

**Comisión Nacional del Mercado de Valores**  
Calle Miguel Ángel, 11  
28014 Madrid

29 de abril de 2010

D. Carlos Contreras Gómez y D. Carlos Stilianopoulos Ridruejo, en nombre y representación CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID, (en adelante “**CAJA MADRID**”) con domicilio social en la Plaza de Celenque, 2 de Madrid, en relación con la “Emisión de Obligaciones Subordinadas CAJA MADRID 2010-1” inscrita por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en fecha 29 de abril de 2010 (de ahora en adelante la “**Emisión**”) comparecen ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES** y,

### **CERTIFICAN**

Que, el contenido de las Condiciones Finales y del Resumen informativo de la Emisión registrados, ambos documentos, en la Comisión Nacional del Mercado de Valores en fecha 29 de abril de 2010, coincide exactamente con el que se adjunta a la presente certificación en soporte informático.

Asimismo, autorizan a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que haga público las Condiciones Finales y el Resumen informativo de la Emisión en soporte informático en su página Web.

**CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID**

---

D. Carlos Contreras Gómez

---

D. Carlos Stilianopoulos Ridruejo



# **CONDICIONES FINALES**

## **EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAJA MADRID 2010-1**

**CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID**

**400.000.000 EUROS ampliables hasta 800.000.000 EUROS**

Las presentes Condiciones Finales complementan el Folleto de Base de Valores no Participativos registrado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 26 de noviembre de 2009, complementado a su vez por el Suplemento al Folleto de Base de Valores No Participativos registrado con fecha de 22 de abril de 2010, y deben leerse en conjunto con el Documento de Registro de la Entidad registrado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 13 de octubre de 2009.

**Advertencia CNMV:**

Los informes de valoración presentados no incorporan en su totalidad los efectos de las turbulencias observadas en los mercados financieros en los últimos días. Por ello, la rentabilidad que ofrece este producto puede ser inferior a la que en estos momentos están exigiendo los inversores profesionales y cualificados, atendiendo al riesgo que incorpora. Por tanto, si el suscriptor quisiera vender estos valores en el mercado secundario podría perder parte de su inversión inicial.

Este producto es un título subordinado, por lo que el titular se sitúa en el orden de cobro en un proceso concursal, en caso de producirse una liquidación del emisor por delante de los tenedores de cuota participativas, participaciones preferentes y deuda subordinada especial, pero por detrás de los titulares de valores con garantía, acreedores ordinarios y depositantes.

Este producto, al no ser un depósito, no goza de ninguna cobertura o garantía por parte de Fondo de Garantía de Depósitos.

En Madrid, a 29 de abril de 2010

**COMPARECEN**

**D. Carlos Contreras Gómez**, mayor de edad, con domicilio a estos efectos, en Madrid, Paseo de la Castellana, 189, con D.N.I. número 389081J.

**D. Carlos Stilianopoulos Ridruejo**, mayor de edad, con domicilio a estos efectos, en Madrid, Paseo de la Castellana, 189, con N.I.E., número X0478655W.

**D. José Luis Escamilla Galindo**, mayor de edad, con domicilio a estos efectos, en Madrid, Paseo de la Castellana, 189, con D.N.I. número 6948793X.

D. Carlos Contreras Gómez y D. Carlos Stilianopoulos Ridruejo se encuentran especialmente facultados para el otorgamiento de las presentes Condiciones Finales, en virtud del acuerdo adoptado por la Comisión Ejecutiva de la Entidad de fecha 29 de marzo de 2010, por delegación del Consejo de Administración de la Entidad de 20 de julio de 2009, autorizado éste a tal efecto por la Asamblea General Ordinaria de la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid del día 22 de junio de 2009, todo ello según queda acreditado mediante Certificación expedida por el Secretario General de la Entidad con el Visto Bueno del Presidente de fecha 30 de marzo de 2010, que queda incorporada al presente documento como parte inseparable del mismo.

D. José Luis Escamilla Galindo, comparece en su propio nombre y derecho, a los solos efectos de aceptar el nombramiento de Comisario del Sindicato de Obligacionistas.

**EXPONEN**

I.- Que al amparo del Folleto de Base de Valores no Participativos inscrito en los Registros Oficiales de la CNMV con fecha 26 de noviembre de 2009, objeto de Suplemento registrado por la CNMV con fecha de 22 abril de 2010 y del acuerdo de la Comisión Ejecutiva de la Entidad de fecha 29 de marzo de 2010 y en uso de las facultades delegadas en el mismo, D. Carlos Stilianopoulos Ridruejo y D. Carlos Contreras Gómez acuerdan los términos y condiciones de la presente emisión y otorga las presentes Condiciones

Finales de la emisión Obligaciones Subordinadas Caja Madrid 2010-1 por importe de 400.000.000 euros ampliable hasta 800.000.000 euros en los términos y condiciones que se establecen más adelante.

II.- Que en cumplimiento de la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, por la que se regula la Emisión de Obligaciones por Sociedades que no hayan adoptado la forma de Anónimas, o por Asociaciones u otras Personas Jurídicas, se constituye el Sindicato de Obligacionistas de la presente Emisión.

A los efectos anteriores los comparecientes,

## **DECLARAN Y ACUERDAN**

### **1. PERSONAS RESPONSABLES DE LA INFORMACIÓN**

Los valores descritos en estas “**Condiciones Finales**” se emiten por Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid, con domicilio social en Madrid, Plaza de Celenque, 2, y C.I.F. número G-28029007 (en adelante, el “**Emisor**”)

D. Carlos Contreras Gómez y D. Carlos Stilianopoulos Ridruejo, especialmente facultados al efecto según acuerdo de la Comisión Ejecutiva de fecha 29 de marzo de 2010 cuya certificación acreditativa forma parte del presente documento de conformidad con lo expuesto anteriormente, y en nombre y representación de Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid, asume la responsabilidad de las informaciones contenidas en estas Condiciones Finales.

D. Carlos Contreras Gómez y D. Carlos Stilianopoulos Ridruejo declaran que, tras comportarse con una diligencia razonable para garantizar que así es, la información contenida en el presente documento es, según su conocimiento, conforme a los hechos y no incurre en ninguna omisión que pudiera afectar a su contenido.

### **2. DESCRIPCIÓN, CLASE Y CARACTERÍSTICAS DE LOS VALORES EMITIDOS**

1. Emisor: CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID (también Caja Madrid)
2. Legislación aplicable: Legislación española. La Emisión se realiza al amparo de la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, por la que se regula la Emisión de Obligaciones por Sociedades que no hayan adoptado la forma de Anónimas, o por Asociaciones u otras Personas Jurídica; adicionalmente por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y sus posteriores modificaciones, por el Real Decreto 1310/2005 de 4 de noviembre, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de o suscripción de valores y el folleto exigible a tales efectos y sus posteriores modificaciones, por la Ley 13/1985, de 25 de mayo, sobre coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, por la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras,

por el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero de recursos propios y la Circular 3/2008 de 22 de mayo del Banco de España, a entidades de crédito sobre determinación y control de recursos propios mínimos y demás legislación vigente aplicable.

3. Garante y naturaleza de la garantía: La Emisión no contará con garantías reales o de terceros. El principal y los intereses que devenguen los valores emitidos estarán garantizados por el total del patrimonio universal del Emisor.
- Se solicitará al Banco de España la computabilidad de la emisión como recursos propios.
4. Naturaleza y denominación de los Valores: Obligaciones Subordinadas
- “Obligaciones Subordinadas Caja Madrid 2010-1”
5. Divisa de la Emisión: EURO
6. Importe nominal y efectivo de la emisión: Euros 400.000.000 euros ampliable hasta 800.000.000 euros. Una vez finalice el Periodo de Suscripción y en caso que al término del mismo no se hubiera suscrito el importe total de la Emisión, el importe se reducirá al efectivamente suscrito.
- Nº de valores: Hasta 800.000, en caso de ampliación de la Emisión.
7. Orden de prelación: Las Obligaciones Subordinadas objeto de la presente emisión presentan la condición de financiación subordinada para los titulares de los valores, entendiéndose por tal, según el artículo 12.1, apartado h) del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras, aquella que, a efectos de prelación de créditos, se sitúa detrás de todos los acreedores comunes:
- Depositantes
  - Acreedores con privilegio
  - Acreedores ordinarios
- La presente Emisión no goza de preferencia en el seno de la Deuda Subordinada emitida por el Emisor.

Las Obligaciones Subordinadas se sitúan por delante de las cuotas participativas que pueda emitir el Emisor y de las participaciones preferentes emitidas por el Emisor o garantizadas por el Emisor, así como por delante de las Deuda Subordinada Especial.

8. Importe nominal y efectivo de los valores: 1.000 Euros  
Precio de Emisión: 100%  
Efectivo unitario: 1.000 Euros.
9. Perfil del inversor: El Emisor ha clasificado a las Obligaciones Subordinadas objeto de la presente emisión como instrumento financiero complejo.
10. Fecha de Emisión y Desembolso: 7 de junio de 2010
11. Tipo de interés: Fija / Variable. Liquidaciones trimestrales

Tipo de Interés Fijo: Desde la Fecha de Desembolso (inclusive) hasta el segundo aniversario de la Fecha de Desembolso, es decir, hasta el 7 de junio de 2012 (exclusive) se devengará una remuneración pagadera cada trimestre igual al 5% anual (5,09% TAE), sobre el importe nominal de las Obligaciones Subordinadas, en función del número de días efectivamente transcurridos en cada Periodo de Remuneración (según se define este concepto a continuación) dividido por trescientos sesenta y cinco (365) (la “**Remuneración Fija**”).

Tipo de Interés Variable: Desde el 7 de junio del 2012, inclusive hasta la amortización de los valores, se devengará una remuneración variable pagadera cada trimestre, igual al que resulte de aplicar el EURIBOR a 3 meses + 2,00% (el “**Margen**”) sobre el importe nominal de las Obligaciones Subordinadas, en función del número de días efectivamente transcurridos en cada Periodo de Remuneración dividido por trescientos sesenta y cinco (365) (la “**Remuneración Variable**”). La Remuneración Fija junto con la Remuneración Variable, se denominará, en adelante, la “**Remuneración**”.

El tipo de interés nominal mínimo aplicable a la Emisión será del 5% (TAE del 5,09%)

<b>Periodo</b>	<b>Nominal Anual</b>	<b>TAE</b>
Desde el 7 de junio de 2010 hasta el 6 de junio de 2012	5%	5,09%
Desde el 7 de junio de 2012 hasta el 6 de junio de 2020	Euribor a 3 meses + 2,00% Con un tipo mínimo de 5%	El equivalente Con un mínimo del 5,09%

A efectos de determinar el tipo de Remuneración en cada periodo de remuneración y de la liquidación de las remuneraciones correspondientes, la duración de la Emisión se entenderá dividida en sucesivos periodos de tiempo (cada uno de ellos, un “**Periodo de Remuneración**”), el primero de los cuales comenzará en la Fecha de Desembolso, inclusive, y concluirá en la primera Fecha de Pago de la Remuneración (según se define este concepto a continuación), exclusive. El segundo y sucesivos Periodos de Remuneración comenzarán en la Fecha de Pago de la Remuneración en que haya concluido el Periodo de Remuneración inmediata y respectivamente anterior, inclusive, y concluirán en la Fecha de Pago de la Remuneración inmediata y respectivamente siguiente, exclusive.

Se entiende por “**Fecha de Pago de la Remuneración**” los días 7 de junio, 7 de septiembre, 7 de diciembre y 7 de marzo de cada año, en el entendido de que si cualquiera de tales fechas no fuere un Día Hábil (según se define este concepto a continuación), la Fecha de Pago de la Remuneración correspondiente se entenderá trasladada al primer Día Hábil inmediatamente siguiente salvo que el mismo cayera dentro del siguiente mes, en cuyo caso se entenderá trasladada al primer Día Hábil inmediatamente anterior.

La primera Fecha de Pago de la Remuneración será el 7 de septiembre de 2010.

Se entiende por “**Día Hábil**” cualquier día en que se encuentre operativo el sistema TARGET 2 (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System).

La cuantía de la Remuneración unitaria correspondiente a un Periodo de Remuneración se calculará de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$R = (N \times I \times A) / 365$$

Donde:

R= Remuneración unitaria

N= Nominal unitario

I= Tipo de remuneración anual aplicable al periodo de devengo en cuestión (en porcentaje)

A= Numero de días efectivamente transcurridos en el periodo

Adicionalmente, el Emisor abonará a los inversores adjudicatarios que hubieran hecho provisión de fondos para la suscripción de Obligaciones Subordinadas durante el periodo comprendido entre la Fecha de Suscripción que corresponda y la Fecha de Desembolso (7 de junio de 2010), ambas fechas incluidas, una cantidad igual al resultado de aplicar al importe depositado para la suscripción de las Obligaciones Subordinadas un tipo de interés nominal del 2,50%.

*(Información adicional sobre el tipo de interés puede encontrarse en los epígrafes 17 y 18 de las presentes Condiciones Finales).*

12. Fecha de amortización final y sistema de amortización:

- Fecha de Amortización a vencimiento. 7 de junio de 2020.
- Precio de amortización: 100 %.

13. Opciones de amortización anticipada:

Para el Emisor: El Emisor podrá amortizar parcial o totalmente la Emisión, libre de gastos, previa autorización del Banco de España, a partir de 7 junio de 2015 en cada Fecha de Pago de Intereses. En caso de amortización parcial, esta podrá realizarse bien mediante disminución del valor nominal de los valores, bien mediante la amortización de los valores que el Emisor pudiera tener en cartera, con sujeción a la normativa aplicable en cada momento. No obstante, el Emisor no tiene intención de proceder a la amortización de la Emisión salvo que se produzcan cambios sustanciales de carácter económico. Se considerarán cambios sustanciales, entre otros los siguientes casos; (i) cuando exista la posibilidad de mejorar la situación financiera o de solvencia del Emisor, mediante la sustitución de la Emisión por otra emisión de valores con mejores condiciones financieras o de mejor calidad; (ii) cuando exista un exceso sustancial de Recursos Propios



computables y (iii) cualquier otro supuesto que mejore la situación financiera o de solvencia del Emisor y; (iv) en el caso de cambios regulatorios que supusieran que la Emisión dejara de ser considerada como computables a efectos de Recursos Propios.

Para el Inversor: No existe amortización anticipada a petición de los inversores.

14. Comparación con otras emisiones: Con el fin de evaluar si las condiciones financieras de la Emisión se adecuan a las condiciones de mercado de otras emisiones similares, el Emisor ha solicitado a dos expertos independientes especializados su opinión. En este sentido, adjunto a la presente se acompañan como Anexo los informes emitidos por AFINET Global, EAFI, S.A. y Natixis Sucursal en España.
15. Admisión a cotización de los valores: Se solicitará la admisión a negociación en AIAF Mercado de Renta Fija, donde los valores se podrían negociar, en caso de que el Emisor así lo solicitase, a través del Sistema Electrónico de Negociación de Deuda de dicho Mercado u otro que pudiera sustituirle.
16. Representación de los valores: Anotaciones en cuenta gestionadas por Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A., (IBERCLEAR), sita en Plaza de la Lealtad, nº 1, 28014 Madrid y sus entidades participantes.

## **TIPO DE INTERES Y AMORTIZACIÓN**

17. Tipo de Interés Fijo: 5% anual (5,09% TAE). Desde la Fecha de Desembolso (inclusive) hasta el segundo aniversario de la Fecha de Desembolso, es decir, hasta el 7 de junio de 2012 (exclusive).
18. Tipo de Interés variable: Euribor a 3 meses más el Margen (2,00%), con un tipo de interés mínimo del 5% (5,09% TAE). Desde el segundo aniversario de la Fecha de Desembolso hasta la amortización de los valores.
- La fijación del Euribor a 3 meses se realizará para cada período trimestral de devengo de la remuneración y se tomarán como referencia los datos publicados en la página Reuters 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 período trimestral de que se trate. Este tipo de remuneración se tomará por su valor oficial publicado sin aplicar ningún tipo de transformación. Si dicha página, o cualquiera que pudiera sustituirla no estuviera disponible, se tomará como página relevante, por este orden, las páginas de información electrónica que ofrezcan los tipos Euribor (publicados por la British Bankers Association) de Telerate, Bloomberg, o cualquier otra creada que sea práctica de mercado para reflejar el Mercado Interbancario del EURO.

