITERRÁNEO

P.p.

D. Francisco José Martínez García

ANEXO I

Copia de las opiniones de
KPMG Asesores, S.L. y de Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Caja de Ahorros del Mediterráneo

Informe de emisión de
participaciones preferentes de
Caja de Ahorros del Mediterráneo

KPMG Asesores, S.L.

Junio de 2009

Este informe contiene 20 páginas

Ref.:2009j09eaj1

Caja de Ahorros del Mediterráneo
C/San Fernando, 40
03001 - Alicante

A la atención de:
D. José Almécija

Nuestra ref 2009j09eaj1

Contacto 91 456 82 42

9 de junio de 2009

Emisión de participaciones preferentes de Caja de Ahorros del Mediterráneo

Muy Señores Nuestros:

Atendiendo a su solicitud, a continuación les presentamos nuestro análisis sobre la razonabilidad del spread pagadero en una posible emisión de participaciones preferentes por parte de Caja de Ahorros del Mediterráneo (en adelante, CAM), con posibilidad de amortización anticipada a partir del quinto año.

Objetivo, alcance y otras consideraciones relevantes

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

- 1.- Cálculo del rendimiento de un Floating Rate Note perpetuo, medido como spread sobre el Euribor, equivalente a la estructura de la transacción.
 - Calcular el spread equivalente para un Floating Rate Note perpetuo del valor sobre Euribor de los pagos fijos a pagar trimestralmente durante los dos primeros años.
 - Calcular el spread equivalente para un Floating Rate Note perpetuo del valor sobre Euribor de los pagos fijos a pagar sobre el Euribor trimestralmente desde el año 3.
 - Calcular el spread equivalente para un Floating Rate Note perpetuo del valor del floor sobre el total de intereses desde el año 3.
 - En relación al cálculo del spread equivalente para un Floating Rate Note perpetuo del valor de las opciones de cancelación trimestrales de toda la estructura, la existencia de determinados elementos difícilmente valorables como son las condiciones del mercado de crédito a la fecha de la opción de amortización anticipada, la demanda específica para este tipo de productos, las necesidades de capital del emisor así como las exigencias regulatorias por parte del Banco de España, han motivado que la opción de cancelación no haya sido valorada.
 - Con todos los cálculos realizados en los pasos anteriores, calcular el spread que haría equivalente la estructura propuesta con la que resultaría de un Floating Rate Note perpetuo con rendimiento del Euribor más dicho spread (sin considerar la opción de cancelación).

2.- Razonabilidad del spread medido en puntos básicos sobre Euribor calculado en el punto anterior respecto a una participación preferente emitida por CAM.

- Calidad crediticia de CAM según las agencias de rating.
- Análisis de la información disponible relativa al spread del CDS sobre CAM correspondiente a los meses anteriores (si aplica).
- Comparación de los ratings y CDS de CAM con entidades similares españolas y europeas (si aplica).
- Contraste del rendimiento planteado con emisiones recientes realizadas por otras entidades en el mercado minorista.
- Contraste del rendimiento planteado con emisiones recientes realizadas por otras entidades en el mercado mayorista.
- Contraste del rendimiento planteado con emisiones recientes realizadas por la propia entidad (si aplica).
- Contraste del rendimiento planteado con la cotización del CDS (si aplica).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1. Descripción de la operación analizada

Las características principales de la emisión de participaciones preferentes a emitir por CAM para el mercado minorista sobre la que hemos realizado nuestros análisis son:

- Emisor: Caja de Ahorros del Mediterráneo
- Fecha de emisión y desembolso: Junio – Julio 2009
- Importe: 450 millones de euros
- Nominal unitario: 10.000 euros
- Rating del emisor: A- / A2 (resp. s/Fitch y s/Moody's)
- Rating provisional de la emisión: BBB- / Baa1 (resp. s/Fitch y s/Moody's)
- Mercado de cotización: AIAF
- Plazo: A perpetuidad, con opción de amortización anticipada trimestralmente a partir de los cinco años desde la fecha de desembolso, es decir a cada fecha de pago de cupón.
- Fórmula del cupón:
 - Del Año 1 – 2: 7,35 % fijo anual, que se pagará trimestralmente.
 - Del Año 3 en adelante: Euribor 3 meses + 590 pbs, con un floor sobre el total de intereses del 6,80 %.
 - Se fijará y se pagará el cupón de manera trimestral.
 - La distribución de la retribución de las participaciones preferentes emitidas por CAM está condicionada a la obtención de beneficio distribuible suficiente y a las limitaciones impuestas por la normativa bancaria sobre recursos propios. Si por estas razones no se pagaran en todo o en parte las retribuciones correspondientes a los titulares de estas participaciones preferentes, se perderá el derecho a percibir dicha retribución, no teniendo por qué afectar al pago de la retribución futura.
- Opción de cancelación: opción de amortización anticipada trimestralmente a partir de los cinco años desde la fecha de desembolso, a favor del emisor, es decir a cada fecha de pago de cupón.

Es de destacar, comparando con otras emisiones similares, el alto importe de la inversión mínima exigida, concretamente 10.000 euros, lo que es de esperar que conlleve que el perfil del cliente inversor de este producto tenga una mayor cualificación.

2. Equivalencia de la estructura

La estructura a analizar paga un tipo fijo del 7,35 % durante sus dos primeros años, y Euribor 3 meses + 5,90 %, con un floor sobre el total de intereses de 6,80 %, desde el año 3 en adelante. Los pagos se realizan de manera trimestral. Adicionalmente existe la opción de cancelación de toda la estructura por parte del emisor a partir del año 5, de manera trimestral.

La estructura se descompone de la siguiente manera:

A. Importe fijo del 7,35 % durante los dos primeros años

Los pagos que tienen lugar durante los dos primeros años consisten en una cartera de ocho bonos cupón cero de nominal 1'8375 ($=7,35\% \times 0'25 \times 100$), uno para cada fecha de pago del bono durante sus dos primeros años de vida. Su valor equivale (calculado como suma de flujos descontados), expresado como spread sobre un Floating Rate Note perpetuo, a un spread de, aproximadamente, 50 pbs.

B. Spread fijo de 590 pbs sobre Euribor 3 meses desde el año 3 en adelante

Los pagos que tienen lugar desde el tercer año en adelante dependen del Euribor 3 meses más un diferencial constante de 590 pbs. El valor del diferencial constante que se añade al Euribor 3 meses en los pagos trimestrales desde el tercer año a perpetuidad equivale (calculado como suma de flujos descontados), expresado como spread sobre un Floating Rate Note perpetuo, a un spread de, aproximadamente, 538 pbs.

C. Floor sobre los intereses totales de un 6,80 % desde el año 3 en adelante

El floor sobre los intereses totales del 6,80 %, desde el tercer año, que equivale a un floor de strike $6,80\% - 5,90\% = 0,90\%$, valorado con una volatilidad implícita de 39,02 %, equivale (calculado como suma de flujos descontados), expresado como spread sobre un Floating Rate Note perpetuo, a un spread de, aproximadamente, 24 pbs.

D. Opciones de cancelación anticipada a partir del año 5

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

Pese a ello, hemos calculado a efectos informativos el rendimiento de las participaciones preferentes que resultaría en caso de cancelación anticipado en las siguientes fechas:

	5 años	10 años	20 años	30 años	50 años
Pago fijo durante los dos primeros años (7,35%)	236	130	80	64	50
Spread desde el año 3 en adelante (590 pbs)	344	455	507	524	538
Floor s/total cupón desde el año 3 en adelante (6,80%)	1	3	8	14	24
Volatilidad empleada	44,12 %	39,79 %	39,13 %	39,02 %	39,02 %
TOTAL	581	588	595	602	612

Como resultado del análisis anterior sobre la valoración de la estructura de las participaciones preferentes planteadas se obtiene que el rango del rendimiento expresado como spread sobre un Floating Rate Note perpetuo equivalente a la estructura de la transacción, se encuentra aproximadamente entre 600 pbs y 625 puntos básicos, sin tener en cuenta las opciones de cancelación.