En el supuesto de que en una fecha de determinación no se publique el EURIBOR a tres meses en la forma determinada en el apartado anterior, se aplicará a las Obligaciones Subordinadas, un tipo de remuneración sustitutiva (el “**Tipo de Remuneración Sustitutiva**”), el cual se determinará mediante la adición de los siguientes componentes:

- la media aritmética de los tipos de interés interbancarios ofrecidos por las Entidades de Referencia en el Mercado Interbancario de la Zona Euro, aproximadamente y con posterioridad a las 11:00 horas de la mañana (Central European Time) en la Fecha de Determinación, para depósitos en cuantía igual o sensiblemente igual al importe de esta emisión y por un plazo de tiempo igual al del Periodo de Remuneración en cuestión, y
- el Margen.

En la determinación del Tipo de Remuneración Sustitutiva no se realizará redondeo.

A efectos del presente apartado, son “**Entidades de Referencia**”:

- Banco Santander, S.A.
- Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.
- Caixa D’Estalvis i Pensions de Barcelona.

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 dos 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.

19. Amortización de los valores: 7 de junio de 2020, sin perjuicio de la posibilidad de amortización anticipada.
- Precio 100%

## RATING

20. Rating de la Emisión: La presente Emisión no ha sido objeto de calificación crediticia.

Rating a largo plazo del Emisor y fecha de otorgamiento de la calificación:

Standard & Poor: A: 15 de septiembre de 2009  
Fitch: A+; 22 de abril de 2009  
Moody's: A1: 15 de junio de 2009

Las emisiones de deuda subordinada del Emisor calificadas por las agencias de calificación mantienen la siguiente calificación que fue otorgada en la siguiente fecha:

Standard & Poor: A- : 15 de septiembre de 2009  
Fitch: A: 22 de abril de 2009  
Moody's: A2: 15 de junio de 2009

La perspectiva de las anteriores calificaciones es: **“Negativa”**

## DISTRIBUCIÓN Y COLOCACIÓN

21. Colectivo de Potenciales Suscriptores a los que se dirige la Emisión: Público en general
22. Importe mínimo de suscripción: 1.000 euros.
23. Periodo de Suscripción: El periodo de suscripción comenzará a las 8:30 horas del día 3 de mayo de 2010 y finalizará a las 14:30 horas del 28 de mayo de 2010.

24. Tramitación de la suscripción:

Directamente a través de la red de oficinas del Emisor y de ALTAE BANCO, S.A. (en adelante, las “**Entidades Colocadoras**”).

De conformidad, con los procedimientos aprobados por la Entidad en desarrollo de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, en su redacción vigente y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, el Emisor ha calificado esta emisión como instrumento financiero complejo. Ello exige que, con carácter previo a la contratación en el periodo de suscripción, se informe a los clientes de que:

- Deben cumplimentar el *test* de conveniencia asociado al producto para valorar el conocimiento y experiencia y en el caso de clientes a los que se preste el servicio de asesoramiento de inversiones el *test* de idoneidad.

- Está a su disposición tanto el Folleto de Base de Emisión de Valores de Renta Fija registrado en la Comisión Nacional del Mercado de valores con fecha 26 de noviembre de 2009, como las Condiciones Finales y el Resumen de la Emisión de Obligaciones Subordinadas 2010-1, donde se describe la Emisión.

- Con anterioridad a la contratación de la emisión, se le hará entrega del Resumen informativo de la emisión registrado en CNMV, que deberá firmar.

Las Entidades Colocadoras custodiarán una copia del Resumen informativo firmado por el cliente y de la orden de suscripción de la emisión y se entregará al cliente copia del Resumen informativo y copia de la orden de suscripción firmados.

Los inversores que deseen suscribir Obligaciones Subordinadas podrán formular, durante el Periodo de Suscripción, Órdenes de Suscripción que deberán ser otorgadas por escrito y/o impresa mecánicamente y firmadas por el inversor interesado en el correspondiente impreso que la Entidad Colocadora deberá facilitarle y del que se entregará copia al cliente. No se aceptará ninguna orden que no posea todos los datos identificativos del peticionario que vengan exigidos por la legislación vigente

para este tipo de operaciones (nombre y apellidos o denominación social, domicilio, NIF, CIF o número de tarjeta de residencia tratándose de extranjeros con residencia en España o, en caso de tratarse de no residentes en España que no dispongan de NIF, número de pasaporte y nacionalidad). En las Órdenes de Suscripción formuladas por menores de edad o cualesquiera otras personas privadas de su capacidad de obrar deberá recogerse asimismo el NIF de su representante legal.

Las Órdenes de Suscripción deberán reflejar el número de Obligaciones Subordinadas que desea suscribir el peticionario, que deberá ser, al menos, 1 Obligación Subordinada y el importe en euros que se desea invertir que se confirmará mediante la firma de la Orden de Suscripción realizada.

No existe un límite máximo para el número de Obligaciones Subordinadas que se desee invertir.

La oficina ante la que se formule la Orden de Suscripción 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 las Entidades Colocadoras.

La suscripción de Obligaciones Subordinadas conlleva, automáticamente, una disminución del número total de Obligaciones Subordinadas que se pueden emitir.

Las Órdenes de Suscripción serán irrevocables, salvo en el caso que, cualquiera de las agencias de calificación crediticia que califican al Emisor rebajasen la clasificación crediticia del Emisor, o de cualquier otra emisión del Emisor de análoga naturaleza a la Emisión durante el Periodo de Suscripción en curso. En este caso, se abrirá un periodo de revocación a favor de los inversores de dos días hábiles a contar desde la publicación por el Emisor de un Suplemento a las presentes Condiciones Finales comunicando el descenso del *rating* del Emisor o de cualquier emisión de naturaleza análoga a la Emisión del Emisor. En dicho periodo de revocación, los inversores que así lo deseen, podrán revocar las Órdenes de Suscripción en el Periodo de Suscripción en el que se comunicó la bajada del *rating* correspondiente.

Será necesario tener abierta cuenta de valores y de efectivo en alguna de las Entidades Colocadoras. Si para la suscripción de los valores fuese precisa la apertura de algún tipo de cuenta en dichas entidades, ésta será libre de gastos para el suscriptor, al igual que el cierre de dichas cuentas. No obstante, respecto a los gastos que se deriven del mantenimiento de dichas cuentas, las Entidades Colocadoras podrán aplicar las comisiones que tenga previstas en sus cuadros de tarifas.

Las Entidades Colocadoras podrán exigir a los peticionarios una provisión de fondos para asegurar el pago del importe de las suscripciones. Los fondos de los inversores a los que se adjudiquen valores serán remunerados por las Entidades Colocadoras a un tipo de interés nominal del 2,50% anual (Base Act./365). Los citados intereses se devengarán desde el primer día del depósito hasta la Fecha de Desembolso. En el supuesto de que dicha provisión de fondos hubiera de ser devuelta, está se realizará libre de cualquier gasto o comisión, con fecha valor no más tarde del día hábil posterior al del cierre del Periodo de Suscripción.

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

Las Órdenes de Suscripción no podrán ser cursadas telefónicamente ni por Internet.

25. Procedimiento de adjudicación y colocación de los valores:

Orden cronológico

26. Desembolso:

Mediante adeudo en la Fecha de Desembolso (7 de junio de 2010 en la cuenta corriente, de ahorro o a la vista, asociada a una cuenta de valores, que el suscriptor tenga abierta en la Entidad Colocadora en el momento de presentar la Orden de Suscripción. Las Entidades Colocadoras podrán exigir provisión de fondos que se remunerará a los adjudicatarios al 2,50%

nominal anual (TAE 2,53%) que se abonará en la Fecha de Desembolso.

27. Entidades Directoras: N/A

28. Entidades Aseguradoras: N/A

29. Entidades colocadoras: Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid  
ALTAE BANCO, S.A.  
(a través de su redes de oficinas)

30. Entidades Coordinadoras: N/A

31. Entidades de Contrapartida y Obligaciones de Liquidez:

Se solicitará la admisión a negociación en AIAF Mercado de Renta Fija de las Obligaciones Subordinadas, donde los valores se podrían negociar, en caso de que el Emisor así lo solicitase, a través del Sistema Electrónico de Negociación de Deuda de dicho Mercado u otro que pudiera sustituirle. No es posible garantizar que se produzca una negociación activa en dicho mercado, así como tampoco el desarrollo o liquidez de los mercados para esta Emisión.

Adicionalmente, el Emisor ha formalizado un Contrato de Liquidez con Banco Popular Español (la “**Entidad de Liquidez**”).

En virtud de dicho contrato, la Entidad de Liquidez se compromete a ofrecer liquidez en el mercado español a los titulares de obligaciones Subordinadas 2010-1. En concreto, se obliga a cotizar precios de compra y venta de las Obligaciones Subordinadas 2010-1. Los precios que cotice la Entidad de Liquidez serán fijados atendiendo a las condiciones del mercado existentes en cada momento teniendo en cuenta la rentabilidad de la Emisión, 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.

Los precios cotizados por la Entidad de Liquidez serán vinculantes para órdenes de compra y venta de Obligaciones Subordinadas 2010-1 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 POPURF de Reuters y adicionalmente informará vía telefónica en el número de teléfono 91 577 81 16.

La Entidad de Liquidez podrá excusar el cumplimiento de sus obligaciones de dar liquidez cuando las Obligaciones Subordinadas 2010-1 en libros que ostente, adquiridas directamente en el mercado, en cumplimiento de su actuación como Entidad de Liquidez, excedan en cada momento de un 10% del importe efectivo de la Emisión.

32. Restricciones de Venta o a la Libre circulación de los Valores:

No existen restricciones de venta o a la libre circulación de los valores.

33. Representación de los Inversores:

Se constituye un Sindicato de Obligacionistas conforme al modelo incluido en el Folleto Base de Valores no Participativos registrado en CNMV el día 26 de noviembre de 2009 y cuyas normas de funcionamiento se reflejan en el apartado 3.

34. Cuadro del servicio financiero del empréstito:

Para el cálculo de los intereses brutos se ha considerado el tipo del Euribor a 3 meses constante para toda la vida de la emisión del 0,635%.



Fecha	Intereses Brutos y Gastos de emisión	(Desembolso) Amortización	Fecha	Intereses Brutos y Gastos de emisión	(Desembolso) Amortización
07/06/2010		(1.000 €)	07/06/2015	12,60 €	
07/09/2010	12,60 €		07/09/2015	12,60 €	
07/12/2010	12,47 €		07/12/2015	12,47 €	
07/03/2011	12,33 €		07/03/2016	12,47 €	
07/06/2011	12,60 €		07/06/2016	12,60 €	
07/09/2011	12,60 €		07/09/2016	12,60 €	
07/12/2011	12,47 €		07/12/2016	12,47 €	
07/03/2012	12,47 €		07/03/2017	12,33 €	
07/06/2012	12,60 €		07/06/2017	12,60 €	
07/09/2012	12,60 €		07/09/2017	12,60 €	
07/12/2012	12,47 €		07/12/2017	12,47 €	
07/03/2013	12,33 €		07/03/2018	12,33 €	
07/06/2013	12,60 €		07/06/2018	12,60 €	
07/09/2013	12,60 €		07/09/2018	12,60 €	
07/12/2013	12,47 €		07/12/2018	12,47 €	
07/03/2014	12,33 €		07/03/2019	12,33 €	
07/06/2014	12,60 €		07/06/2019	12,60 €	
07/09/2014	12,60 €		07/09/2019	12,60 €	
07/12/2014	12,47 €		07/12/2019	12,47 €	
07/03/2015	12,33 €		07/03/2020	12,47 €	
			07/06/2020	12,60 €	1.000 €

35. TIR para el Tomador de los Valores:

5,09 %. Debe tenerse en cuenta que para el cálculo de la TIR para el tomador, se ha considerado que la emisión se ha desembolsado íntegramente el día 7 de junio de 2010. Como se desconoce cual será la evolución de los tipos de interés Euribor a 3M, para el cálculo del tipo de interés variable, a partir del 7 de junio de 2012, a los efectos del ejemplo anterior, se ha supuesto que se aplica el tipo de interés mínimo 5% anual hasta la fecha de amortización, 7 de junio de 2020. Por tanto, y bajo la hipótesis mencionada, en caso de amortización anticipada la TIR anualizada para el tomador será de 5,09%

36. Interés efectivo previsto para el Emisor: TIR: 5,09%

Los gastos de la Emisión estimados son (publicidad, tasas CNMV, Iberclear, AIAF, etc) ascienden aproximadamente a: 14.926 euros.

## INFORMACION OPERATIVA DE LOS VALORES

37. Agente de Pagos: Caja Madrid

38. Agente de Cálculo: Caja Madrid

39. Calendario relevante para el pago de los flujos establecidos en la emisión: Target 2
40. Régimen fiscal: Las rentas de los valores estarán sujetas a tributación de acuerdo con la legislación fiscal aplicable en cada momento. Dicho régimen fiscal se encuentra detallado en el folleto Base de Valores no Participativos de Caja Madrid registrado en la CNMV en 26 noviembre de 2009. No obstante, debe tenerse en cuenta que, como consecuencia de la modificación de la norma sobre el IRPF la retención aplicable para personas físicas será del 19%. Se recomienda a los suscriptores que contacten con su asesor fiscal quien, a la vista de sus circunstancias particulares, podrán prestar un asesoramiento personalizado.

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

La presente emisión se realiza en virtud del acuerdo adoptado por la Comisión Ejecutiva de la Entidad de fecha 29 de marzo de 2010, por delegación del Consejo de Administración de la Entidad de 24 de julio de 2009, autorizado éste a tal efecto por la Asamblea General Ordinaria de la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid del día 18 de mayo de 2009.

De conformidad con el epígrafe 4.10 del Folleto Base al amparo del que se realiza la presente emisión de valores y según las reglas y Estatutos previstos en él en relación con la constitución del Sindicato de Obligacionistas, para la presente emisión de valores se procede a la constitución del Sindicato de Obligacionistas de la Emisión de Obligaciones Subordinadas Caja Madrid 2010-1, por importe de 400.000.000 ampliable hasta 800.000.000 de euros cuya dirección se fija a estos efectos en Plaza de Celenque nº 2, 28013 Madrid.

De la misma forma, se nombra Comisario del Sindicato a **D. José Luis Escamilla Galindo**, quien acepta. El Comisario del sindicato tendrá las facultades que le atribuyen los estatutos incluidos en el epígrafe 4.10 del Folleto Base mencionado anteriormente y que se reproducen a continuación:

**Artículo 1.** - *Con la denominación “Sindicato de Obligacionistas de la Emisión de Obligaciones Subordinadas Caja Madrid 2010-1” queda constituido un sindicato que tiene por objeto la defensa de los intereses y derechos de los titulares del Deuda Subordinada Caja Madrid 2009-1, emitidos por CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID..*

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

**Artículo 3.** - *El domicilio del Sindicato se fija en Plaza de Celenque, nº 2, 28013 de Madrid.*

**Artículo 4.** - *Son Órganos del Sindicato la Asamblea General de Obligacionistas y el Comisario.*

*La Asamblea de Obligacionistas acordará el nombramiento de un Secretario a efectos de certificar los acuerdos de la misma.*

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

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

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

**Artículo 8.** - *En todo lo no previsto en el presente Reglamento será de aplicación la Ley 211/1964, de 24 de Diciembre, sobre regulación de la emisión de obligaciones por Sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas, asociaciones u otras personas jurídicas y la constitución del Sindicato de Obligacionistas y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de Diciembre.*

#### **4. ACUERDOS DE ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN**

Se solicitará la admisión a negociación de los valores descritos en las presentes Condiciones Finales a AIAF Mercado de Renta Fija, y se solicitará su cotización en un plazo inferior a 30 días desde la Fecha de Desembolso. En caso de incumplimiento, se publicarán las causas que lo han motivado en el Boletín Oficial de AIAF.

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

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

#### **5. SALDO DE PROGRAMA.**

El límite de endeudamiento de Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid al amparo del Folleto de Base de Valores no Participativos de Caja Madrid, inscrito en los Registros Oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 26 de noviembre de 2009, es de TREINTA MIL MILLONES (30.000.000.000) DE EUROS.

Teniendo en cuenta la presente emisión, el límite disponible de endeudamiento es de VEINTISIETE MIL SEISCIENTOS DOCE MILLONES (27.612.000.000) DE EUROS.