3. Análisis de la razonabilidad del rendimiento para una emisión de participaciones preferentes de CAM al mercado minorista

3.1 Calidad crediticia de CAM

A. Ratings

A.1 Ratings para deuda senior

Emisor	Fitch	Moody's	S&P
CAM	A-	A2	-

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

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

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

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

A.2 Ratings para deuda subordinada

Emisor	Fitch	Moody's	S&P
CAM	BBB+	A3	-

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

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

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

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

A.3 Ratings para participaciones preferentes

Emisor	Fitch	Moody's	S&P
CAM	BBB-	Baa1	-

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

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

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

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

Como se puede observar en las tablas anteriores, CAM dispone de ratings senior A- en Fitch y A2 en Moody's; mientras que el rating para emisiones subordinadas de CAM sería de BBB+ por Fitch y A3 por Moody's, y para emisiones preferentes de BBB- por Fitch y Baa1 en Moody's; en línea con algunas de las principales entidades financieras españolas (similar a Bancaja, Banco Pastor y SA Nostra, y algo mejor que Caixa Galicia y Caixa Catalunya).

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

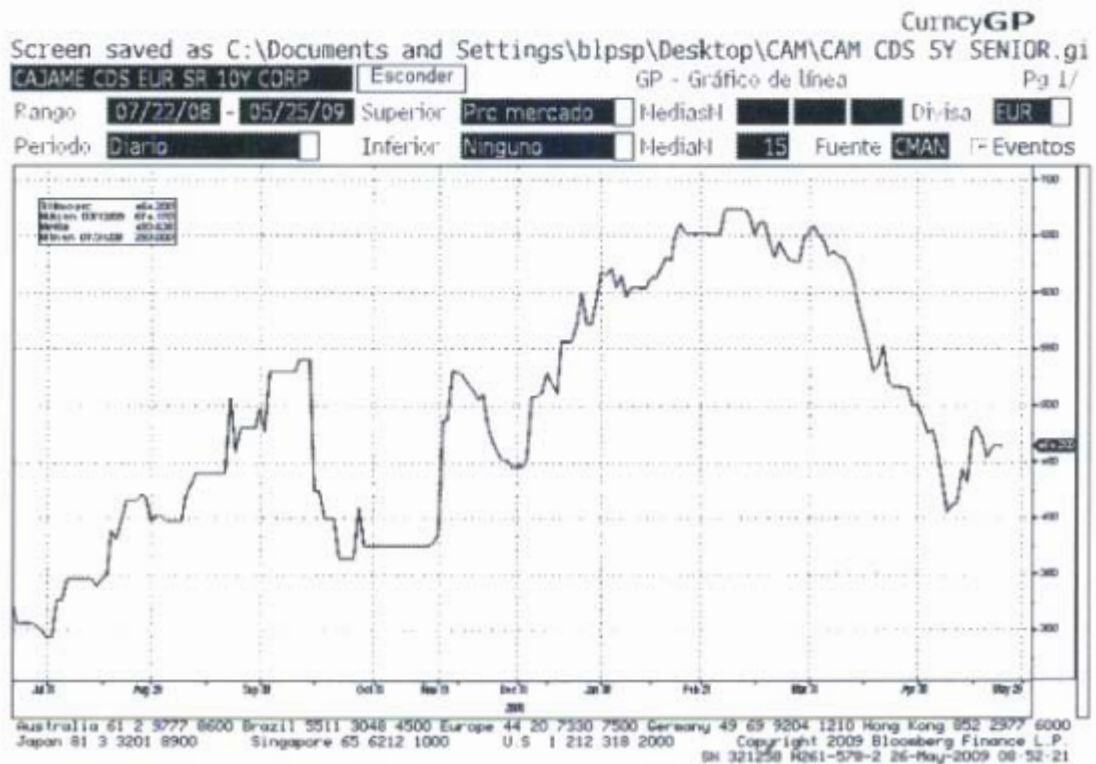
Un CDS es un producto que permite proteger al comprador del mismo de impagos por parte de un cierto emisor, para lo que paga una prima, denominada spread del CDS. A mayor prima, mayor riesgo de impago por parte del emisor.

Los siguientes gráficos reflejan la evolución de los spreads de los CDS desde el 22/07/2008 para el CDS senior 5 y 10 años, y CDS subordinado 5 y 10 años de CAM:

CAM CDS 5Y EUR Senior



CAM CDS 10Y EUR Senior



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

CDS 5Y DEUDA SENIOR

Entidad	CDS 5Y
CAM	476,20
<i>Banco Santander</i>	89,66
<i>BBVA</i>	89,79
<i>Banco Popular</i>	221,63
<i>La Caixa</i>	186,11
<i>Caja Madrid</i>	278,17
<i>Bankinter</i>	274,77
<i>Bancaja</i>	543,33
<i>Banco Sabadell</i>	-
<i>UBS</i>	129,93
<i>ING</i>	82,27
<i>Credit Agricole</i>	103,99
<i>BNP</i>	71,17
<i>Deutsche Bank</i>	92,34
<i>RBS</i>	173,13
<i>HSBC</i>	86,50
<i>Barclays</i>	150,64
<i>I. SanPaolo</i>	65,17
<i>Natixis</i>	259,02

CDS 5Y para deuda Senior de las principales entidades financieras
 (Datos: 25/05/2009)

CDS 10Y DEUDA SENIOR

Entidad	CDS 10Y
CAM	464,20
<i>Banco Santander</i>	84,22
<i>BBVA</i>	84,59
<i>Banco Popular</i>	212,40
<i>La Caixa</i>	179,30
<i>Caja Madrid</i>	266,87
<i>Bankinter</i>	275,28
<i>Bancaja</i>	496,67
<i>Banco Sabadell</i>	-
<i>UBS</i>	124,00
<i>ING</i>	75,12
<i>Credit Agricole</i>	105,35
<i>BNP</i>	71,11
<i>Deutsche Bank</i>	81,89
<i>RBS</i>	168,93
<i>HSBC</i>	85,90
<i>Barclays</i>	147,99
<i>I. SanPaolo</i>	63,95
<i>Natixis</i>	251,38

CDS 10Y para deuda Senior de las principales entidades financieras
(Datos: 25/05/2009)

CDS 5Y PARA DEUDA SUBORDINADA

Entidad	CDS 5Y
CAM	710,00
<i>BBVA</i>	138,38
<i>Banco Santander</i>	135,99
<i>Banco Popular</i>	-
<i>La Caixa</i>	335,06
<i>Caja Madrid</i>	396,68
<i>Bankinter</i>	-
<i>Bancaja</i>	797,00
<i>Sabadell</i>	401,17
<i>UBS</i>	174,57
<i>ING</i>	139,70
<i>BBVA</i>	138,38
<i>BNP</i>	107,45
<i>Deutsche Bank</i>	146,60
<i>RBS</i>	418,48
<i>HSBC</i>	138,64
<i>Barclays</i>	217,28
<i>I. SanPaolo</i>	129,37
<i>Natixis</i>	401,81
<i>HSH Nordbank</i>	-
<i>Banco Pastor</i>	-

CDS 5Y para deuda Subordinada de las principales entidades financieras
(Datos: 25/05/2009)

CDS 10Y PARA DEUDA SUBORDINADA

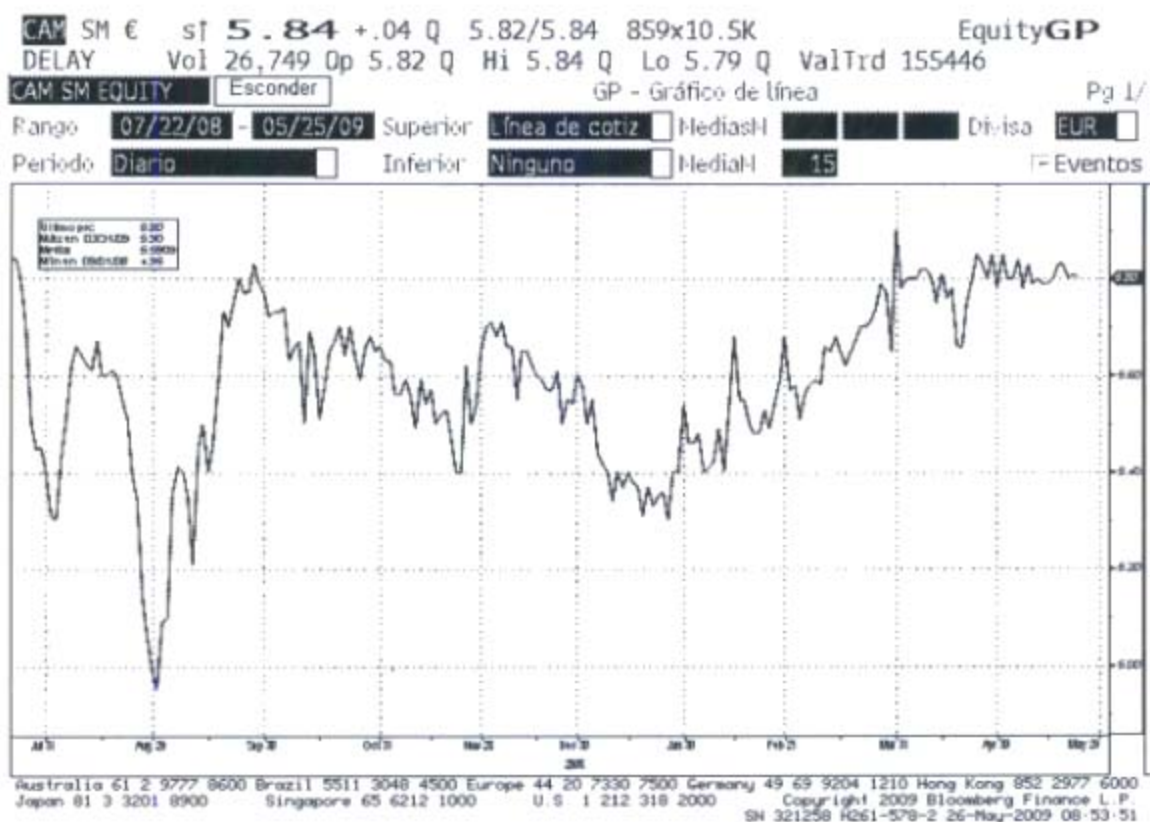
Entidad	CDS 10Y
CAM	644,40
<i>BBVA</i>	128,82
<i>Banco Santander</i>	121,28
<i>Banco Popular</i>	-
<i>La Caixa</i>	328,39
<i>Caja Madrid</i>	390,97
<i>Bankinter</i>	-
<i>Bancaja</i>	-
<i>Sabadell</i>	400,25
<i>UBS</i>	162,37
<i>ING</i>	131,27
<i>BBVA</i>	128,82
<i>BNP</i>	106,46
<i>Deutsche Bank</i>	135,56
<i>RBS</i>	403,82
<i>HSBC</i>	129,95
<i>Barclays</i>	209,98
<i>I. SanPaolo</i>	-
<i>Natixis</i>	385,39
<i>HSH Nordbank</i>	-
<i>Banco Pastor</i>	-

CDS 10Y para deuda Subordinada de las principales entidades financieras
 (Datos: 25/05/2009)

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

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

Otro factor a tener en cuenta para descartar el nivel de CDS, es la comparación de la evolución histórica del mismo, reflejado en el gráfico anteriormente adjuntado, con la evolución de la cotización de las cuotas participativas de la CAM. Las cuotas participativas son un instrumento financiero emitido por las Cajas Españolas (hasta la fecha únicamente la CAM ha emitido cuotas participativas) asimilable a las acciones de los bancos u otras entidades. A continuación adjuntamos el siguiente gráfico que refleja la evolución de la cotización de dichas cuotas participativas desde el 22/07/2008:

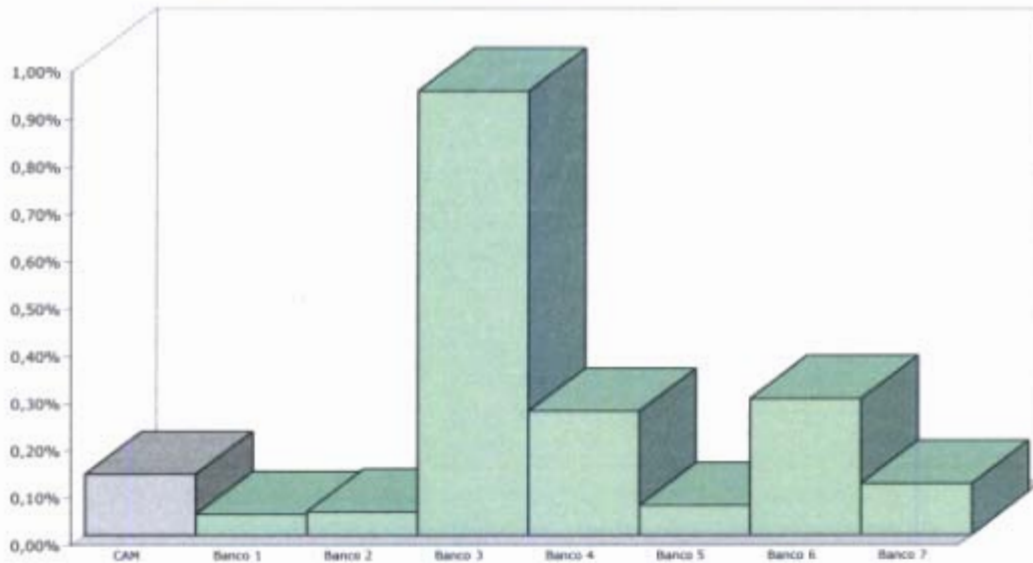


Como se puede apreciar a partir de dicho gráfico, la cotización de dichas cuotas se ha mantenido relativamente estable en comparación con la evolución histórica del CDS senior 5 años de CAM.

En relación a la liquidez de las mencionadas cuotas participativas, hemos calculado el ratio entre el volumen medio negociado durante el año 2009, dividido por una estimación del número total de títulos en circulación, y hemos comparado dicho ratio con el de varias entidades financieras (en concreto, Banco Guipuzcoano, Banco Pastor, Banco Popular, Banco Sabadell, Banesto, Bankinter y Banco de Valencia):

Liquidez 2009

Bancos comparables: B.Valencia, Bankinter, Sabadell, Popular, Banesto, Pastor, Guipuzcoano



Como se puede apreciar a partir de dicho gráfico, la liquidez de las cuotas participativas, medida a partir de dicho indicador, nos indica que su liquidez es comparable a las acciones de numerosas y destacadas entidades financieras españolas.

En todo caso, lo que sí podemos afirmar a partir de todas estas tablas y gráficos, es que se aprecia la notable reducción en los niveles de CDS que se ha producido desde el mes de marzo de 2009 hasta la fecha actual de emisión de este informe.

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

3.2 Referencias comparables de spread para una emisión de participaciones preferentes de CAM

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

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

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

3.2.1 Contraste con otras emisiones de mercado minorista

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

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Vencimiento	Cupón	Callable
- - - -	Caixanova	BBB/A3	130	Perpetuo	E+6,35%(*)	2014

(*) Euribor 3 meses + 635 pbs con un floor sobre el total de intereses de 7,40%; con opciones de cancelación a partir del quinto año

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

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

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

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

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

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

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

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

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mm)	Vencimiento	Cupón	Callable
- - - -	Caja Murcia	A-	100-150	Perpetuo	E+4,45% (*)	2014

(*) A partir del año 1 paga Euribor 3 meses + 445 pbs, con un floor de 5,50% y opciones de cancelación a partir del quinto año

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

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

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

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

3.2.2 Contraste con emisiones de mercado mayorista

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1. BBVA, que emitió hace unos meses a 180 pbs sobre mid swap, y recientemente (a finales de abril de 2.009) ha colocado una emisión de bonos a tres años sin aval del Estado por importe total de 2.000 millones de euros (la demanda superó los 4.000 millones) a 150 pbs sobre mid swap – confirmando la tendencia bajista en los niveles de spreads,
2. Banesto que ha colocado recientemente (también a finales de abril de 2.009) una emisión de bonos de deuda senior a tres años por importe de 1.000 millones de euros sin aval del Estado a 180 pbs sobre mid swap,
3. Banco Santander que ha colocado recientemente (a principios de abril de 2.009) una emisión de bonos de deuda senior a dos años por importe de 1.250 millones de euros sin aval del Estado a 150 pbs sobre mid swap.

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

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

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

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

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

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

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

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

El rating previsto para la emisión de participaciones preferentes de CAM sería de BBB-/Baa1. No encontramos emisiones en mercados mayoristas internacionales con nivel de rating similar a la emisión planteada por CAM. Sin embargo, se observa que el rendimiento ofrecido por la emisión de participaciones preferentes de CAM es superior al ofrecido por las emisiones en mercados mayoristas internacionales, y por lo tanto inferior con el diferencial que le correspondería dada la diferente cualificación crediticia entre dichas emisiones.

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

Por lo tanto, si bien no existen emisiones de rating comparable en mercado mayorista internacional, si que es constatable que, si bien las emisiones mencionadas disponen de rating superior, el spread planteado por CAM es superior a los spreads de dichas emisiones.