La emisión se realizará de conformidad con la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores, el Real Decreto 1310/2005 de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 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 y la Ley 211/ 1964 de 24 de diciembre, por la que se regula la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas o por asociaciones u otras personas jurídicas.

En prueba de conformidad con el contenido de este documento, lo firman las partes por duplicado, siendo un ejemplar para el Emisor y otro para la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

### **CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID**

---

**D. Carlos Contreras Gómez**

---

**D. Carlos Stilianopoulos Ridruejo**

---

**D. D. José Luis Escamilla Galindo**  
Comisario del Sindicato de Obligacionistas

**Sr. D. Carlos Contreras**  
**Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid**  
**Paseo de la Castellana, 189. 3ª planta**  
**28046 Madrid**

30 de marzo de 2010

**Ref. Emisión minorista de Obligaciones Subordinadas Lower Tier II de Caja Madrid**

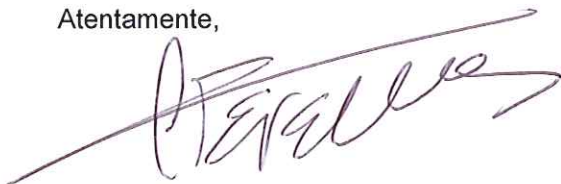
La Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid (en adelante "Caja Madrid") demanda la opinión de Natixis sobre el nivel de emisión que, indicativamente, tendría una potencial emisión minorista de Obligaciones Subordinadas Lower Tier II de Caja Madrid.

La opinión que estamos dando se refiere a la situación actual de mercado y valorar la emisión que Caja Madrid está ofreciendo al mercado minorista y comparar la rentabilidad de ésta con las emisiones similares que hemos visto en España y considerar si la rentabilidad de esta emisión se ajusta de manera adecuada a las condiciones actuales de mercado y a emisiones comparables. Como todas las opiniones es una opinión subjetiva ya que la verdadera rentabilidad demandada en un mercado mayorista sólo podría observarse objetivamente si esta hipotética emisión mayorista se realizara realmente en las condiciones actuales de mercado.

Nuestra opinión se recoge en el Informe adjunto, que aglutina la información remitida previamente al emisor en el mes de marzo.

Sin otro particular, quedamos a su disposición para cualquier asunto relacionado con esta opinión.

Atentamente,



Carlos Perelló  
Managing Director  
Head of Capital Markets  
NATIXIS Sucursal en España

## INDICE

### 1. INTRODUCCIÓN

- 1.1 Entorno económico y financiero
- 1.2 Financiación y solvencia
- 1.3 Condiciones de demanda en los mercados de capitales

### 2. VALORACIÓN

- 2.1 Estructura de flujos y condiciones del instrumento financiero
- 2.2 Identificación individual de elementos opcionales o estructuras de tipos de interés
- 2.3 Metodología de valoración de los componentes de la estructura
- 2.4 Cálculo del diferencial global sobre curva de referencia

### 3. COMPARABLES

- 3.1 Emisiones recientes comparables
- 3.2 Emisiones comparables con distinto orden de prelación
- 3.3 Datos relevantes de CDS
- 3.4 Referencias de mercado secundario
- 3.5 Valoraciones de emisiones similares realizadas para inversores institucionales

### 4. CONCLUSIONES

### ANEXOS

### DISCLAIMER



## 1. INTRODUCCIÓN

### 1.1 Entorno económico y financiero

El entorno macroeconómico ha mejorado desde 2009 por los datos macro en EEUU y por el hecho de que el "problema griego" parece solucionarse. La Fed en su comunicación al mercado a través del Beige Book y después de sus reuniones mensuales ha dejado claro que la situación se ha estabilizado y que, en algunas áreas y sectores, se ve cierta recuperación. Sin embargo sigue manteniendo su política de bajos tipos durante un periodo largo "extended period". Esto impide que la rentabilidad de los Bonos de Gobierno suba de manera importante y favorece las compras de Bonos Corporativos o emisiones con spreads elevados porque el carry generado, en un momento de necesidad de ingresos financieros, es importante. Este primer trimestre 2010 ha visto el mayor volumen de emisiones sub-investment grade es su historia con \$67.8Bill debido al carry que ya hemos comentado y porque este tipo de Bonos han generado alrededor de 60% de rentabilidad a los inversores en 12 meses. Por otra parte el default esperado en sub-investment grade se espera caiga al 5% desde niveles del 14% en 2009.

La clave está en EEUU ya que históricamente Europa le sigue con un retraso de 2 a 3 trimestres, también es importante la decisión de China sobre su política cambiaria y creemos que tendrá que apreciarla entre un 3 a un 5% lo que, en teoría, debía generar mayores compras de la población China al resto del mundo. Hablando de los países Emergentes vemos que han consolidado los crecimientos obtenidos en 2009 y no esperamos ningún revés en estos crecimientos, si bien, en todo caso, podrían tener ciertos problemas con la inflación que está atrayendo capitales especulativos por el diferencial de tipos de interés con las economías desarrolladas.

Con todo esto vemos continuas compras en Bonos Corporativos, HY y Bonos Financieros de Entidades con nombre reconocido y que paguen un spread atractivo. No creemos que esta tendencia vaya a cambiar en el corto o medio plazo a menos que la economía sufra un shock inesperado geopolítico que, por definición, es impredecible. Los datos económicos no creo generen un shock de tal calibre que cambie esta tendencia con los tipos a corto tan bajos y con las expectativas de inflación bien ancladas por debajo de los objetivos de los Bancos Centrales.

### 1.2 Financiación y solvencia

Actualmente los mercados de capitales se encuentran en un mejor tono que el mostrado hace unos meses en los que los inversores estaban muy reticentes a dar dinero a las instituciones financieras por la desconfianza en sus balances y solo emisiones garantizadas estaban siendo colocadas correctamente (y no todas).

A partir de la implantación de medidas de apoyo al sistema financiero por parte de reguladores globales y Estados, se abrió la posibilidad para gran parte de los emisores europeos de salir a mercado a través de instrumentos que no se veían desde hacía tiempo. Aún así, en España sólo vimos 5 nombres "capaces" de salir a mercado en formato senior, pero si que se produjo la apelación de muchas más entidades a través de Cédulas hipotecarias a partir de la creación del Programa de Compras por parte de Bancos Centrales de mayo de 2009.

Sin embargo, en lo que llevamos de 2010, la situación se ha convertido en más difícil para muchos de los emisores tras la inestabilidad mostrada por algunos Soberanos europeos (fundamentalmente Grecia) que se ha trasladado rápidamente a los denominados "Países Periféricos" (Irlanda, Portugal, España, Italia) y, a su vez, a las entidades financieras de cada uno de estos países por un incremento del riesgo país. Los Tesoros de estos países han tenido más dificultad a la hora de buscar financiación en mercado de capitales y, por ende, estos mayores spreads que soportan, se trasladan a los otros sectores emisores, fundamentalmente al sector financieros, que, en España, ya viene sufriendo bastante tras las inestabilidades propias del mercado inmobiliario y el empeoramiento de los ratios de mora y capital de algunas entidades.

Así pues, en este 2010 hemos visto cómo se ha ampliado la diferenciación entre entidades y sólo los nombres de mejor calificación crediticia han podido salir a mercado en un principio. En España este hecho es especialmente claro.

La situación está algo mejor para Corporates que tengan muchos clientes (Telecom, Utilities etc) y que no estén muy apalancados en su balance y con un tamaño grande. Siguen financiándose en mercado de manera recurrente y con menos castigo que el que sufre el sector financiero.

El problema bancario realmente solo se solucionará con el tiempo ya que las medidas tomadas sólo evitan que los bancos hagan "default" pero el desapalancamiento necesario solo se puede conseguir con la amortización de activos. Para que este tiempo sea lo más corto posible es necesario, creemos, que se restablezca la confianza en los balances de los bancos y que los bancos demuestren que tienen suficiente Capital Core para poder ser un "ongoing concern" a pesar de las valoraciones de los activos actuales. Esta etapa creemos que se está superando y cada vez más número de emisores financieros en Europa cuentan con la confianza necesaria para salir a mercado de manera exitosa. Lo que sí es cierto es que, actualmente, los problemas o inestabilidades geo-políticas afectan de manera más generalizada y por más tiempo, lo que crean las famosas ventanas de emisión que hacen que veamos períodos de actividad nula seguidos de períodos de actividad frenética de emisiones cuando se toman las medidas necesarias para corregir esas inestabilidades.

Es el caso de las medidas conjuntas aprobadas por los Ministros de la Eurozona para Grecia, que provocaron un aluvión de nuevas emisiones pero, nuevas declaraciones acerca de la dificultad que afrontará Grecia a pesar de estos apoyos para devolver sus deudas, frenaron en seco la actividad. En definitiva, no nos encontramos aún ante una etapa de estabilidad en la confianza en los bancos y Gobiernos que haga que las malas y buenas noticias se digieran con menos volatilidad.

Así pues, en España las emisiones en cualquiera de los formatos ahora se diferencian entre los grandes Bancos y Cajas y el resto. La demanda de fuera de España sobre el segundo grupo es mínima y por tanto se necesita una demanda doméstica fuerte para conseguir un volumen adecuado.

España ha vendido muchísimo papel durante la época buena de los mercados y los inversores se han encontrado con mucho papel doméstico en las carteras de papel español y los datos macro de España, como país, no son muy positivos, así como las expectativas del país.

### **1.3 Condiciones de demanda en los mercados de capitales**

La demanda de los mercados de capitales se concentra en estos momentos en los formatos Senior y Covered para determinados nombres con buenas calificaciones crediticias. Los inversores relativizan los emisores en gran medida actualmente y, los "mejores" nombres pueden elegir formato senior o covered en casi cualquier plazo de la curva. Los plazos largos, a partir del 5 años, están reservados para nombres con ratings AA o nombres de jurisdicciones con fuerte apoyo doméstico (ejemplos claros son los Covered franceses, alemanes y nórdicos). Los plazos por debajo de 5 años son los más utilizados por nombres de ratings más bajos.

Por otro lado, la demanda está concentrada también en nuevas emisiones de Gobiernos europeos pagando los márgenes exigidos (muy superiores a los vistos en meses anteriores) y Corporates en plazos hasta 10 años.

Las emisiones de Capital, aunque más comunes que el año pasado, siguen siendo escasas y están centradas en emisores de buena calidad crediticia.



## 2. VALORACION

### 2.1 Estructura de flujos y condiciones del instrumento financiero

- Vencimiento: máximo 10 años, con posible opción de amortización anticipada, a la par, por parte del emisor, a partir del quinto aniversario de la fecha de emisión.
- Cupón fijo del 5% nominal pagadero trimestralmente durante los 2 primeros años
- Cupones trimestrales flotantes de Euribor a 3 meses más 200pbs a partir de entonces, con floor de un 5%.

### 2.2 Identificación individual de elementos opcionales o estructuras de tipos de interés

Posibilidad de opción de amortización anticipada, a la par, por parte del emisor, a partir del quinto aniversario de la fecha de emisión.

### 2.3 Metodología de valoración de los componentes de la estructura

El pricing de este tipo de emisiones es muy simple ya que no tiene opcionalidad de amortización por tipo de interés (ver abajo) y tampoco componente quanto, ni correlación de ningún tipo. Es simplemente el valor presente de los flujos futuros los cuales son conocidos de antemano. Los flujos se descuentan en función de la curva cero del mercado IRS en mercado en el momento del pricing.

### 2.4 Cálculo del diferencial global sobre curva de referencia

Valoramos la emisión en su conjunto sin tener en cuenta la opción de amortización anticipada porque es una opción de crédito que depende de cómo Caja Madrid se financiaría en el mercado en una emisión similar. Por tanto esta opción la podríamos llamar "Opción de Reposición" ya que Caja Madrid la ejercerá si las condiciones de mercado mejoran para sustituir esta emisión por la nueva y que salga una "reposición" financieramente positiva para el emisor.

Los parámetros que utilizamos para el cálculo del Spreads final para el emisor son:

- a) Consideraremos que el vencimiento final es de 10 años (ver punto anterior)
- b) Utilizamos los forward del Euribor para calcular los cupones a partir del año 3
- c) Tenemos en cuenta el floor del 5% si el cupón sale < 5%. Actualmente el valor en puntos básicos de este floor sería de 41bps QMM para un 5 años y de 34bps QMM para el 10 años. .

Si Caja Madrid no amortiza la emisión, el pago de un cupón fijo del 5% anual durante los dos primeros años y de un interés flotante de Euribor a 3 meses más 200pbs los siguientes 8 años, con un floor del 5%, equivaldría a una rentabilidad de alrededor de Euribor 3m + 275pbs.

Si Caja Madrid decidiera amortizar la emisión al final del año 5, la rentabilidad esperada por el inversor sería de alrededor de un Euribor 3m + 305 pbs, habiendo recibido 5% los primeros 2 años y Eur3m+200pbs los siguientes 3 años calculados con la curva forward del Eur3m de hoy y con floor para estos últimos 3 años al 5%.

En el Anexo IV mostramos los detalles de los cálculos de rentabilidad.

## 3. COMPARABLES

Encontrar comparables es complicado ya que el mercado se mueve mucho de unas semanas a otras. Lo que es importante es saber de qué riesgos estamos hablando, que es un riesgo financiero, cuya probabilidad de default es muy baja debido al apoyo público de este tipo de instituciones y sobre todo en aquellas instituciones que tienen un fuerte componente comercial y cuya importancia local es muy elevada, como es el caso de las Cajas españolas. Los Spreads del mercado de crédito después del default de Lehman, tienen un fuerte componente de prima de liquidez y de consumo de capital en un contexto donde el capital bancario es muypreciado, ya que se demanda unos ratios de capital superiores a los niveles de antes de la crisis.

Un período coherente a tener en consideración a efectos de la valoración sería **período enero 2009 – marzo 2010**.


### 3.1 Emisiones recientes comparables

Las emisiones comparables son las emisiones que hemos visto recientemente en el mercado retail español por parte de otras Cajas y Bancos españoles. Las emisiones institucionales últimas son tan lejanas en el tiempo que no son en absoluto un comparable.

Quizás el mejor comparable, además de otras emisiones retail, es el nivel de compra de algunas emisiones subordinadas Lower Tier 2 de algunos emisores comparables.

Mostramos en la Tabla de abajo las últimas emisiones Retail LT2 de Cajas y Bancos españoles:

Emisor	Rating	Fecha Emisión	Remuneración	Tamaño (€ MN)	Spread
Caja Duero	A	Enero 2009	Eur 3m + 400bps (step-up 50bps a los 5 años)	132,5	420bps
Caja Murcia	A+	Enero 2009	Tipo fijo 5.952% el primer cupón y Variable Eur 6m + 275bps después (step-up 75bps a los 5 años)	50	275bps
La Caixa	AA-	Enero 2009	Tipo fijo 5.87% hasta 2010 y Variable Eur 6m + 200bps después (cap 6% / floor 4%)	2500	200bps
Bancaja	A-	Abril 2009	Tipo fijo del 7.25% hasta 2011 y Variable Eur 3m + 390bps después (step-up de 75bps a los 5 años)	1000	445bps
Caixa Sabadell	BBB+	Mayo 2009	Tipo fijo del 7.5% hasta 2010 y Variable Eur 3m + 525bps después (step-up de 75bps a los 10 años)	35	550bps
Caixa Penedés	A-	Mayo 2009	Tipo fijo del 6.5% hasta 2010 y Variable Eur 3m + 425bps después (step-up de 75bps a los 5 años y Floor 5%)	260	463bps
Caja Navarra	A	Mayo 2009	Tipo fijo 6.25% hasta 2011 y Variable Eur 3m + 300bps después (step-up de 50bps a los 5 años y Floor 4%)	200	355bps
Cajastur	A	Mayo 2009	Tipo fijo del 5.00% hasta 2010 y Variable Eur 3m + 280bps después (Floor 4.80% y step-up de 75bps a los 5 años)	200	330bps
Sa Nostra	BBB+	Junio 2009	Tipo fijo 6.00% hasta 2010 y Variable Eur 3m + 500bps después (step-up de 75bps a los	60	525bps



			5 años)		
Caja Duero	A	Junio 2009	Eur 3m + 410bps (step-up de 50bps a los 5 años)	200	435bps
Caixa Terrassa	BBB+	Julio 2009	Tipo fijo del 7.25% hasta 2011 y Variable Eur 3m + 475bps después (step-up de 25bps a los 5 años y Floor 6.00%)	35	505bps
La Caja de Canarias	BBB+	Septiembre 2009	Eur 6m + 400bps (step-up de 50bps a los 5 años)	21,15	410bps
Bankinter	A+	Septiembre 2009	Tipo fijo del 6.375% anual (sin opciones de amortización anticipada)	250	290bps
Banco Gallego	BBB	Octubre 2009	Tipo fijo del 6.00% hasta 2012 y Variable Eur 3m + 490bps después (Floor 5.40%)	50	448bps
Caixanova	A-	Octubre 2009	Tipo fijo del 4.00% hasta 2010 y Variable Eur 3m + 280bps después (step-up de 10bps a los 5 años)	50	286bps
Caja Rioja	A-	Diciembre 2009	Eur 6m + 300bps (step-u de 50bps a los 5 años)	30	305bps
Caja Guadalajara	BBB-	Diciembre 2009	Tipo fijo del 6.00% hasta 2011 y Variable Eur 3m + 500bps después (step-up de 50bps a los 5 años)	8,5	497bps
Banco Popular	AA-	Diciembre 2009	Tipo fijo del 5.702% hasta 2014 y Variable Eur 3m + 360bps después (en formato canje por preferentes)	336,15	325bps
Caja España	BBB+	Enero 2010	Tipo fijo del 4.15% hasta 2015 y Variable Eur 3m + 182bps después (formato canje)	100	375bps
La Caixa	AA-	Marzo 2010	Tipo fijo del 5.00% hasta 2011 y Variable Eur 3m + 100bps después (Cap 6.00% y Floor 4.00%)	3000	150bps

Como se puede observar, la emisión propuesta por Caja Madrid (cupón fijo del 5% durante los dos primeros años y Variable Euribor 3 meses + 200bps durante los otros 8 años, con un floor al 5%) está en línea con algunas de las emisiones anteriores.