3.2.3 Contraste con otras emisiones de CAM

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

	Precio	Rating título		Yield to maturity	Vencimiento	Divisa
EF419212 Corp	99,32	A2	A-	8,038	29/05/2009	EUR
ED489500 Corp	99,49	A2	A-	5,059	15/06/2009	EUR
EF797179 Corp	96,12	A2	A-	9,062	06/11/2009	GBP
EF183372 Corp	96,49	A2	A-	7,03	14/12/2009	EUR
ED763503 Corp	94,45	A2	A-	9,27	14/01/2010	EUR
EG130311 Corp	92,45	A2	A+	11,28	01/02/2010	USD
EG130683 Corp	92,45	A2	A+	11,28	01/02/2010	USD
ED936727 Corp	90,76	A2	A-	-	01/06/2010	EUR
EH419750 Corp	102,67	Aaa	-	3,776	25/06/2010	EUR
EF252408 Corp	100,10	A2	A-	1,559	03/02/2011	EUR
EG142384 Corp	80,18	A2	A-	9,902	08/02/2012	GBP
EH760652 Corp	99,87	Aaa	AAA	3,172	26/03/2012	EUR
EG354670 Corp	78,58	A2	A-	9,838	12/04/2012	EUR
EG580852 Corp	77,94	A2	A-	10,011	15/05/2012	EUR
ED977292 Corp	78,22	A2	A-	9,463	29/06/2012	EUR
EG486329 Corp	87,02	A2	A-	-	14/01/2013	EUR
EH169099 Corp	97,77	Aaa	-	2,192	23/01/2013	EUR
ED986866 Corp	-	-	A-	-	15/08/2015	EUR
EF696135 Corp	47,00	A3	BBB+	-	29/09/2016	EUR
EF935041 Corp	61,24	A2	A	8,57	05/12/2016	EUR
EG359570 Corp	42,51	A3	BBB+	13,474	26/04/2017	EUR
EH413968 Corp	-	A2	-	-	04/06/2018	EUR
EC397862 Corp	56,97	A2	-	11,556	22/12/2030	EUR
ED586550 Corp	-	-	-	-	-	EUR

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

3.2.4 Contraste con CDS

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

Debido a la actual situación de mercado, la baja liquidez de los CDS de CAM, las inconsistencias de dicho mercado para CDS no activos, la inconsistencia entre la evolución del CDS de CAM y las cotizaciones de las cuotas participativas, consideramos que este apartado no permite alcanzar conclusiones fundamentales. No obstante, cabe resaltar la notoria disminución generalizada en los niveles de CDS tanto senior como subordinado para casi todas las entidades financieras que han sucedido en los mercados en las últimas semanas.

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

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

CONCLUSIÓN

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

El trabajo se ha realizado durante los días del 1 de mayo al 9 de junio de 2009. Nuestro trabajo no incluye la actualización de nuestro informe por hechos u otras circunstancias que pudieran ocurrir con posterioridad a la fecha de emisión del mismo.

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



Julio Álvaro Esteban
Socio

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

9 de junio de 2009

Informe para



CAM

**Caja
Mediterráneo**



Afi

c/ Españolito, 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.....	5
2.2. Modelo e inputs de valoración.....	6
2.2.1 Modelo de cálculo de spread implícito.....	6
2.2.2 Inputs de valoración.....	6
2.3. Valoración: Spreads implícitos.....	7
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.....	13
3.2.2 Información de los índices ET10 de Merrill Lynch.....	15
3.2.3 Información de Bloomberg para referencias de índices Iboxx-Markit.....	16
3.2.4 Spreads a vencimiento para referencias de índices Iboxx/Markit.....	16
3.2.5 Cotización en bolsa de las cuotas participativas de CAM.....	20
4. Conclusiones.....	22
5. Disclaimer.....	23

1. Introducción

El **objetivo** del presente informe es reflejar la opinión de Afi acerca de si las condiciones de la emisión de participaciones preferentes serie C (Tier I) de CAM Capital S.A. 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 participaciones preferentes *Tier I* 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: CAM Capital S.A.
- Garante: Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM)
- Naturaleza de los valores: participaciones preferentes
- Importe nominal: 450 millones de euros, ampliable a 850 millones de euros
- Importe nominal de cada valor: 1.000 euros
- Importe mínimo de la colocación: 10.000 euros o 10 participaciones preferentes
- Fecha de emisión y único desembolso: 29 de septiembre de 2009
- Precio de emisión: a la par
- Forma de representación: anotaciones en cuenta en IBERCLEAR
- Retribución: no acumulativa, en función al siguiente esquema:
 - Durante los dos primeros años, desde el período comprendido entre la fecha de emisión (inclusive) y hasta el segundo año, un tipo fijo anual del 7,35%.
 - De ahí en adelante, EURIBOR a 3 meses más un margen del 5,90%, pagadero trimestralmente y con una retribución mínima del 6,80%.
 - 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 29 de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año (calculados en base Act/365) siendo la primera fecha de pago el 29 de diciembre de 2009.
- Amortización anticipada: podrán amortizarse total o parcialmente a voluntad del emisor con autorización previa del Banco de España, a partir del quinto año desde la fecha de desembolso, 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: a perpetuidad
- Cotización: mercado AIAF de renta fija

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:

- Los dos primeros años, 7,35% fijo anual pagadero trimestralmente.

A vencimiento de cada trimestre durante los dos primeros años desde la fecha de inicio de la emisión (bajo la convención del día hábil especificada), la nota pagara un cupón del 7,35%. Esto es:

$$\text{Cupon} = \text{Nominal} \cdot 7.35\% \cdot \text{Fraccion_año}$$

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años
- Del 3º año en adelante (recordamos que es una emisión perpetua) *Euribor-3M* + *spread*, pagadero trimestralmente, sujeto a un cupón mínimo del 6,80%. Es decir:

A partir del 3º año y de forma trimestral la nota pagará el siguiente cupón:

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

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Euribor3M*: tipo Euribor a tres meses fijado dos días antes del inicio de cada periodo trimestral.
- *Spread*: Spread adicional sobre Euribor tres meses (590 p.b.)
- *Floor*: suelo para la retribución mínima del 6,80%.
- *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, 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).

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

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

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

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

2.2.2 Inputs de valoración

La fecha valor a la que se realizan los cálculos es el 21 de mayo de 2009, utilizando los datos de cierre de la curva de tipos IRS y los precios de los swaptions empleados para el calibrado del modelo. Estos datos se muestran a continuación:

Curva Cupón Cero

Depo/Swap	Plazo	Tipo
Depósito	O/N	0.9000
Depósito	1E	0.9000
Depósito	2W	0.8500
Depósito	3W	0.8500
Depósito	1M	0.9000
Depósito	2M	0.9900
Depósito	3M	1.2050
Depósito	4M	1.2950
Depósito	5M	1.4500
Depósito	6M	1.5000
Depósito	7M	1.4950
Depósito	8M	1.5350
Depósito	9M	1.6250
Depósito	10M	1.5450

Depo/Swap	Plazo	Tipo
Depósito	11M	1.5600
Depósito	12M	1.7050
Swap	2Y	1.6795
Swap	3Y	2.0800
Swap	4Y	2.4275
Swap	5Y	2.7240
Swap	6Y	2.9668
Swap	7Y	3.1713
Swap	8Y	3.3255
Swap	9Y	3.4615
Swap	10Y	3.5750
Swap	15Y	3.9595
Swap	20Y	4.1062
Swap	25Y	4.0485
Swap	30Y	3.9810
Swap	35Y	3.8820
Swap	40Y	3.7800
Swap	45Y	3.7450
Swap	50Y	3.6710

Parámetros HW

a (Reversión a la media)	2.21%
sigma (Volatilidad)	1.08%

2.3. Valoración: Spreads implícitos

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

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

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



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	
Considerando toda la estructura	5.845%
A Primera Call	5.846%
A vencimiento sin Call	6.066%

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 CAM planea emitir. **Los ratings de emisor de CAM se sitúan, a 9 de junio de 2009, en A2 por Moody's y A- 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 el mercado primario **mayorista** y desde el verano de 2008, tan sólo se ha realizado una emisión de participaciones preferentes Tier I: **Mizuho** Capital Investment USD 2, filial al 100% de Mizuho Financial Group colocó en febrero de 2009, 850 millones de dólares a un spread vs swaps a vencimiento de 1.235 pb. El rating de Mizuho es Aa2 *- por Moody's, A+ por S&P y A+ por Fitch. Las participaciones preferentes gozan de rating A2 *- por Moody's y de BBB+ por Fitch. El ISIN es USG61838AA91.