### 3.2 Emisiones comparables con distinto orden de prelación

La prelación de la deuda híbrida o capital híbrido actual es muy poco importante. Después del default de Lehman y de los bancos islandeses la tasa de recuperación de la deuda bancaria se ha reducido considerablemente. Los ejemplos de estos bancos muestran una tasa de recuperación inferior al 10% en su deuda Senior por lo que la tasa de recuperación de la deuda híbrida o capital híbrido, que sea LT2, UT2 o T1, es la misma esto es muy cercana al 0%.

La diferencia entre estos 3 tipos de instrumentos de capital es en cuanto al diferimiento de intereses, acumulación de cupones impagados y la definición de default si se deja de pagar 1 cupón (LT2) versus el UT2 y T1. En el mercado actualmente no hay una gran diferencia en precio entre estos tres tipos de Capital y menos entre el UT2 y el T1.

### 3.3 Datos relevantes de CDS

Consideramos que el nivel de CDS no es estimativo para hablar de la bondad o no de la rentabilidad ofrecida por un instrumento financiero emitido por Caja Madrid.

El motivo que nos lleva a opinar de esta manera es el de la iliquidez que se encuentra en este instrumento para algunas entidades. Diríamos que el CDS es representativo del riesgo de crédito para muy pocas entidades financieras españolas e incluso nos ceñiríamos sólo a BBVA y Santander. La posibilidad de que un inversor pueda cubrirse el riesgo de crédito de Caja Madrid vía compra de CDS (ya sea en formato Senior o Subordinada) es limitada. La iliquidez de los CDS de Caja Madrid hace que creamos que no son un referente a ser utilizado hipotéticamente para cubrir el riesgo de Caja Madrid.

En general, los inversores que entran en este tipo de riesgos (que realmente engloban a gran parte de las entidades financieras españolas y europeas), se cubren (si desean hacerlo) vía Índices de Crédito u otras vías alternativas. En el caso de Índices, el más cercano sería el Itraxx Sub pero se refiere a entidades con rating AA y por tanto tampoco sería una referencia válida para la emisión que nos ocupa. Diferente es el caso para cubrirse de nombres españoles tipo Santander o BBVA, que cuentan con CDS líquidos y específicos que se mueven en mercado reflejando el riesgo crediticio del subyacente.

En cualquier caso, hemos realizado un ejercicio según el cual podemos ver la cotización de los CDS de Deuda Subordinada LT2 para las 36 entidades europeas cuyos CDS son más líquidos. Los plazos recogidos son el 5 y el 10 años según las tablas adjuntas:

**CDS sub 5yr:**



CDS sub 5yr		
AIB CDS EUR SUB 5Y	Allied Irish Banks (sub)	575,2
BBVASM CDS EUR SUB 5Y	BBVSM (sub)	163,6
SANTANDER CDS EUR SUB 5Y	Santander (sub)	155,5
BKIR CDS EUR SUB 5Y	Bank of Ireland (sub)	525,2
LLOYDS CDS EUR SUB 5Y	Lloyds (sub)	257,4
HSBC BK CDS EUR SUB 5Y	HSBC (sub)	97,5
STNDRD CHRTD CDS EUR SUB 5Y	Standard Chartered (sub)	115,7
SOCGEN CDS EUR SUB 5Y	Societe Gen (sub)	129,5
CRDSUI CDS EUR SUB 5Y	Credit Suisse (sub)	116
COMMERZB CDS EUR SUB 5Y	Commerzbank (sub)	164,1
DB CDS EUR SUB 5Y	Deutsche (sub)	123,5
DRESDNER CDS EUR SUB 5Y	Dresdner (sub)	146
ISPIM SPA CDS EUR SUB 5Y	Banca Intesa (sub)	126,5
AAB CDS EUR SUB 5Y	ABN Amro (sub)	253
ING BK CDS EUR SUB 5Y	ING (sub)	118,2
UBS CDS EUR SUB 5Y	UBS (sub)	137,9
RBS CDS EUR SUB 5Y	RBS (sub)	288
LCL SA CDS EUR SUB 5Y	Credit Agricole (sub)	132,2
BANCA MONTE CDS EUR SUB 5Y	Banca Monte (sub)	153,9
HBOS PLC CDS EUR SUB 5Y	HBOS (sub)	257,9
SEB CDS EUR SUB 5Y	Skandinaviska (sub)	163,7
WESTLB CDS EUR SUB 5Y	WestLB (sub)	256,3
NATIXIS CDS EUR SUB 5Y	Natixis (sub)	186,2
BCPPL CDS EUR SUB 5Y	Banco Comercial Portugues (sub)	248,4
BESPL CDS EUR SUB 5Y	Banco Espirito Santo (sub)	261
BPIM CDS EUR SUB 5Y	Banco Popolare (sub)	156,7
ERSTBK CDS EUR SUB 5Y	Erste Group (sub)	228,2
BACRED CDS EUR SUB 5Y	Mediobanca (sub)	122,5
BNP CDS EUR SUB 5Y	BNP Paribas (sub)	117,4
CRDIT CDS EUR SUB 5Y	UniCredit SpA (sub)	151,5
DANBNK CDS EUR SUB 5Y	Danske Bank (sub)	104,6
HVB CDS EUR SUB 5Y	Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG (sub)	118,6
SHBASS CDS EUR SUB 5Y	Svenska Handelsbanken AB (sub)	91,3
LAVORO CDS EUR SUB 5Y	Banca Nazionale del Lavoro SpA (sub)	114,9
SNSSNS CDS EUR SUB 5Y	SNS Bank NV (sub)	272,2
BACR CDS EUR SUB 5Y	Barclays (sub)	144

**CDS sub 10yr:**

CDS sub 10yr		
AIB CDS EUR SUB 10Y	Allied Irish Banks (sub)	582,6
BBVASM CDS EUR SUB 10Y	BBVSM (sub)	172,5
SANTANDER CDS EUR SUB 10Y	Santander (sub)	162,3
BKIR CDS EUR SUB 10Y	Bank of Ireland (sub)	530,8
LLOYDS CDS EUR SUB 10Y	Lloyds (sub)	265
HSBC BK CDS EUR SUB 10Y	HSBC (sub)	109,9
STNDRD CHRTD CDS EUR SUB 10Y	Standard Chartered (sub)	125,7
SOCGEN CDS EUR SUB 10Y	Societe Gen (sub)	138,5
CRDSUI CDS EUR SUB 10Y	Credit Suisse (sub)	125,9
COMMERZB CDS EUR SUB 10Y	Commerzbank (sub)	173
DB CDS EUR SUB 10Y	Deutsche (sub)	132,6
DRESDNER CDS EUR SUB 10Y	Dresdner (sub)	146
ISPIM SPA CDS EUR SUB 10Y	Banca Intesa (sub)	136,5
AAB CDS EUR SUB 10Y	ABN Amro (sub)	278,6
ING BK CDS EUR SUB 10Y	ING (sub)	126,7
UBS CDS EUR SUB 10Y	UBS (sub)	145,2
RBS CDS EUR SUB 10Y	RBS (sub)	295,6
LCL SA CDS EUR SUB 10Y	Credit Agricole (sub)	143,4
BANCA MONTE CDS EUR SUB 10Y	Banca Monte (sub)	164,1
HBOS PLC CDS EUR SUB 10Y	HBOS (sub)	266,2
SEB CDS EUR SUB 10Y	Skandinaviska (sub)	171,8
WESTLB CDS EUR SUB 10Y	WestLB (sub)	255,8
NATIXIS CDS EUR SUB 10Y	Natixis (sub)	189,7
BCPPL CDS EUR SUB 10Y	Banco Comercial Portugues (sub)	247,1
BESPL CDS EUR SUB 10Y	Banco Espirito Santo (sub)	260,9
BPIM CDS EUR SUB 10Y	Banco Popolare (sub)	166,1
ERSTBK CDS EUR SUB 10Y	Erste Group (sub)	238
BACRED CDS EUR SUB 10Y	Mediobanca (sub)	132,6
BNP CDS EUR SUB 10Y	BNP Paribas (sub)	126,6
CRDIT CDS EUR SUB 10Y	UniCredit SpA (sub)	161,1
DANBNK CDS EUR SUB 10Y	Danske Bank (sub)	113,5
HVB CDS EUR SUB 10Y	Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG (sub)	128
SHBASS CDS EUR SUB 10Y	Svenska Handelsbanken AB (sub)	98,9
LAVORO CDS EUR SUB 10Y	Banca Nazionale del Lavoro SpA (sub)	120,5
SNSSNS CDS EUR SUB 10Y	SNS Bank NV (sub)	272,3
BACR CDS EUR SUB 10Y	Barclays (sub)	153,3

Fuente: Bloomberg – Datavision. Página GCDS.  
 Datos a 24 de marzo de 2010.

Según estos datos:

- 1.- El spread crediticio medio de los CDS 5 años para las emisiones de deuda subordinada LT2 se encuentra en 188,175bps
- 2.- El spread crediticio medio de los CDS 10 años para las emisiones de deuda subordinada LT2 se encuentra en 196,036bps

Teniendo en cuenta que los valores registrados pertenecen a CDS de entidades financieras europeas con ratings que van desde BBB hasta AA (cuadrante en el que se engloba Caja Madrid), podríamos deducir un rango de spread suficientemente amplio en torno a las medias ofrecidas al que Caja Madrid podría financiarse en mercado a la hora de realizar una nueva emisión subordinada LT2.



### 3.4 Referencias de mercado secundario

Como hemos comentado anteriormente, el mercado secundario incorpora una prima de liquidez importante y además los "FIRE sales" de hedge funds y productos apalancados sobre deuda bancaria (capital) como *Codos* han deprimido el precio de este producto de una manera alarmante. El interés comprador de varios emisores, como el Banco Pastor o UBS, demuestra que el precio es atractivo y además están comprando a niveles de precio muy superiores a los que existían en mercado antes de hacer esta recompra, además el interés vendedor a esos niveles tampoco es enorme, por lo que vemos que el mercado actual está anclado con unos bids muy bajos (incluso los mismos emisores) y unos niveles de venta a un precio mucho más elevado.

El periodo pre-Lehman es el periodo donde podríamos considerar el verdadero valor de este producto ya que las principales economías estaban ya en recesión pero no habían sufrido el shock de la quiebra de Lehman y el posterior derrumbamiento de la confianza de los inversores respecto a cualquier balance bancario.

En el Anexo II mostramos la evolución reciente de los Spreads subordinados.

### 3.5 Valoraciones de emisiones similares realizadas para inversores institucionales

Según nuestros registros, la última emisión pública Lower Tier II dirigida al mercado institucional en el mercado español fue Bankinter SA (rating sub A2/A-/A-) por € 250MN, con desembolso 11 de septiembre de 2009, que salió a un spread de MS + 300bps y hoy cotiza en mercado secundario a un spread a día de hoy de MS + 215bps.

Creemos que, a pesar del escaso número de emisiones de este tipo dirigidas al mercado institucional en los últimos meses, esta emisión de Bankinter, por ser una entidad comparable a Caja Madrid en cuanto a spreads que ofrecen las emisiones de ambos al salir a mercado, podría ser una referencia a tener en cuenta como comparable de una potencial nueva emisión Lower Tier II de Caja Madrid.

## 4. CONCLUSIONES

Como conclusión podemos decir que nuestra opinión ante todo lo expuesto, es que la rentabilidad de una emisión de Obligaciones Subordinadas, Lower Tier II, de Caja Madrid, en los términos señalados (importe de 400 millones de Euros, ampliables hasta 800 millones de Euros, vencimiento 10 años con opción call a partir del año 5) debería ofrecer unos niveles de rentabilidad a partir de Euribor más un diferencial de entre 200 y 260 puntos básicos.

Nos basamos para ello en el estudio de los CDS, de los secundarios de emisiones comparables y de la situación de mercado actual.

Otro elemento fundamental a tener en cuenta es el limitado volumen a emitir. El mercado de este tipo de emisiones viene mostrando una demanda muy importante, que ha llevado a otras entidades a emitir volúmenes de hasta € 3,000,000,000 en estructuras LT2 similares. Un claro ejemplo es el de La Caixa de hace unas semanas. En este sentido, si la emisión planteada por Caja Madrid tuviera un objetivo de volumen superior, lógicamente, el diferencial a pagar debería ser superior al de una emisión con objetivo máximo € 800,000,000. Esperaríamos por tanto que el margen a pagar por esta emisión se colocara, claramente, dentro del rango descrito más arriba.

Cabe señalar que las condiciones de mercado han ido mejorando durante las últimas semanas (y esperamos que aún más desde que los episodios en torno al riesgo Soberano, sobre todo Grecia,

A handwritten signature in blue ink, consisting of a stylized, cursive letter 'A' or similar shape.

se vayan aclarando). En este sentido, hemos podido ver en mercado una clara ventana de emisión que han aprovechado los emisores para salir a spreads más ajustados para diferentes formatos (sobre todo Covered y Senior) y Sectores (Financieros, Agencias, Corporates, Soberanos...). No obstante, Seguimos sin ver nuevas emisiones públicas institucionales en formato subordinado.

La estructura que hemos valorado en el punto 2.4 está dentro del umbral señalado arriba (e, incluso, en la parte alta del mismo), por lo que damos una opinión positiva sobre la emisión de Caja Madrid teniendo en cuenta las condiciones de mercado actuales y su perfil de rentabilidad-riesgo en función de su rating y de la importancia local de la entidad financiera en cuestión.