Tabla 1: emisiones recientes de participaciones preferentes Tier I denominadas en cualquier divisa, en mercado mayorista

Fecha	Emisor	Características de la emisión				Spread ³			Ratings ⁴	
		Volumen	Cupón inicial	Cupón posterior	Fecha Call	1º Call	Vencimiento	Emisión	Emisor	
20-feb-09	Mizuho Fin. Grp.	850,0	14,95%	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

Las recientes operaciones de **Rabobank** (1.500 millones de Tier I, enmarcadas en un canje de participaciones preferentes antiguas recompradas muy por debajo de la par por nuevas emitidas a la par) y de **Barclays** (1.250 millones de GBP de Tier I -Reserve Capital Securities-, que se trata de una segunda distribución de este instrumento provocada por la venta de dichos títulos por parte del fondo IPIC de Abu Dhabi, que los suscribiera en octubre de 2008), **no las consideramos representativas** de las condiciones del mercado primario.

En el mercado doméstico minorista (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", Caja Madrid y Banesto.

Tabla 2: emisiones recientes de participaciones preferentes Tier I denominadas en EUR, en el mercado doméstico español minorista

Fecha ¹	Emisor	Volumen	Características de la emisión		Fecha Call	Spread ²		Ratings ⁸	
			Cupón inicial	Cupón posterior		1º Call	Vencimiento	Emisor	
10-dic-08	BBVA	1.000,0	6,50% ³	EUR3m; floor en 3,50%	dic-13	203	175	Aa1/AA/AA-	
29-ene-09	Banco Sabadell	500,0	6,50% ⁴	EUR3m + 2,50%; floor en 4,50% ⁵	feb-14	349	317	Aa3/A+/NR	
3-feb-09	Banco Popular	600,0	6,75% ⁶	EUR3m + 1,50%; floor en 4,00% ⁷	mar-14	408	303	Aa2/AA-/AA	
5-mar-09	Caixa Galicia	150,0	7,50% ⁹	EUR3m + 5,15%; floor en 6,15% ¹⁰	may-14	508	527	A2/NR/A	
18-mar-09	Caja Murcia	100,0		EUR3m + 4,45%; floor en 5,50% ¹¹	abr-14	451	468	NR/NR/A+	
18-mar-09	Caja Duero	100,0		EUR3m + 7,75% ¹²	may-14	775	775	A2/NR/NR	
24-mar-09	Banco Pastor	100,0	7,25% ¹³	EUR3m + 4,60%; floor en 6,80% ¹⁴	abr-14	497	509	A2/NR/NR	
3-abr-09	Caja España	100,0	8,25%	EUR3m + 7,25% ¹⁵	may-14	606	676	A3/NR/A-	
16-abr-09	Caja Cantabria	63,0		EUR3m + 6,75% ¹²	jun-14	675	675	A3/NR/A-	
12-may-09	Caja Canarias	50,0	7,00% ¹⁶	EUR3m + 5,85%; floor en 6,00% ¹⁷	ago-14	559	584	NR/NR/A	
19-may-09	Caixa Nova	130,0		EUR3m + 6,35%; floor en 7,40% ¹⁸	jun-14	641	651	A1/NR/A-	
21-may-09	La Caixa	1.500 / 2.000	6,00%	EUR3m + 3,50% ¹⁹	jun-14	386	361	Aa1/AA-/AA-	
21-may-09	Caja Madrid	1.500 / 3.000	7,00%	EUR3m + 4,75% ²⁰	jul-14	440	463	Aa3/AA+	
28-may-09	Banesto	250 / 500	6,00% ²¹	5,00% ²² y EUR3m +2,30% floor en 4,00% ²³	jun-14	304	282	Aa2/AA/AA	

1. Registro de los valores en CNMV

2. Spread sobre el tipo swap, en pb

3. Hasta la primera fecha de Call

4. Los dos primeros años

5. Desde el tercer año a perpetuidad

6. Hasta la primera fecha de Call

7. Desde el 5º año a perpetuidad

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

9. Hasta 18 de mayo de 2012

10. Floor actúa a partir del sexto año.

11. Floor aplicable a partir de JUN09

12. Cupón flotante a perpetuidad

13. Durante los años 1º a 3º

14. Floor a partir del 3º año

15. A partir del 4º año

16. Los dos primeros años

17. A partir del 2º año y a perpetuidad

18. Cupón flotante a perpetuidad

19. A partir del 3º año

20. A partir del 6º año

21. Primer año

22. Segundo año

23. A partir del 3º año

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.

En cuanto a emisiones de deuda subordinada Lower Tier II en 2009 y colocadas en mercados mayoristas (ver tabla 4) se han realizado cuatro operaciones significativas, todas ellas por parte de Credit Agricole SA, la última a finales de mayo, colocada a un spread de mid-swaps más 220 pb. Todas son formato *bullet*; es decir, con amortización 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 5.

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	
19-feb-09	Bayerische Landesbank	500	EUR	SNR	3,750	05/01/2012	Aa1/AA/NR	n.d.	n.d.	
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	
30-mar-09	Credit Agricole London	1.500	EUR	SNR	2,381	08/10/2010	Aa1/AA-/AA-	n.d.	n.d.	
3-abr-09	Svenska Handelsbanken	1.000	EUR	SNR	2,566	18/10/2010	Aa1/AA-/NR	n.d.	n.d.	
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	
15-abr-09	Banque Fed Cred Mutuel	1.250	EUR	SNR	2,655	25/10/2010	Aa3/A+/AA-	n.d.	n.d.	
16-abr-09	Banco Comercio Portugues	1.000	EUR	SNR	5,625	23/04/2014	Aa3/Ae/A+e	335	295	
16-abr-09	Barclays Bank PLC	1.500	EUR	SNR	2,805	25/10/2010	Aa3/AA-e/NR	n.d.	n.d.	
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	Rabobank Nederland	2.000	EUR	SNR	4,375	05/05/2016	Aaae/AAe/AA+e	n.d.	n.d.	
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	
30-abr-09	HSBC	1.250	EUR	SNR	4,250	30/04/2014	Aa2/AA/AA-	216	180	
8-may-09	Banesto	1.000	EUR	SNR	4,000	08/05/2012	Aa2 */Aae/AA	228	180	
13-may-09	Banco Sabadell	750	EUR	SNR	4,375	22/05/2012	Aa3 */A+/A	278	240	
19-may-09	UBS London	1.500	EUR	SNR	5,625	19/05/2014	Aa2/A+/A+	313	290	
21-may-09	RBS	1.500	EUR	SNR	5,750	21/05/2014	Aa3/AA-/A+e	341	315	
27-may-09	Barclays Bank PLC	3.000	EUR	SNR	5,250	27/05/2014	Aa3/AA-e/AA-	288	270	

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

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

Tabla 4: emisiones recientes de deuda subordinada Lower Tier II denominadas en EUR, en el mercado mayorista

Fecha	Emisor	Características de la emisión					Fecha Call	Spreads emisión ²		Ratings ³
		Vol ¹	Divisa	Clase	Cupón	Vencimiento		Tesoro	Swaps	Emisión
11-dic-08	Credit Agricole SA	250,0	GBP	LT2	7,375% ⁴	18/12/2023	-	291,0	330,0	Aa2/A+/A+
12-dic-08	Credit Agricole SA	500,0	EUR	LT2	6,867% ⁴	19/12/2018	-	n.d.	325,0	Aa2/A+/A+
14-ene-09	Credit Agricole SA	75,0	GBP	LT2	7,375% ⁴	18/12/2023	-	280,0	310,0	Aa2/A+/A+
28-may-09	Credit Agricole SA	1.000,0	EUR	LT2	5,875% ⁴	11/06/2019	-	n.d.	220,0	Aa2/A+/A+

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

Tabla 5: 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
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
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-
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-
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-
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+
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-
2-jun-09	Sa Nostra	60,0	EUR	LT2	6,00% ¹¹	30/06/2019	30/06/2014	484,0	519,0	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%.

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

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 participaciones preferentes Tier I en euros.

En el caso de las participaciones preferentes Tier I, el salto de rating frente a la deuda *senior* se sitúa, por lo general, en dos escalones (aunque a principios de abril de 2009, la agencia de calificación crediticia Standard & Poors ha elevado esta distancia a 3 escalones para una amplia selección de entidades financieras europeas). De cara a este informe, tenemos en cuenta que la emisión sobre la cual debemos verter opinión tendrá una calificación crediticia genérica a caballo entre ratings Baa1 por Moody's y BBB- (de forma provisional) por Fitch, dos y tres escalones por debajo del rating de emisor, situado en A2 y A-, respectivamente por dichas agencias.

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 (ET10 o Tier I securities 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

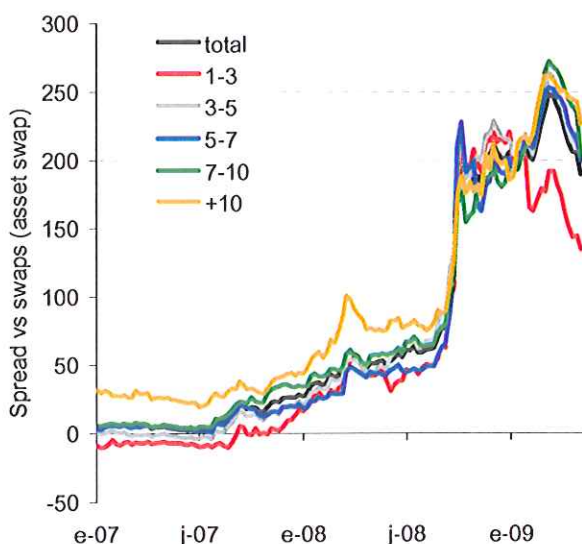
Como primera fuente, tomaremos datos de *spread* de índices y de emisiones concretas que constituyen los índices SUSI de JP Morgan, con datos actualizados a 25 de mayo de 2009. Hay que tener en cuenta que JP Morgan proporciona datos de *spread vs swaps* –tanto para el índices como para los bonos que 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 inicios de mayo, todos los índices se sitúan bastante por debajo de los máximos históricos, alcanzados durante la primera quincena del mes de marzo de 2009.

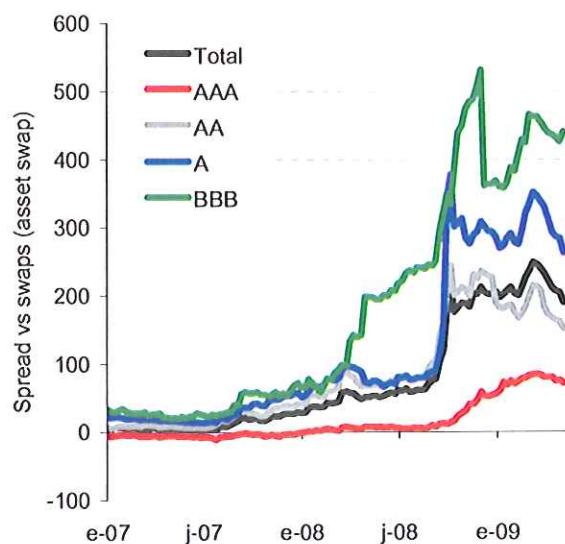
Hay que tener en cuenta, no obstante, que al estar calculados a la fecha de primera call, los *spreads* de deuda subordinada Lower Tier II y participaciones preferentes Tier I no son directamente comparables con los de deuda senior, calculados a vencimiento (en la que no existe, por lo general, opciones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

Gráfico 1: *spread vs plazo y rating de deuda Senior en secundario (asset swap)*

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



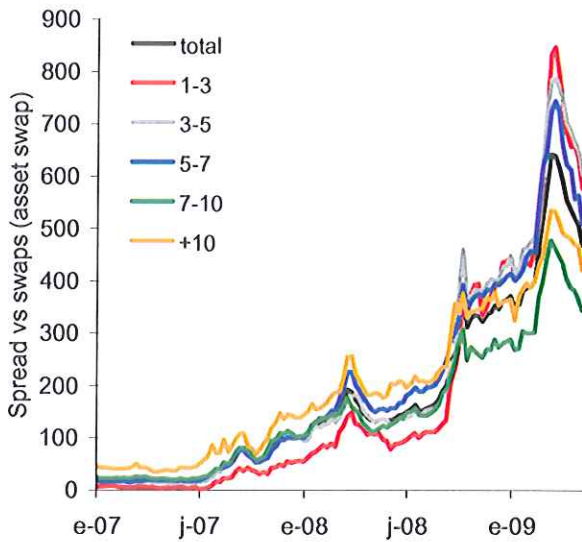
(b) *Spread de emisiones Senior en €: rating*



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 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

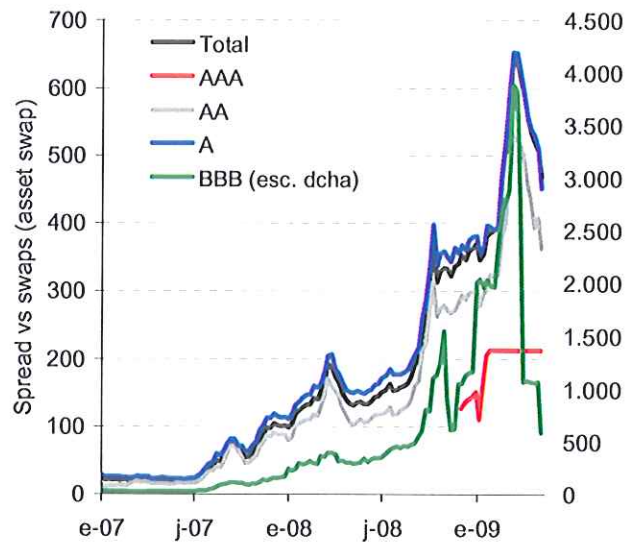
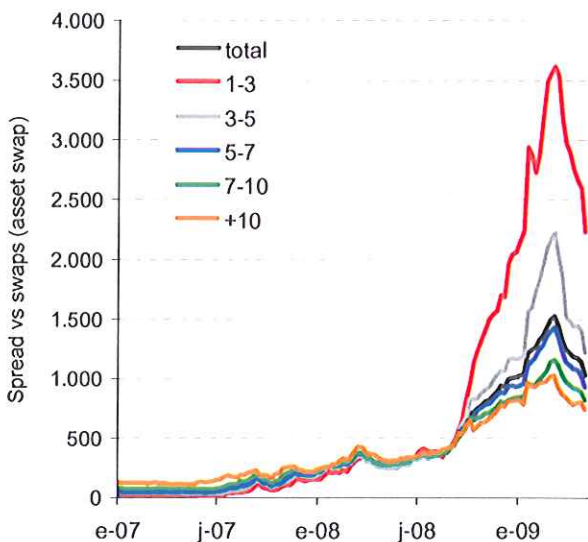
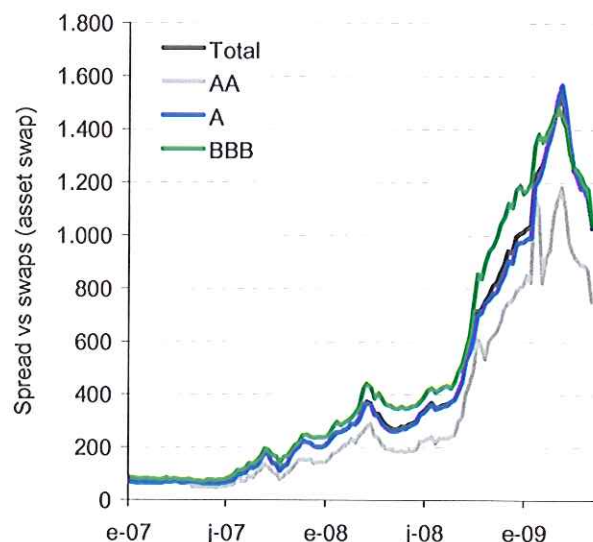


Gráfico 3: spread vs plazo y rating de emisiones Tier I en secundario (asset swap)

(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 participaciones preferentes Tier I, 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) y con fecha de referencia 25 de mayo de 2009:

Tabla 6: emisiones Tier I con call entre los años 2013-2017, por rating de la emisión: resumen de niveles de spread vs swaps (asset swap) calculados a fecha de 1ª call

	Índices SUSI de JP Morgan ¹											
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB	BBB-
Máximo	-	-	-	-	1510	1365	1320	1510	1420	1255	1420	-
Promedio	-	-	-	-	1000	1020	1025	970	1115	1055	1135	-
Mínimo	-	-	-	-	695	695	700	715	930	950	930	-

1. Spread de asset swap calculado a fecha de primera call, para emisiones con opción call comprendida entre 2013 y 2017

3.2.2 Información de los índices ET10² de Merrill Lynch

Como segunda fuente, tomamos datos de emisiones concretas constituyentes del índice ET10 de Merrill Lynch, actualizados a 25 de mayo de 2009. 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 ET10. 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 opción de amortización Call.

A partir de la información del índice ET10, podemos realizar un análisis de niveles de spread para emisiones de participaciones preferentes 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 ET10 de Merrill Lynch, con primer ejercicio de la opción de amortización comprendida entre 2013 y 2017 se extraen los siguientes niveles (tabla 7):

² "Euro Tier I Index" de Merrill Lynch recoge participaciones preferentes Tier I emitidas por bancos residentes y no residentes en la UE, denominados en EUR.