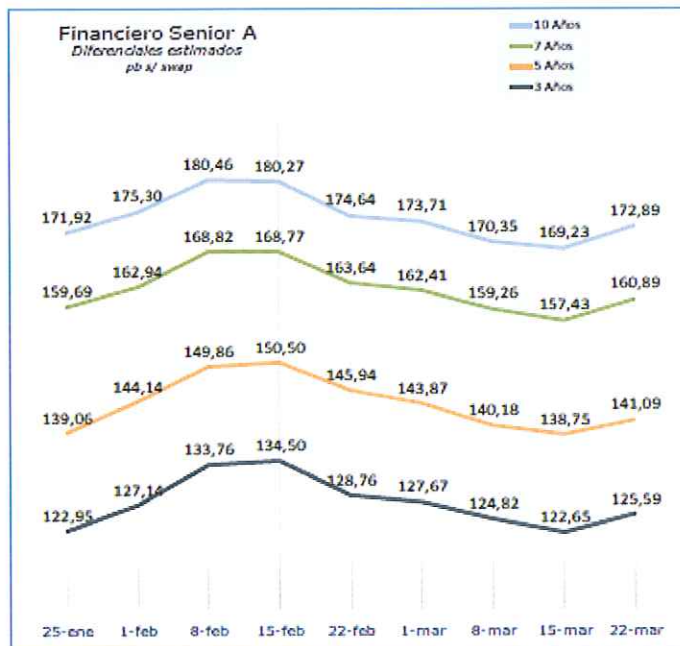
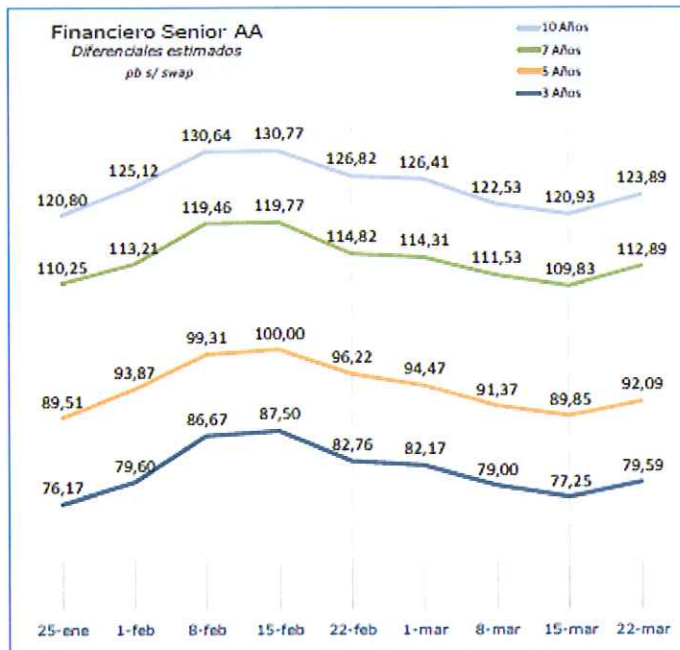
Quedamos a su entera disposición para cualquier aclaración.



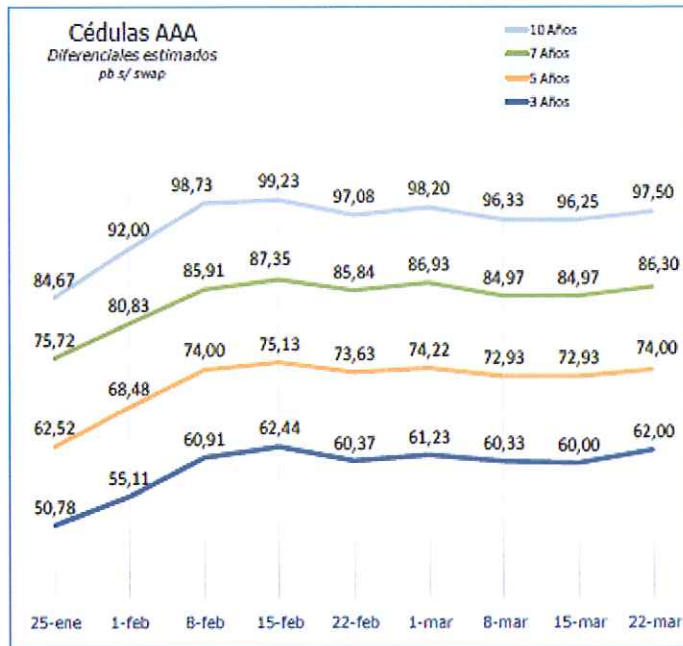


## ANEXO I – Comportamiento reciente del crédito por sectores en mercado secundario

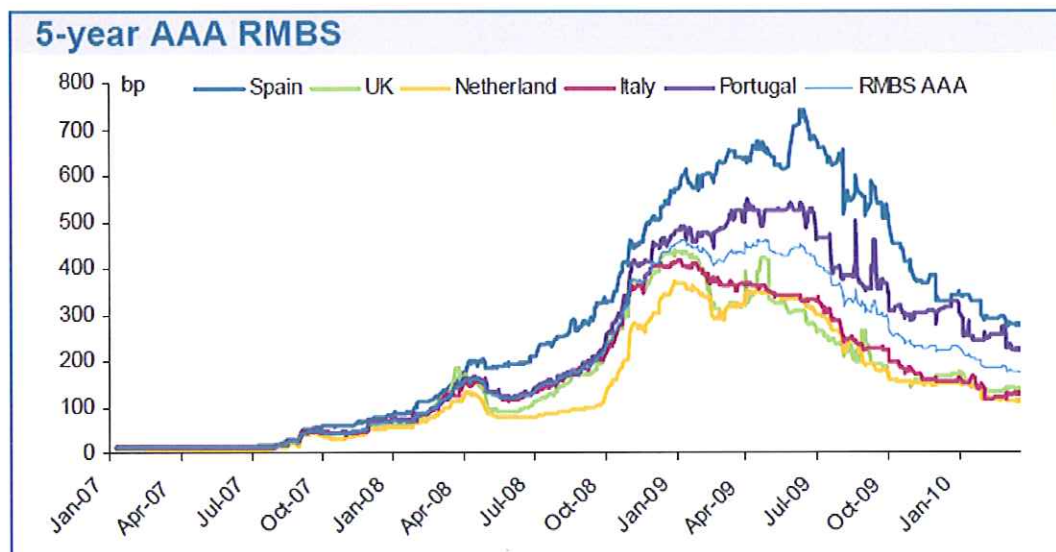
### a) Spreads Senior Financiero (Fuente: Panel de contribución – AIAF)



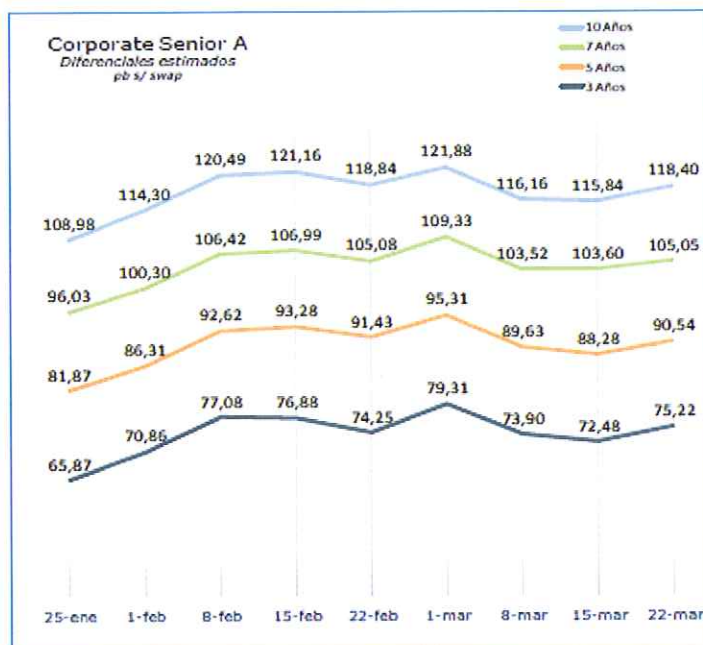

**b) Spreads de Cédulas (Fuente: Panel de contribución – AIAF)**



**c) Spreads de AAA RMBS (Fuente: Research Natixis)**




**d) Spreads de Corporates (rating A) (Fuente: Panel de contribución – AIAF)**



**ANEXO II – Emisiones públicas en primario, Sector Financiero, en 2009 & 2010**

**Año 2009.-**



Emisor	Oper.	Volumen	Tipo	Mon.	Cupón	Emisión	Amortiz.	Spread de venta
BBVA	Senior	1.000.000.000	Pública	Euro	4,875%	23/01/09	23/01/14	+180
La Caixa	GG	2.000.000.000	Pública	Euro	3,375%	3/02/09	3/02/12	+80
CajaMadrid	GG	2.000.000.000	Pública	Euro	3,125%	20/02/09	20/02/12	+78
Banco Popular	GG	1.500.000.000	Pública	Euro	3%	23/02/09	23/02/12	+77
Bankinter	GG	1.500.000.000	Pública	Euro	3%	24/02/09	24/02/12	+76
Banco Pastor	GG	1.000.000.000	Pública	Euro	3%	2/03/09	2/03/12	+75
Caixa Catalunya	GG	1.500.000.000	Pública	Euro	3%	5/03/09	5/03/12	+75
Bancaja	GG	1.500.000.000	Pública	Euro	3,000%	12/03/09	12/03/12	+80
Caixanova	GG	1.000.000.000	Pública	Euro	3,125%	19/03/09	19/03/12	+85
CAM	GG	1.500.000.000	Pública	Euro	3,125%	26/03/09	26/03/12	+90
Cajamar	GG	1.000.000.000	Pública	Euro	3,125%	30/03/09	20/03/12	+95
Banco Cooperativo	GG	1.400.000.000	Pública	Euro	3,125%	2/04/09	2/04/12	+95
CajaMadrid	GG	2.500.000.000	Pública	Euro	2,875%	16/04/09	16/04/12	+90
Caixa Galicia	GG	1.250.000.000	Pública	Euro	3,125%	17/04/09	17/04/12	+95
Santander	Senior	1.250.000.000	Pública	Euro	3,375%	21/04/09	21/04/11	+150
Cajasol	GG	1.000.000.000	Pública	Euro	3,125%	27/04/09	27/04/12	+93
Banco Popular	GG	2.000.000.000	Pública	Euro	3,000%	24/04/09	24/04/12	+83
Banesto	Senior	1.000.000.000	Pública	Euro	4,000%	8/05/09	8/05/12	+180
BBVA	Senior	2.000.000.000	Pública	Euro	3,625%	14/05/09	14/05/12	+150
Caixa Catalunya	GG	1.250.000.000	Pública	Euro	3,000%	7/05/09	7/05/12	+90
Bancaja	GG	1.500.000.000	Pública	Euro	3,000%	11/05/09	11/05/12	+88
CAM	GG	1.000.000.000	Pública	Euro	2,875%	14/05/09	14/05/12	+83
Santander	Cédulas	1.500.000.000	Pública	Euro	3,875%	27/05/09	27/05/14	+120
Banco Sabadell	Senior	750.000.000	Pública	Euro	4,375%	22/05/09	22/05/12	+240
La Caixa	Cédulas	1.250.000.000	Pública	Euro	3,750%	26/05/09	26/05/14	+120
Banesto	Cédulas	1.000.000.000	Pública	Euro	3,625%	4/06/09	4/06/13	+120
Unicaja	GG	1.000.000.000	Pública	Euro	3,000%	18/06/09	18/06/12	+62
Banco Popular	Cédulas	1.250.000.000	Pública	Euro	4,375%	16/06/09	14/06/14	+135
CajaMadrid	Senior	1.000.000.000	Pública	Euro	3,625%	29/06/2009	29/06/2011	+180
AyT Cédulas	Cédulas	1.450.000.000	Pública	Euro	4,250%	29/07/2009	29/07/2014	+160
La Caixa (tap)	Cédulas	750.000.000	Pública	Euro	3,750%	30/07/2009	26/05/2014	+80
Banesto	Cédulas	1.250.000.000	Pública	Euro	2,625%	14/09/09	28/02/13	+45
Bankinter	Sub LT2 10NC5	250.000.000	Pública	Euro	6,375%	11/09/09	11/09/19	+300
Bancaja	GG	796.000.000	Pública	Euro	2,375%	18/09/2009	18/09/2012	+30
Banco Pastor	Cédulas	1.000.000.000	Pública	Euro	3,250%	17/09/2009	17/09/2014	+75
BBK	Cédulas	1.000.000.000	Pública	Euro	3,375%	29/09/2009	29/09/2014	+58
CajaMadrid	Cédulas	1.750.000.000	Pública	Euro	3,625%	05/10/2009	05/10/2014	+60
Unicaja	Cédulas	1.000.000.000	Pública	Euro	3,125%	6/10/09	6/10/14	+52
BBVA	Cédulas	1.000.000.000	Pública	Euro	3,000%	9/10/09	9/10/14	+30
CAM	Cédulas	1.000.000.000	Pública	Euro	3,375%	22/10/2009	22/10/2014	+80
Cajamar	Cédulas	750.000.000	Pública	Euro	3,500%	23/10/2009	23/10/2014	+85
Santander	Senior	1.500.000.000	Pública	USD	Lib + 40	23/10/2009	21/10/2011	+40
Bancaja	GG	1.500.000.000	Pública	Euro	3,000%	27/10/09	27/10/14	+34
Caixa Catalunya	GG	1.500.000.000	Pública	Euro	3,000%	29/10/09	29/10/14	+33
Caixa Galicia	GG	1.125.000.000	Pública	Euro	3,000%	3/11/09	3/11/14	+32
CAM	GG	1.000.000.000	Pública	Euro	3,000%	12/11/09	12/11/14	+33
Bankinter	Cédulas	1.000.000.000	Pública	Euro	3,250%	13/11/09	13/11/14	+60
CajaMadrid	Cédulas	1.000.000.000	Pública	Euro	3,500%	13/11/09	13/11/14	+70
Ibercaja	Cédulas	500.000.000	Pública	Euro	3,375%	27/11/10	27/11/14	+65

## Año 2010.-

Emisor	Oper.	Volumen	Tipo	Mon.	Cupón	Emisión	Amortiz.	Spread de venta
Santander	Senior	2.000.000.000	Pública	EUR	Eur + 45	18/01/10	18/01/13	+45
BBVA	Cédula Hipotecaria	2.000.000.000	Pública	EUR	3,625%	18/01/10	18/01/17	+55
Bankinter	Senior	900.000.000	Pública	EUR	Eur + 95	15/01/10	15/01/13	+95
Banesto	Senior	1.000.000.000	Pública	EUR	Eur + 50	13/01/10	11/01/13	+55
Banco Sabadell	Cédula Hipotecaria	1.000.000.000	Pública	EUR	3,125%	20/01/10	20/01/14	+68
Bancaja	GGB	1.000.000.000	Pública	EUR	3,125%	21/01/10	21/01/15	+45
BBVA	Senior	1.000.000.000	Pública	EUR	Eur + 42	22/01/10	22/01/13	+42
Banco Cooperativo	GGB	900.000.000	Pública	EUR	3,125%	22/01/10	22/01/15	+45
Santander	Cédula Hipotecaria	1.000.000.000	Pública	EUR	3,125%	28/01/10	28/01/15	+50
Santander	Senior	1.000.000.000	Pública	EUR	3,500%	10/03/10	10/03/15	+105
Cajamadrid	Senior	1.000.000.000	Pública	EUR	2,250%	16/03/10	16/09/11	+100
Santander	Cédula Hipotecaria	1.000.000.000	Pública	EUR	3,625%	6/04/10	6/04/17	+75
La Caixa	Cédula Hipotecaria	1.000.000.000	Pública	EUR	3,500%	31/03/10	31/03/16	+90
Banco Popular	Cédula Hipotecaria	1.000.000.000	Pública	EUR	4,125%	9/04/10	9/04/18	+115
BBVA tap	Cédula Hipotecaria	500.000.000	Pública	EUR	3,000%	9/10/10	9/10/14	+65
BBVA tap	Cédula Hipotecaria	200.000.000	Pública	EUR	3,625%		18/01/17	+75
BBVA	Cédula Territorial	1.000.000.000	Pública	EUR	2,500%	7/04/10	7/04/13	+57
Bankinter	Cédula Hipotecaria	1.000.000.000	Pública	EUR	2,625%	9/04/10	9/04/13	+85

### ANEXO III – Evolución reciente de los *spreads* de Deuda Subordinada y Capital Híbrido. Índice “iBoxx € Banks

Si tomamos la familia de índices iBoxx que recoge el comportamiento de los *spreads* de renta fija en Euro para diferentes sectores y subsectores, podemos ver la evolución de los *spreads* que hemos venido comentando en el documento. Tanto para Deuda Subordinada LTII (Índice iBoxx € LTII) como para Capital Híbrido (Índice iBoxx € Tier I), en las tablas adjuntas vemos la evolución en el precio de ambos índices que reflejan las ampliaciones de *spreads* de los últimos meses.

iBoxx € Lower Tier II.- Precio desde Junio 2008




iBoxx € Tier I.- Precio desde Junio 2008




ANEXO IV – Parámetros de valoración indicativa de la estructura de cupones y opciones para la emisión de obligaciones subordinadas de Caja Madrid