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

	Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹											
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB	BBB-
Máximo	-	-	-	-	1475	1400	1475	1305	1520	1475	1520	1325
Promedio	-	-	-	-	1005	870	1085	1020	1150	1145	1135	1235
Mínimo	-	-	-	-	620	620	785	745	875	875	940	1140

1. Spread de asset swap calculado a fecha de primera call, para 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 participaciones preferentes *Tier I* de los índices Iboxx-Markit, con datos actualizados a 25 de mayo de 2009 (cerca de 70 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 participaciones preferentes *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 Tier I con call entre los años 2013-2017, por rating de la emisión: resumen de niveles de spread vs swaps (asset swap) calculados a fecha de 1ª call

	Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹											
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB	BBB-
Máximo	-	-	-	-	1485	1355	1360	1485	1421	1270	1421	-
Promedio	-	-	-	-	1010	945	1040	1010	1110	1080	1120	-
Mínimo	-	-	-	-	710	710	725	735	910	970	910	-

1. Spread de asset swap calculado a fecha de primera call, para emisiones con opción call comprendida entre 2013 y 2017

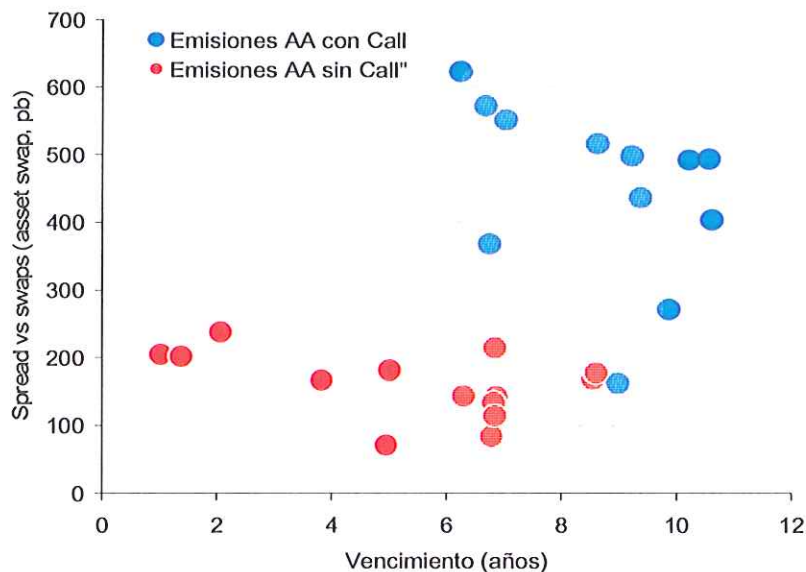
3.2.4 Spreads a vencimiento para referencias de índices Iboxx/Markit.

En los puntos 3.2.1. a 3.2.3. hemos reflejado información de fuentes que consideramos fiables para spreads vs swaps calculados a fecha de primer ejercicio de la opción de amortización que tiene el emisor, lo que es práctica habitual en los mercados de capitales para traducir en spreads los precios cotizados de emisiones en mercado secundario.

No obstante, las actuales condiciones de mercado, definidas por una elevada expectativa de muy alta probabilidad de no ejercicio de la opción de amortización anticipada (que sitúa el valor de la opción en prácticamente cero), frente a la práctica común hasta 2008 de ejercitar "siempre" dicha opción, están introduciendo una distorsión muy importante a la hora de medir correctamente el riesgo de crédito de la

emisión. 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).

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.



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 ejercitará 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.

En las emisiones de participaciones preferentes Tier I se produce algo similar: el mercado traduce, por convención, el precio cotizado en spreads vs swaps calculados a fecha de primera *call*; mientras que, para valorar y descontar flujos se precisa el spread a vencimiento (en este caso, a perpetuidad).

Para obtener spreads vs swaps a vencimiento en participaciones preferentes, hemos obtenido de Bloomberg cotizaciones de rentabilidades, bid y ask, a vencimiento, para las emisiones incluidas en los índices SUSI JP Morgan Tier I, ET10 de Merrill Lynch e Iboxx/Markit Financials (las emisiones de Tier I) 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 al período comprendido entre el 3 de octubre de 2008 y 8 de mayo de 2009, con periodicidad semanal, para cada una de las emisiones de participaciones preferentes 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 a 30 años.

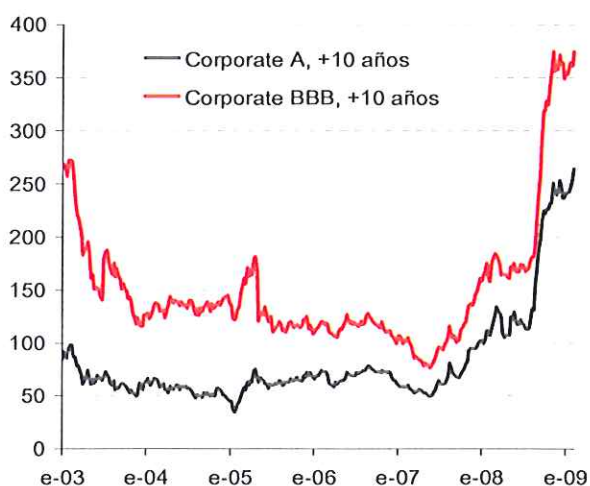
La ausencia de emisiones de deuda subordinada con rating Baa1 por Moody's, BBB- por Fitch, rating que hipotéticamente tendría la emisión de participaciones preferentes de CAM obliga, a realizar un estudio de comparación entre ratings de emisión y spreads asociados en otras categorías de crédito.

En el gráfico 7 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.

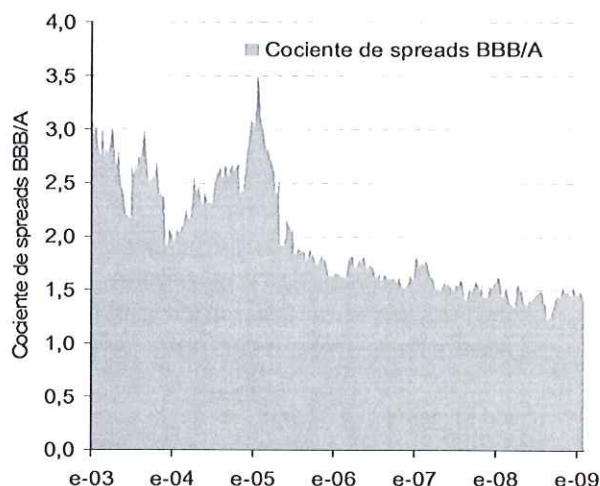
A fin de obtener niveles de spread vs swaps para emisiones Tier I con rating Baa1/BBB-, utilizamos un multiplicador de 1,14 (raíz cúbica de 1,5) veces para aproximar, a partir de los niveles mínimos calculados para emisiones con rating Baa2/BBB -, los niveles de spread vs swaps para participaciones preferentes con rating Baa3/BBB-. El multiplicador de 1,14 veces representa un salto de escalón entre categorías Baa2/BBB y Baa3/BBB-.

Gráfico 7: 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



Los resultados para los conjuntos de emisiones seleccionadas de cada índice así como el spread para ratings Baa3/BBB- obtenido tal y como se ha descrito, se exponen en las tablas 9 a y b. 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 9 a: spread vs swaps a vencimiento, bid, para emisiones de participaciones preferentes Tier I y primer ejercicio de la call entre 2013 y 2017.

BID	Índices SUSI de JP Morgan ¹											
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB	BBB-
Máximo	-	-	-	-	485	365	375	485	855	535	855	978.7
Promedio	-	-	-	-	345	310	320	395	610	445	675	772.7
Mínimo	-	-	-	-	280	280	285	295	395	395	510	583.8

	Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹											
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB	BBB-
Máximo	-	-	-	-	440	350	440	440	895	515	895	1025
Promedio	-	-	-	-	330	315	325	360	585	475	650	744.1
Mínimo	-	-	-	-	260	260	270	270	360	360	455	520.8

	Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹											
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB	BBB-
Máximo	-	-	-	-	470	290	355	470	850	555	850	973
Promedio	-	-	-	-	315	260	295	380	555	445	630	721.2
Mínimo	-	-	-	-	230	230	255	265	355	355	490	560.9

1. Spread de asset swap calculado a vto, para emisiones con opción call comprendida entre 2013 y 2017

Tablas 9 b: spread vs swaps a vencimiento, ask, para emisiones de participaciones preferentes Tier I y primer ejercicio de la call entre 2013 y 2017.

ASK	Índices SUSI de JP Morgan ¹											
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB	BBB-
Máximo	-	-	-	-	535	395	400	535	1040	620	1040	1191
Promedio	-	-	-	-	380	345	350	440	690	510	770	881.4
Mínimo	-	-	-	-	310	320	315	330	450	450	535	612.4

	Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹											
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB	BBB-
Máximo	-	-	-	-	540	375	485	540	910	625	910	1042
Promedio	-	-	-	-	370	335	370	425	650	550	700	801.3
Mínimo	-	-	-	-	300	300	305	310	405	405	460	526.6

	Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹											
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB	BBB-
Máximo	-	-	-	-	550	325	390	550	985	590	985	1128
Promedio	-	-	-	-	355	310	330	445	625	505	710	812.7
Mínimo	-	-	-	-	270	270	290	305	405	405	580	663.9

1. Spread de asset swap calculado a vto, para emisiones con opción call comprendida entre 2013 y 2017

Como puede comprobarse a partir de las tablas 9 a y b, la media de spreads vs swaps a vencimiento para el promedio de emisiones, de las tres fuentes analizadas, con rating Baa1/BBB+ por Moody's y Fitch se situaría, a 25 de mayo de 2009, en la horquilla definida por **455-522 pb** (bid y ask).

Igualmente puede comprobarse a partir de las tablas 9 a y b, que la media de spreads vs swaps a vencimiento para el promedio de emisiones, de las tres fuentes analizadas, con rating Baa3/BBB- por Moody's y Fitch se situaría, a 25 de mayo de 2009, en la horquilla definida por **746-832 pb** (bid y ask).

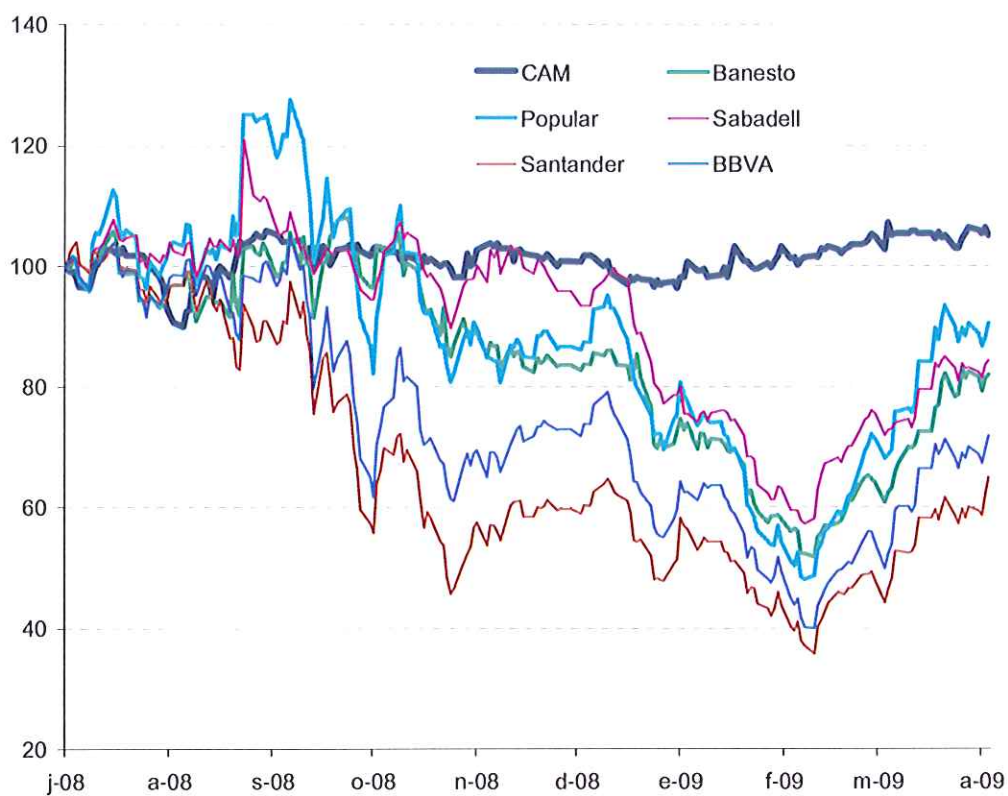
Para el hipotético caso de un emisor con ratings de participaciones preferentes a caballo entre Baa1/BBB+ y Baa3/BBB-, este promedio de fuentes para los spreads vs swaps a vencimiento medios se situaría en **600-677 pb** (bid y ask). Estos niveles se corresponden con las medias simples de los promedios, bid y ask, para emisiones de participaciones preferentes con ratings Baa1/BBB+ y Baa3/BBB- citadas arriba.

3.2.5 Cotización en bolsa de las cuotas participativas de CAM

La entidad emisora de los valores objeto de este informe, cuenta con otros activos representativos de su capital cotizados en los mercados secundarios de capitales: las cuotas participativas.

El comportamiento de las cuotas participativas de la CAM en los últimos meses ha sido muy positivo en comparación con otros títulos de naturaleza cercana (acciones ordinarias) emitidos por el resto de entidades financieras españolas.

Gráfico 5: evolución de las cuotas participativas de CAM vs acciones ordinarias de otras entidades financieras españolas (base 100: julio de 2008)



4. Conclusiones

No hay emisiones recientes similares en el mercado mayorista con las que comparar la emisión planteada por CAM. Tan sólo se ha realizado una emisión desde el verano de 2008, denominada en USD y por parte de una entidad bancaria residente en Japón, que consideramos no es comparable.

La comparación con **emisiones minoristas** no es el objeto de este informe. En todo caso, hay que puntualizar que el spread vs swaps a vencimiento de la participación preferente de CAM (607 pb) se sitúa por encima del de las emisiones recientes de Caixa Galicia, Caja Murcia, Banco Pastor y Caja General de Canarias -entidades con mejores ratings que CAM- y por debajo del spread de las emisiones de participaciones preferentes de Caja España y Caja Cantabria -entidades con ratings de emisor inferior-.

Es destacable el hecho de que la entidad emisora de los valores objeto de este informe, cuenta con **otros activos representativos de su capital (cuotas participativas) cotizados en los mercados secundarios de capitales**, y que su comportamiento en los últimos meses ha sido muy positivo en comparación con otros títulos de naturaleza cercana emitidos por otras entidades financieras españolas.

En relación al mercado mayorista, los análisis realizados sobre el mercado secundario mayorista para emisiones de participaciones preferentes Tier I con vencimiento a perpetuidad y opción de amortización al 5º año, arrojan las siguientes conclusiones:

- la media de spreads vs swaps a vencimiento para el promedio de emisiones, de las tres fuentes analizadas, con rating Baa1/BBB+ por Moody's y Fitch se situaría, a 25 de mayo de 2009, en la horquilla definida por **455-522 pb** (bid y ask).
- la media de spreads vs swaps a vencimiento para el promedio de emisiones, de las tres fuentes analizadas, con rating Baa3/BBB- por Moody's y Fitch se situaría, a 25 de mayo de 2009, en la horquilla definida por **746-832 pb** (bid y ask).
- Para el hipotético caso de un emisor con ratings de participaciones preferentes entre Baa1/BBB+ y Baa3/BBB- este promedio de fuentes para los spreads vs swaps a vencimiento medios se situaría en **600-677 pb pb** (bid y ask)

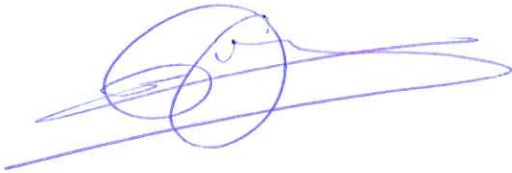
En conclusión, el spread vs swaps para la emisión de CAM objeto de este informe, si consideramos simplemente el "spread a vencimiento sin la call" (607 pb), se encontraría en nuestra opinión **dentro del entorno "razonable" de spreads que definen los niveles promedio de spreads vs swaps a vencimiento para emisiones de naturaleza y calidad crediticia similar en mercados mayoristas** a finales de mayo de 2009, y que se corresponde con la horquilla definida por 600 y 677 pb (bid y ask).

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 finalizado el día 9 de junio de 2009. El trabajo realizado no incluye la actualización del informe por hechos u otras circunstancias que pudieran producirse con posterioridad a la fecha de emisión del mismo.

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



Fdo: Daniel Manzano Romero

Socio- Analistas Financieros Internacionales