1. – Cálculo del spread del BONO a 5 años + FLOOR

2 años = 5% anual pagadero trimestralmente  
 3 años = Euribor3m + 200bps con floor al 5%

=> 5 años = Euribor 3m + 305pbs

2. – Cálculo del spread del BONO a 10 años + FLOOR

2 años = 5% anual pagadero trimestralmente  
 8 años = Euribor3m + 200bps con floor al 5%

=> 10ys = Euribor 3m + 275pbs

La curva utilizada de los forward del Euribor 3m, desde el 2011 al 2020 es la siguiente:

CURVA IMPLICITA A PLAZO								
Euro								
Pg 2/								
FECHA	A PLAZO	SPOT	FECHA	A PLAZO	SPOT	FECHA	A PLAZO	SPOT
4/ 1/10	0.6350		4/ 2/13	2.8194	1.8422	4/ 1/16	3.9951	2.7055
7/ 1/10	1.2476	0.6350	7/ 1/13	2.9614	1.9208	7/ 1/16	4.0806	2.7609
10/ 1/10	1.3530	0.9440	10/ 1/13	3.1032	2.0019	10/ 3/16	4.1625	2.8184
1/ 3/11	1.5846	1.0850	1/ 2/14	3.2393	2.0828	1/ 2/17	4.2393	2.8732
4/ 1/11	1.3186	1.2110	4/ 1/14	3.3500	2.1563	4/ 3/17	4.1890	2.9246
7/ 1/11	1.3637	1.2502	7/ 1/14	3.4779	2.2308	7/ 3/17	4.2556	2.9718
10/ 3/11	1.9474	1.2757	10/ 1/14	3.6037	2.3065	10/ 2/17	4.3190	3.0192
1/ 2/12	2.1371	1.3783	1/ 2/15	3.7223	2.3819	1/ 2/18	4.3799	3.0663
4/ 2/12	2.2616	1.4778	4/ 1/15	3.7146	2.4504	4/ 3/18	4.3309	3.1098
7/ 2/12	2.4340	1.5694	7/ 1/15	3.8188	2.5147			
10/ 1/12	2.6032	1.6622	10/ 1/15	3.9223	2.5800			
1/ 2/13	2.7687	1.7558	1/ 4/16	4.0167	2.6462			

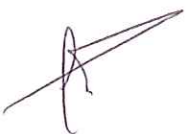


## Disclaimer

Este documento es de carácter meramente informativo y es propiedad de Natixis no debiendo ser transmitido a persona distinta que su destinatario/s original/es sin el consentimiento previo de NATIXIS. La información y las opiniones aquí contenidas se exponen a título meramente informativo y no constituyen una recomendación individual de inversión, ni como asesoramiento jurídico, fiscal o de otro tipo ni como recomendación de cualquier otra operación. Está destinada a ser difundida al público en general sin tener en cuenta ningún objetivo particular de inversión, situación financiera o necesidad específica de ningún destinatario en particular. No constituye una invitación, una oferta, solicitud u obligación por parte de NATIXIS para llevar cabo operación o transacción alguna ni en los términos y condiciones descritos en este documento ni en los términos y condiciones contenidos en cualquier otro. NATIXIS no expresa ninguna manifestación, declaración o garantía respecto de la exactitud, integridad o similar de la información ni en relación con lo razonable o no que pueda ser las asunciones contenidas en este documento. La información aquí reseñada no tiene en cuenta ni normas fiscales ni contables que puedan ser de aplicación para las contrapartidas, clientes o posibles clientes de NATIXIS. En consecuencia, NATIXIS no será responsable de las diferencias, si existen, entre sus propias valoraciones y las valoraciones que puedan emitir terceras partes en tanto que dichas diferencias sean debidas a la aplicación e implementación de métodos contables, fiscales o de valoración alternativos.

Los precios y márgenes expuestos son indicativos y sujetos a cambios en cualquier momento dependiendo, entre otros, de las condiciones del mercado. Los resultados del pasado no garantizan el futuro rendimiento ni son indicativos de él. El valor del producto puede subir y bajar. La información contenida en este documento podría incluir resultados de análisis cuantitativos que representen potenciales sucesos futuros que podrían o no acontecer y no constituye un análisis completo de los hechos sustanciales de cada producto. La información puede ser modificada o retirada por NATIXIS en cualquier momento sin previo aviso. En general, ni NATIXIS, ni sus sociedades matrices, ni sus filiales, ni asociados ni sociedades controladas, ni sus administradores, directores, oficiales, socios, empleados, agentes, representantes o asesores no asumen responsabilidad alguna en relación con la información contenida en este documento. No puede asumirse que la información aquí incluida se actualice a partir de la fecha indicada en el documento y la entrega de este documento no implica declaración o asunción de la obligación de actualizar dicha información después de la fecha que consta en el documento. NATIXIS no será responsable de ninguna pérdida financiera ni decisión tomada sobre la base de la información contenida en este documento. En todo caso, se deberá solicitar el asesoramiento sea interno o externo que sea necesario obtener, incluyendo cualquier asesoramiento fiscal, legal, financiero o contable o cualquier otro especializado al objeto de verificar si los productos descritos en este documento cumplen o son compatibles con los objetivos particulares y limitaciones de cada uno así como obtener una valoración independiente del producto, sus riesgos y retribuciones.

NATIXIS o cualquiera de sus asociados puede tener una posición larga o corta, ofrecer servicios o de banca comercial, de crédito u otros al emisor de cualquier título o instrumento financiero subyacente al producto en el que ha participado. NATIXIS está autorizado por el CECEI en Francia y está regulado por AMF (Autorité des Marchés Financiers) para llevar cabo sus actividades francesas. NATIXIS está regulada por la Financial Services Authority para actividades en Reino Unido. NATIXIS está regulada por BaFIN (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) para las actividades en Alemania. NATIXIS, está regulada por la CNMC para las actividades en España. NATIXIS, S.A. sucursal en España está registrada y regulada por el Banco de España. NATIXIS está regulada por la CONSOB (Commissione Nazionale per la Società e la Borsa) en Italia. Este documento no está destinado a la distribución en los Estados Unidos, ni a personas estado-unidenses ni a clientes privados del Reino Unido, Canada, Australia, República de Irlanda, República de Sudáfrica o Japón, ni en ninguna otra jurisdicción en la que no se hayan cumplido los requisitos legales. La distribución, posesión o entrega de este documento en, para o desde ciertas jurisdicciones podría estar restringida o prohibida por ley. En consecuencia, los receptores de este documento han de ser plenamente conscientes y han de asegurarse de dichas restricciones o prohibiciones. Ni NATIXIS ni sus ni sus sociedades matrices, ni sus filiales, ni asociados ni sociedades controladas, ni sus administradores, directores, oficiales, socios, empleados, agentes, representantes o asesores no serán responsables ni aceptarán responsabilidad alguna en relación con la distribución, posesión o entrega de este documento en, a o desde ninguna jurisdicción.





---

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

Marzo de 2010

---

Informe para



**Afi**

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

---

## Índice

---

1. Introducción .....	3
2. 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
Curva de tipos de interés Cupón Cero a 23 de marzo de 2010.....	6
Matriz de volatilidades de swaptions a 23 de marzo de 2010 (usada en el calibrado de los parámetros del modelo H-W).....	7
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.....	11
3.2. Niveles indicativos de cotizaciones en mercado secundario .....	15
3.2.1 Generación de curvas de spread por rating para deuda subordinada.....	19
3.2.2 Emisiones recientes de deuda subordinada en el mercado mayorista: niveles actuales en mercado secundario.....	22
3.2.3 Determinación del rango razonable para la emisión objeto de este informe.....	24
4. Conclusiones .....	25
5. Disclaimer .....	26

## 1. Introducción

El **objetivo** del presente informe es reflejar la opinión de Afi acerca de si las condiciones de la Serie de Obligaciones Subordinadas 2010-I (Lower Tier II) de Caja Madrid, 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 obligaciones subordinadas *Lower Tier II* con opción de amortización anticipada por parte del emisor a partir del quinto (5º) año y en cada fecha de pago de cupón. Las condiciones generales del instrumento se definen a continuación:

- Emisor y garante: Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid (Caja Madrid)
- Naturaleza de los valores: Obligaciones subordinadas.
- Importe nominal: 400 millones ampliable hasta 800 millones de euros.
- Importe nominal de cada valor: 1.000 euros
- Importe mínimo de la colocación: 1.000 euros o una obligación subordinadas
- Fecha de emisión y único desembolso: 7 de junio de 2010
- 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, un cupón nominal anual, pagadero trimestral, del 5,00%.
  - A partir del tercer año y hasta vencimiento, un cupón nominal igual al Euribor a tres (3) meses más un spread de 2,00%, con una retribución mínima del 5,00%.
  - La retribución será pagadera con carácter semestral durante toda la vida de la emisión, por semestres vencidos los días 7 de septiembre, diciembre, marzo y junio de cada año (calculados en base Act/365) siendo la primera fecha de pago el 7 de septiembre de 2010.
- 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: 7 de junio de 2020
- 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:

- Durante los dos primeros años, un cupón nominal anual, pagadero trimestral, del 5,00%.

$$\text{Cupon} = \text{Nominal} \cdot 5,00\% \cdot \text{Fraccion\_año}$$

- Durante toda la vida del instrumento: *Euribor-3M + spread* pagadero trimestralmente, sujeto a una retribución mínima del 5,00% (*floor*). Es decir:

Durante toda la vida del instrumento 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 semestral.
- *Spread*: Spread adicional sobre Euribor tres meses (2,00 p.p.)
- *Floor*: suelo para la retribución mínima (5,00%).
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años de cada periodo trimestral según la base especificada (Act/365)

### 2.1.2 Opción de amortización anticipada

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

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

## 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 7 de junio de 2010, utilizando los datos de cierre a 23 de marzo de 2010 para la curva de tipos IRS y los precios de los swaptions empleados para el calibrado del modelo. Estos datos se muestran a continuación:

#### Curva de tipos de interés Cupón Cero a 23 de marzo de 2010

Depo/Swap	Plazo	Tipo
Depósito	O/N	0.245
Depósito	1E	0.395
Depósito	2W	0.320
Depósito	3W	0.330
Depósito	1M	0.350
Depósito	2M	0.431
Depósito	3M	0.500
Depósito	4M	0.600
Depósito	5M	0.505
Depósito	6M	0.910
Depósito	7M	0.900
Depósito	8M	0.950
Depósito	9M	1.000

Depo/Swap	Plazo	Tipo
Depósito	10M	1.050
Depósito	11M	1.100
Depósito	12M	1.180
Swap	2Y	1.469
Swap	3Y	1.825
Swap	4Y	2.125
Swap	5Y	2.397
Swap	6Y	2.635
Swap	7Y	2.836
Swap	8Y	3.005
Swap	9Y	3.146
Swap	10Y	3.265
Swap	15Y	3.654
Swap	20Y	3.780
Swap	25Y	3.759
Swap	30Y	3.684
Swap	35Y	3.610
Swap	40Y	3.543
Swap	45Y	3.517
Swap	50Y	3.486

Matriz de volatilidades de swaptions a 23 de marzo de 2010 (usada en el calibrado de los parámetros del modelo H-W)

Swaption\Swap	1yr	2yr	3yr	4yr	5yr	7yr	10yr
3mth	40.39	37.56	31.04	26.79	23.80	20.16	17.81
6mth	43.33	36.63	31.24	27.42	24.67	21.13	18.80
1yr	47.60	36.74	31.74	28.06	25.29	22.11	19.87
2yr	36.00	29.16	25.90	23.60	22.03	20.29	19.19
3yr	28.02	23.49	21.91	20.73	19.80	18.73	17.83
5yr	18.95	17.55	17.02	16.63	16.28	15.87	15.74
7yr	15.65	14.83	14.72	14.59	14.51	14.40	14.58
10yr	13.24	13.05	13.16	13.31	13.48	13.60	13.95
20yr	14.18	14.36	14.84	15.29	15.73	16.27	16.96

### 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 que amortizará a vencimiento.

Recordamos que aunque la curva de tipos de interés y volatilidades corresponden a datos de cierre 23 de marzo de 2010, se han calculado los spreads implícitos a 7 de junio de 2010, fecha de inicio de la emisión.

En la siguiente tabla se muestran los resultados:

Spreads sobre Swap	
Considerando toda la estructura	2.63%
A Primera Call	2.98%
A vencimiento sin Call	2.70%



### 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 Caja Madrid planea emitir. La entidad cuenta con un rating de emisor y deuda senior de A1, A y A+ respectivamente por Moody's, Standard&Poors y Fitch, todos ellos con perspectiva negativa. El rating para la emisión de deuda subordinada objeto de este informe, en línea con el rating de emisor y con otras emisiones con similar prelación, se situaría en A2, A- y A+ respectivamente por Moody', Standard&Poors y Fitch; es decir, teniendo en cuenta la perspectiva negativa, "a caballo" entre A2/A y A3/A-.

#### 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 los mercados mayoristas (ver tabla 1) se han realizado más de media docena de operaciones significativas de emisiones de deuda subordinada Lower Tier II desde mayo de 2009 en el mercado EUR. Ninguna de ellas cuenta con opción de cancelación anticipada para el emisor, sino que se trata de bonos con formato *bullet*, es decir, con única amortización a vencimiento y vencimiento a 10 años. La última emisión relevante corresponde a Nacional Australia Bank (rating de emisor Aa1/AA/AA), que colocó 1.000 millones de EUR el 2 de febrero de 2010 a un spread de 133 puntos básicos sobre mid-swaps. Entre los emisores españoles contamos con la emisión de Bankinter (rating de emisor A1/A/A+) de principios de septiembre de 2009, colocada a un spread vs mid-swaps de 300 puntos básicos.

Tabla 1: *parámetros principales de emisiones colocadas recientemente en el mercado mayorista de deuda subordinada Lower Tier II y niveles actuales de spreads vs swaps*

Fecha	Emisor	Características de la emisión					Spread emisión <sup>2</sup>		Ratings <sup>3</sup>		Spread actual vs Swaps (mid)	
		Vol <sup>1</sup>	Divisa	Clase	Cupón	Vencimiento	Call	vs Tesoro	vs Swaps	Emisor		Emisión
12-dic-08	Credit Agricole SA	500	EUR	LT2	6,867% <sup>4</sup>	19/12/2018	-	n.d.	325	Aa1/AA-/AA-	Aa2/A+/A+	102.5
13-may-09	Rabobank	1,000	EUR	LT2	5,875% <sup>4</sup>	20/05/2019	-	n.d.	240	Aaa/AAA/AA+	Aa1/AA+	89.0
27-may-09	Credit Agricole SA	1,000	EUR	LT2	5,875% <sup>4</sup>	11/06/2019	-	n.d.	220	Aa1/AA-/AA-	Aa2/A+/A+	105.0
29-jul-09	Commonwealth Bank	1,000	EUR	LT2	5,500% <sup>5</sup>	06/08/2019	-	n.d.	190	Aa1/AA/AA	Aa2/AA-/AA-	116.0
4-sep-09	Bankinter	250	EUR	LT2	6,375% <sup>4</sup>	11/09/2019	-	n.d.	300	A1/A/A+	A2/A-/NR	265.0
9-sep-09	Intesa Sanpaolo	1,500	EUR	LT2	5,000% <sup>4</sup>	23/09/2019	-	n.d.	155	Aa2/AA-/AA-	Aa3/A+/A+	147.5
13-oct-09	Espirito Santo FG	400	EUR	LT2	6,875% <sup>4</sup>	21/10/2019	-	n.d.	350	A3/A-/NR	Baa1/BBB+/NR	398.5
16-oct-09	Groupama	750	EUR	LT2	7,875% <sup>6</sup>	27/10/2039	27/10/2019	n.d.	436	NR/A/NR	NR/BBB+/NR	-
17-nov-09	Landesbank Berlin	500	EUR	LT2	5,875% <sup>4</sup>	25/11/2019	-	n.d.	240	A1/NR/AA-	A2/NR/A+	218.0
11-ene-10	Credit Suisse AG	2,500	USD	LT2	5,400% <sup>4</sup>	14/01/2020	-	n.d.	162	Aa1/A+/AA-	Aa2/A/A+	167.5
2-feb-10	Nacional Australia Bank	1,000	EUR	LT2	4,625% <sup>4</sup>	10/02/2020	-	n.d.	133	Aa1/AA/AA	Aa2/AA-/AA-	136.0

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

5. Pagadero anualmente "in arrears"

Como puede observarse en la tabla 1 la compresión de spreads experimentada en el mercado secundario por estas emisiones desde su colocación ha sido intenso: un

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

50%, en media, para las emisiones realizadas hasta julio de 2009, y una mayor cierta estabilidad para las emisiones realizadas a partir de entonces (tomando datos del promedio de cotizaciones bid/ask de Bloomberg a 20 de marzo de 2010). Es éste un análisis que, junto con otra información relevante del mercado secundario, analizaremos en detalle en el epígrafe 3.2 de este informe de cara a establecer un rango de spreads vs swaps razonable para la emisión de deuda subordinada que constituye el objeto de este informe de opinión.

Por otro lado, contamos con una docena de emisiones de deuda subordinada Lower Tier II colocadas por entidades de depósito españolas desde diciembre de 2008 en el mercado doméstico y entre inversores minoristas (ver tabla 2). Son todas emisiones con opción de amortización *call* previa a su vencimiento, y salvo en el caso de la emisión de Caixa Sabadell, el vencimiento de las emisiones se produce a los 10 años. La última emisión realizada, registrada el 28 de enero de 2010 en la CNMV, se corresponde a "la Caixa" (con ratings de emisor de Aa2/AA-/AA-) y su valoración arroja a un spread vs mid-swaps calculado a vencimiento de 146 puntos básicos<sup>1</sup>.

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

Fecha	Emisor	Características de la emisión						Spreads emisión <sup>2</sup>		Ratings <sup>3</sup>
		Vol <sup>1</sup>	Divisa	Clase	Cupón	Vencimiento	Call	A la call	A vencimiento	Emisor
17-dic-08	Caja Duero	132,5	EUR	LT2	7,155% <sup>5</sup>	19/12/2018	19/12/2013	400,0	420,4	A2/NR/NR
22-ene-09	"la Caixa"	2.500,0	EUR	LT2	5,870% <sup>6</sup>	28/02/2019	28/02/2014	231,8	188,5	Aa1/AA-/AA-
6-abr-09	Bancaja	1.000,0	EUR	LT2	7,250% <sup>7</sup>	06/07/2019	06/07/2014	449,4	455,4	A2/NR/A-
26-mar-09	Caixa Penedes	250-300	EUR	LT2	6,50% <sup>8</sup>	29/06/2019	29/06/2014	436,0	462,0	NR/NR/A-
7-may-09	Caixa Sabadell	35,0	EUR	LT2	7,50% <sup>9</sup>	10/06/2024	10/06/2019	533,0	546,0	NR/NR/BBB+
20-may-09	Caja Navarra	200,0	EUR	LT2	6,25% <sup>10</sup>	30/06/2019	30/06/2014	360,0	356,0	NR/NR/A-
2-jun-09	Sa Nostra	60,0	EUR	LT2	6,00% <sup>11</sup>	30/06/2019	30/06/2014	484,0	519,0	NR/NR/BBB+
10-jun-09	Caja Duero	200,0	EUR	LT2	5,30% <sup>12</sup>	28/09/2019	28/09/2014	410,0	429,0	A2/NR/NR
8-oct-09	Banco Gallego	50,0	EUR	LT2	6,00% <sup>13</sup>	29/12/2019	29/12/2014	419,0	448,0	NR/NR/NR
5-nov-09	Caixanova	50,0	EUR	LT2	4,00% <sup>14</sup>	16/12/2019	16/12/2014	283,0	286,0	A3/NR/A-
17-dic-09	Caja Guadalajara	8,5	EUR	LT2	6,00% <sup>15</sup>	30/12/2019	30/12/2014	463,0	497,0	NR/NR/NR
28-ene-10	"la Caixa"	2.000,0	EUR	LT2	4,909% <sup>16</sup>	30/03/2020	30/03/2015	202,0	146,0	Aa2/AA-/AA-

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

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

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

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

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

15. El primer año. Desde el 2º hasta vencimiento, Euribor 3m + 100 pb, con floor en el 3,941% y cap en el 5,870%.

<sup>1</sup> Según cálculos realizados por Afi. En los informes de opinión contenidos en el folleto registrado en la CNMV este spread a vencimiento, sin tener en cuenta la opción, se sitúa en un rango entre 140 y 160 pb.

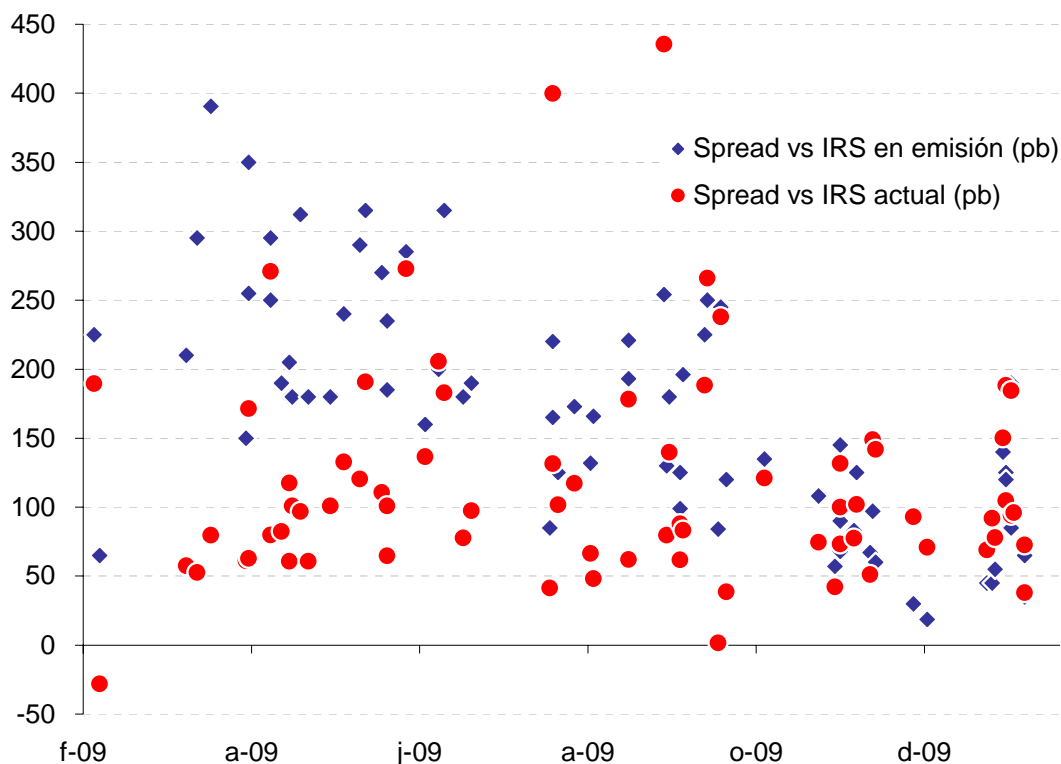
### 3.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación

El mercado mayorista de emisiones *senior* de deuda bancaria ha reflejado una actividad mucho más intensa en los últimos meses, producto de la mejora de la situación en los mercados financieros y de la recuperación del apetito inversor por la deuda bancaria. Reflejos de esta mejora son, por un lado, la intensa reducción de los niveles de spread de emisión vs swaps, el alargamiento de plazos y la creciente diversidad de emisores en el mercado primario; y por otro lado, la intensa reducción de spreads vs swaps y reducción de horquillas de cotización bid/ask en el mercado secundario (aspecto que trataremos en el epígrafe 3.2. de este informe).

En la tabla 3 se reflejan los niveles de spread de colocación en primario y el nivel actual indicativo en el mercado secundario a 29 de enero de 2010, para una selección de emisiones con distintas calificaciones crediticias realizadas en los últimos seis meses. Las fuentes utilizadas son Bloomberg y los propios documentos de publicidad enviados por los colocadores –también denominados análisis “post-mortem”- de forma inmediatamente posterior a la emisión.

Entre las entidades de depósito españolas, las emisiones más cercanas en el tiempo corresponden a las emisiones de Banesto el 8 de enero de 2010 (a Euribor 3m+50 pb), Bankinter el 15 de enero de 2010 (a Euribor 3m+95 pb) y el emisor de los valores objeto de este informe, Caja Madrid, que colocaba 1.000 millones de EUR con vencimiento SEP11 y un spread de Euribor 3m+100 pb.

Gráfico 3: *spread vs swaps (pb) de deuda bancaria senior en EUR en el momento de emisión vs mercado secundario a 20 de marzo de 2010*



La gran mayoría de emisiones de deuda senior de entidades financieras europeas realizadas en los últimos doce meses cotizan actualmente niveles de spreads vs swaps en el mercado secundario muy por debajo de sus niveles de colocación originales en el mercado primario (ver gráfico 3, que recoge niveles del día 20 de marzo de 2010). Las grandes excepciones a esta tendencia general se producen entre los bancos irlandeses y griegos, que experimentan nulas reducciones lo primeros y fuertes ampliaciones los segundos.

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

Fecha	Emisor	Vol <sup>1</sup>	Divisa	Cupón	Vencimiento	Rating <sup>2</sup>	Spread vs swaps	
							Emisión	Actual
<b>29-jun-09</b>	<b>Caja Madrid</b>	<b>1,000</b>	<b>EUR</b>	<b>3.625</b>	<b>29/06/2011</b>	<b>A1/A/A+</b>	<b>190</b>	<b>83</b>
28-jul-09	Nordea Bank	2,000	EUR	3.000	06/08/2012	/AA-/AA-	85	43
29-jul-09	Banco Popolare	1,000	EUR	3.750	07/08/2012	//	165	100
31-jul-09	Credit Suisse	2,000	EUR	4.750	05/08/2019	//	125	102
6-ago-09	Barclays	2,000	EUR	4.875	13/08/2019	Aa3/AA-/AA-	173	118
12-ago-09	Societe Generale	1,250	EUR	3.750	21/08/2014	/A+/A+	132	63
13-ago-09	Svenska Handelsbanken	2,000	EUR	3.000	20/08/2012	Aa2/AA-/AA-	166	43
26-ago-09	Lloyds	1,500	EUR	5.375	03/09/2019	/A+/AA-	193	203
26-ago-09	Westlb	1,000	EUR	3.500	03/09/2012	/BBB+/A-	221	61
8-sep-09	Alpha Credit	750	EUR	3.875	17/09/2012	//	254	375
9-sep-09	Generali	1,750	EUR	5.125	16/09/2024	/AA-/A+	130	109
10-sep-09	KBC	1,250	EUR	4.500	17/09/2014	//	180	153
14-sep-09	Caisse Cent Credit Immob	500	EUR	2.625	23/09/2011	A1/A/	99	49
14-sep-09	Skandinaviska Enskilda	500	EUR	3mE+115 pb	21/09/2012	A1/A/A+	125	76
15-sep-09	Westpac	1,750	EUR	4.250	22/09/2016	Aa1/AA/AA-	196	83
23-sep-09	RBS	2,000	EUR	5.375	30/09/2019	/A+/AA-	225	228
24-sep-09	Allied Irish Bank	1,000	EUR	4.500	01/10/2012	/A/A-	250	252
29-sep-09	Bank of Ireland	1,000	EUR	4.625	08/04/2013	A1/A-/A-	245	226
1-oct-09	Bayerische Landesbank	1,000	EUR	3.500	08/10/2013	A1//A+	120	41
15-oct-09	Banco Popolare	1,000	EUR	4.125	22/10/2014	A2/A-/A-	135	108
4-nov-09	Commonwealth Bank	1,500	EUR	4.250	10/11/2016	Aa1/AA/AA	108	77
10-nov-09	Aust & NZ Banking Group	1,000	EUR	2.625	16/11/2012	Aa1/AA/AA-	57	32
<b>12-nov-09</b>	<b>Banco Sabadell</b>	<b>800</b>	<b>EUR</b>	<b>3mE+80 pb</b>	<b>20/02/2012</b>	<b>A2/A/A+</b>	<b>90</b>	<b>89</b>
12-nov-09	Intesa Sanpaolo	1,500	EUR	3.750	23/11/2016	Aa2/AA-/AA-	68	65
17-nov-09	National Australia Bank	2,000	EUR	3.500	23/01/2015	Aa1/AA/AA	83	70
18-nov-09	Lloyds TSB Bank	1,500	EUR	3.250	26/11/2012	Aa3/A+/AA-	125	109
23-nov-09	HSBC Bank	1,250	EUR	3.750	30/11/2016	Aa2/AA/AA	67	56
24-nov-09	BCP	500	EUR	3mE+90 pb	28/02/2013	A1/A-/A+	97	142
9-dic-09	Societe Generale	1,500	EUR	3mE+25 pb	21/12/2012	/A+/A+	30	19
14-dic-09	BNP Paribas	1,000	EUR	3mE+25 pb	21/06/2012	Aa1/AA/AA	19	14
<b>5-ene-10</b>	<b>Santander</b>	<b>2,000</b>	<b>EUR</b>	<b>3mE-45 pb</b>	<b>18/01/2013</b>	<b>Aa2/AA/AA</b>	<b>45</b>	<b>64</b>
7-ene-10	Svenska Handelsbanken	1,000	EUR	3mE+40 pb	14/01/2013	Aa2/AA-/AA-	45	43
11-ene-10	SNS Bank	500	EUR	3.625	18/07/2013	A2/A-/A-	140	142
<b>11-ene-10</b>	<b>BBVA</b>	<b>1,000</b>	<b>EUR</b>	<b>3mE+42 pb</b>	<b>22/01/2013</b>	<b>Aa2/AA/AA-</b>	<b>42</b>	<b>55</b>
12-ene-10	Banco Espirito Santo	750	EUR	3.875	21/01/2015	A1/A+/A-	125	196
12-ene-10	Nationwide Building Society	1,250	EUR	3.750	20/01/2015	Aa3/A+/AA-	120	156
14-ene-10	RBS	2,000	EUR	4.875	20/01/2017	Aa3/AA-/A+	190	231
14-ene-10	BPI	500	EUR	3mE+80 pb	25/01/2012	A1/A/A+	85	84
<b>15-ene-10</b>	<b>Bankinter</b>	<b>900</b>	<b>EUR</b>	<b>3mE+95 pb</b>	<b>15/01/2013</b>	<b>A1/A/NR</b>	<b>95</b>	<b>102</b>
19-ene-10	Intesa Sanpaolo	1,500	EUR	3mE+30 pb	19/01/2012	Aa2/AA- */AA- *	35	34
19-ene-10	Intesa Sanpaolo	1,000	EUR	3.375%	19/01/2015	Aa2/AA- */AA- *	65	68
19-ene-10	Commonwealth Bank	1,000	EUR	4.375%	25/02/2020	Aa1/AA/AA	98	82
9-feb-10	Rabobank	2.000	EUR	3.000%	16/02/2015	Aaa/AAA/AA+	50	26
17-feb-10	Nordea Bank	1,500	EUR	3.750%	24/02/2017	/AA-/AA-	87	86
23-feb-10	UBI	700	EUR	E3m+65 pb	05/03/2013	A1/A/A+	73	74
24-feb-10	ING	1,250	EUR	3.375%	03/03/2015	Aa3/A+/A+	105	101
<b>24-feb-10</b>	<b>Santander</b>	<b>1,000</b>	<b>EUR</b>	<b>3.500%</b>	<b>21/01/2015</b>	<b>Aa1/AA/AA</b>	<b>105</b>	<b>82</b>
11-mar-10	Commerzbank	1,000	EUR	3.875%	22/03/2017	Aa3/A/A	105	113
3-mar-10	Aust & NZ Banking Group	1,250	EUR	3.750%	10/03/2017	Aa1/AA/AA-	87	94
<b>8-mar-10</b>	<b>Caja Madrid</b>	<b>1,000</b>	<b>EUR</b>	<b>2.250%</b>	<b>16/09/2011</b>	<b>A1/A/A+</b>	<b>100</b>	<b>90</b>
18-mar-10	CCCIF	750	EUR	3mE+90 pb	18/03/2013	/A/A+	95	97

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

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

Por último, la actividad emisora de instrumentos *Tier I* en los mercados de capitales internacionales durante los últimos doce meses, ya sea bajo estándares norteamericanos o europeos, y dentro de éstos últimos, con la estructura típicamente vigente hasta 2008 o con cambios que suponen una mayor subordinación (en línea con las recomendaciones propuestas por el CEBS<sup>2</sup> como a exigencias contables internacionales -IASB, IFRS- y los cambios de criterios realizados por las agencias de rating) ha sido también bastante limitada. Apenas se han realizado una veintena de emisiones de participaciones preferentes *Tier I*, de las que en la tabla 4 se recogen las más relevantes.

**Tabla 4: emisiones recientes de participaciones preferentes *Tier I* denominadas en USD y EUR, colocadas en mercados mayoristas y minoristas.**

Fecha	Emisor	Mercado	Características de la emisión			Fecha Call	Spread <sup>3</sup>		Ratings <sup>4</sup>	Spread actual vs Swaps
			Volumen	Cupón inicial	Cupón posterior		1ª Call	Vto.	Emisor	
20-feb-09	Mizuho Fin. Grp.	mayorista	850 M USD	14,95% <sup>1</sup>	L-USD 6m + 1.234 pb <sup>2</sup>	jun-14	1.211	1.235	Aa2 *- /A+ /A+	n.d.
17-jun-09	Credit Agricole	retail/mayorista	850 M USD	9,75% <sup>5</sup>		dic-14	672	584	Aa1/AA-/AA-	469
2-jul-09	Prudential Plc	retail/mayorista	750 M USD	11,75% <sup>6</sup>	UST 5 años + 923 pb <sup>7</sup>	dic-14	950	1.027	A2/A+/AA-	552
26-ago-09	Deutsche Bank	retail/mayorista	1.250 M EUR	9,50% <sup>8</sup>		mar-15	643	551	Aa1 *- /A+ /AA-	512
26-ago-09	Societe Generale	mayorista	1.000 M EUR	9,375% <sup>9</sup>	E-3m + 890,1 pb <sup>10</sup>	ago-19	574	679	Aa2/A+ /A+	475
15-sep-09	Nordea Bank	retail/mayorista	1.000 M USD	8,375% <sup>11</sup>	11,3675% <sup>12</sup>	mar-15	588	720	Aa2/AA-/AA-	427
17-sep-09	NAB	retail/mayorista	600 M USD	8,00% <sup>13</sup>	UST 7 años + 494 pb <sup>14</sup>	sep-16	508	594	Aa1/AA/AA	317
24-sep-09	SEB	retail/mayorista	500 M EUR	9,25% <sup>15</sup>	IRS 5 años + 640 pb <sup>16</sup>	mar-15	641	640	A1/A/A+	493
29-sep-09	Societe Generale	retail/mayorista	1.000 M USD	8,75% <sup>17</sup>		abr-15	570	461	Aa2/A+ /A+	426
30-sep-09	Intesa Sanpaolo	mayorista	1.500 M EUR	8,375% <sup>18</sup>	E- 3m + 687,1 pb <sup>19</sup>	oct-19	480	557	Aa2/AA- *- /AA-	417
5-oct-09	Credit Agricole	mayorista	1.000 M USD	8,375% <sup>20</sup>	L-USD 3m + 698,2 pb <sup>21</sup>	oct-13	498	572	Aa1/AA-/AA-	281
9-oct-09	Nord LB	retail/mayorista	500 M USD	10,25% <sup>22</sup>	IRS 5 años + 896 pb <sup>23</sup>	jun-15	753	791	Aa1/A-/A	727
14-oct-09	BPCE	retail/mayorista	750 M EUR	9,25% <sup>24</sup>		abr-15	612	514	Aa3/A+ /A+	591
19-nov-09	Münchener Hypo.	retail/mayorista	100 M EUR	10,00% <sup>25</sup>		jun-15	696	607	A1/A+/NR	n.d.
24-nov-09	UniCredit	mayorista	750 M EUR	8,125% <sup>26</sup>	L-EUR 3m + 665 pb <sup>27</sup>	dic-19	458	537	Aa3/A/A	417

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.

5. Cupón fijo a perpetuidad.

6. Hasta la primera fecha de Call.

7. Desde la Call hasta el 10º año, con step-up de 300 pb. Innovative Tier I

8. Cupón fijo a perpetuidad. Dividend pusher.

9. Hasta la primera fecha de Call.

10. A partir de la fecha de 1ª call. Step up 50% spread inicial. Innovative Tier I

11. Hasta la primera fecha de Call. Dividend pusher.

12. Desde el 25 de marzo de 2020. 299 pb step-up. Innovative Tier I.

13. Hasta la primera fecha de Call.

14. A partir de la fecha de 1ª call. A partir de 2025, UST 7 años + 740 pb.

15. Hasta la primera fecha de Call.

16. Desde la call y a perpetuidad. Innovative Tier I.

17. Cupón fijo a perpetuidad.

18. Hasta la primera fecha de Call.

19. Desde la call y a perpetuidad. 195 pb step-up. Innovative Tier I

20. Hasta la primera fecha de Call.

21. Desde la call y a perpetuidad. 200 pb step-up. Innovative Tier I

22. Hasta la primera fecha de Call

23. Desde la call y a perpetuidad. 200 pb step-up. Innovative Tier I

24. Cupón fijo a perpetuidad. Dividend pusher.

25. Cupón fijo a perpetuidad.

26. Hasta la primera fecha de Call.

27. Desde la call y a perpetuidad. 200 pb step-up. Innovative Tier I.

Buena parte de estas emisiones, que como se expresa arriba se han realizado bajo estándares de mayor subordinación (y por tanto cuyos precios y spreads implícitos, ya sea a la call o a vencimiento, no son directamente comparables con la mayoría de emisiones previas de este tipo de instrumentos y/o con aquellas jurisdicciones como la española donde no se han implementado estos cambios) además se han caracterizado por dirigirse de forma conjunta a colectivos de inversores mayoristas y minoristas, en especial clientes de redes de banca privada. Es más, en su proceso de colocación o venta, se ha llegado a utilizar la descripción de "retail Tier 1".

<sup>2</sup> El Committee of European Banking Supervisors realizó en junio de 2009 un informe consultivo sobre los instrumentos de capital híbrido titulado "Implementation Guidelines Regarding Hybrid Capital Instruments".

Los spreads vs swaps a vencimiento sin tener en cuenta la opción call (tomando la perpetuidad como un plazo a 50 años) pagados en la colocación de estos instrumentos de capital híbrido de capital Tier I se han situado, desde el verano de 2009, entre los 535 y los 1.000 pb. Tomando información correspondiente al mes de marzo de 2010, estos spreads vs swaps a vencimiento se encuentran entre los 280 y los 725 pb, lo que supone una reducción media frente a los niveles de colocación de entre el 25% y el 50%.

En nuestra opinión, dada la mayor subordinación que implican las nuevas características<sup>3</sup> utilizadas en estas emisiones de instrumentos híbridos de capital Tier I frente a los instrumentos por lo general emitidos hasta 2008, y de forma particular frente a las participaciones preferentes Tier I que emiten las entidades financieras españolas, la información de spreads que se extrae de ellas no pueden ser utilizados como referencia de coste en el mercado mayorista para participaciones preferentes con las características de la gran mayoría de las realizadas por parte de las entidades financieras españolas.

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

Fecha <sup>1</sup>	Emisor	Vol (Millones €)	Características de la emisión		Fecha Call	Spread <sup>2</sup>		Ratings <sup>8</sup>	
			Cupón inicial	Cupón posteiroy		1ª Call	Vencimiento	Emisor	
10-dic-08	BBVA	1.000	6,50% <sup>3</sup>	EUR3m; floor en 3,50%	dic-13	203	175	Aa1/AA/AA-	
29-ene-09	Banco Sabadell	500	6,50% <sup>4</sup>	EUR3m + 2,50%; floor en 4,50% <sup>5</sup>	feb-14	349	317	Aa3/A+/NR	
3-feb-09	Banco Popular	600	6,75% <sup>6</sup>	EUR3m + 1,50%; floor en 4,00% <sup>7</sup>	mar-14	408	303	Aa2/AA-/AA	
5-mar-09	Caixa Galicia	150	7,50% <sup>9</sup>	EUR3m + 5,15%; floor en 6,15% <sup>10</sup>	may-14	508	527	A2/NR/A	
18-mar-09	Caja Murcia	100		EUR3m + 4,45%; floor en 5,50% <sup>11</sup>	abr-14	451	468	NR/NR/A+	
18-mar-09	Caja Duero	100		EUR3m + 7,75% <sup>12</sup>	may-14	775	775	A2/NR/NR	
24-mar-09	Banco Pastor	100	7,25% <sup>13</sup>	EUR3m + 4,60%; floor en 6,80% <sup>14</sup>	abr-14	497	509	A2/NR/NR	
3-abr-09	Caja España	100	8,25%	EUR3m + 7,25% <sup>15</sup>	may-14	606	676	A3/NR/A-	
16-abr-09	Caja Cantabria	63		EUR3m + 6,75% <sup>12</sup>	jun-14	675	675	A3/NR/A-	
12-may-09	Caja Canarias	50	7,00% <sup>16</sup>	EUR3m + 5,85%; floor en 6,00% <sup>17</sup>	ago-14	559	584	NR/NR/A	
19-may-09	Caixa Nova	130		EUR3m + 6,35%; floor en 7,40% <sup>18</sup>	jun-14	641	651	A1/NR/A-	
21-may-09	La Caixa	1.500 / 2.000	6,00%	EUR3m + 3,50% <sup>19</sup>	jun-14	386	361	Aa1/AA-/AA-	
21-may-09	Caja Madrid	1.500 / 3.000	7,00%	EUR3m + 4,75% <sup>20</sup>	jul-14	440	463	Aa3/A/A+	
28-may-09	Banesto	250 / 500	6,00% <sup>21</sup>	5,00% <sup>22</sup> y EUR3m +2,30% floor en 4,00% <sup>23</sup>	jun-14	304	282	Aa2/AA/AA	
10-jun-09	Santander	2.000	5,75% <sup>23</sup>	4,75% <sup>24</sup> y EUR3m +2,20% <sup>25</sup>	jun-14	277	236	Aa1/AA/AA	
10-jun-09	CAM	450 / 850	7,35% <sup>26</sup>	EUR3m + 7,15% <sup>27</sup>	sep-14	584	606	A2/NR/A-	
25-jun-09	Insular Canarias	30	8,00% <sup>28</sup>	EUR3m + 7,15% <sup>29</sup>	sep-14	697	707	Baa1/NR/NR	
28-jul-09	Caixa Penedés	150 / 250	7,25% <sup>30</sup>	EUR3m + 5,95%; floor en el 7,00% <sup>31</sup>	sep-14	598	611	NR/NR/A-	
30-jul-09	CajaSol	250,0	7,25% <sup>32</sup>	EUR3m + 6,10%; floor en el 7,00% <sup>33</sup>	sep-14	578	611	NR/NR/A-	
27-ago-09	Caja Navarra	100,0	8,00% <sup>34</sup>	EUR3m + 5,00%; floor en el 6,50% <sup>35</sup>	oct-14	510	525	NR/NR/A	

1. Registro de los valores en CNMV

2. Spread sobre el tipo swap, en pb

3. Hasta la primera fecha de Call

4. Los dos primeros años

5. Desde el tercer año a perpetuidad

6. Hasta la primera fecha de Call

7. Desde el 5º año a perpetuidad

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

9. Hasta 18 de mayo de 2012

10. Floor actúa a partir del sexto año.

11. Floor aplicable a partir de JUN09

12. Cupón flotante a perpetuidad

13. Durante los años 1º a 3º

14. Floor a partir del 3º año

15. A partir del 4º año

16. Los dos primeros años

17. A partir del 2º año y a perpetuidad

18. Cupón flotante a perpetuidad

19. A partir del 3º año

20. A partir del 6º año

21. Primer año

22. Segundo año

23. Primer año

24. Segundo año

25. A partir del 3º año

26. Los dos primeros años

27. Desde el tercer año a perpetuidad

28. hasta 30 de septiembre de 2010

29. A partir del 2º año y a perpetuidad

30. Primer año

31. A partir del 2º año y a perpetuidad

32. Los dos primeros años

33. Desde el tercer año a perpetuidad

32. Los dos primeros años

33. Desde el tercer año a perpetuidad

34. Los cinco primeros años

<sup>3</sup> Entre otras, la generalización de la discrecionalidad para el emisor a la hora de suspender el cobro de cupón, la posibilidad de sustitución por otros valores o de variación de sus características iniciales, y el uso de estructuras con un step-up o aumento de cupón en caso de no ejercicio de la call cercano o superior a los 200 puntos básicos.

Precisamente éstas emisiones de Tier I realizadas en el mercado doméstico nacional se recogen en la tabla 5. En total, se han realizado desde finales de 2008 cerca de una veintena de participaciones preferentes *Tier I*, colocadas entre inversores minoristas por parte de entidades de depósito españolas. La última entidad en registrar en la CNMV una emisión de estas características ha sido Caja Navarra, a finales de agosto de 2009.

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

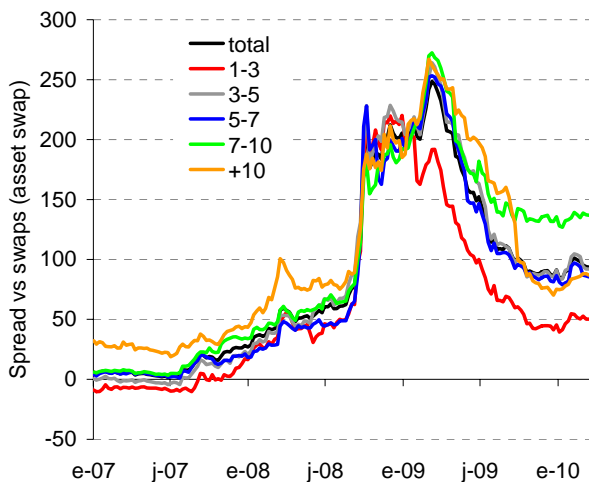
El objeto de este apartado del informe es analizar los niveles de diferencial o spread vs swaps vigentes a mediados de octubre en el mercado secundario de emisiones de deuda subordinada Lower Tier II en euros.

En este punto, hay que destacar que las condiciones de liquidez en los mercados de capitales a finales de marzo de 2010 -sin ser todavía semejantes a las existentes de forma previa a la crisis iniciada en verano de 2007- han mejorado de forma muy significativa frente a las vigentes durante los primeros seis meses del ejercicio 2009. Esta mejora ha sido paralela a una intensa recuperación del apetito inversor por casi cualquier instrumento de renta fija privada. En efecto, salvo en contadas excepciones todos los segmentos de deuda corporativa y financiera, con grado de inversión o grado especulativo (*high yield*), de covered bonds, deuda senior, subordinada, preferente o convertible, han experimentado una intensa compresión de spreads o diferenciales crediticios y reducción de las horquillas de cotización entre precios de demanda y oferta (bid/ask).

En los gráficos 4 a 7, se puede observar la evolución de los diferenciales frente a swaps para emisiones de deuda bancaria con distinta prelación a 19 de marzo de 2010. La fuente de dichos gráficos son los índices SUSI de JP Morgan (*Subordinated Securities Indices*), disponibles en Bloomberg y en la página web [www.morganmarkets.com](http://www.morganmarkets.com).

Gráfico 4: spread vs swaps (pb) a vencimiento de deuda financiera senior (asset swap, JP Morgan SUSI indices)

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



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

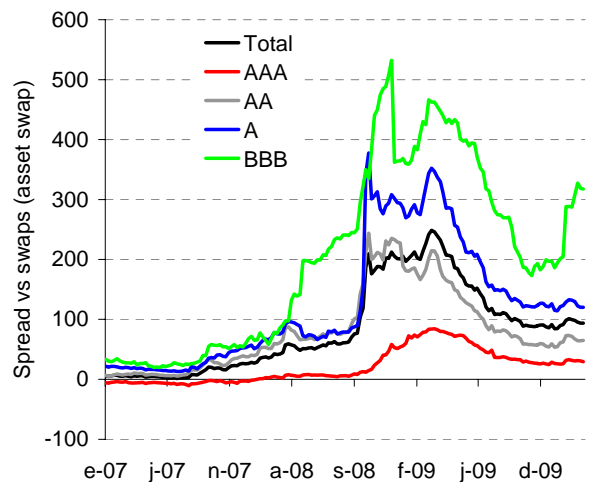
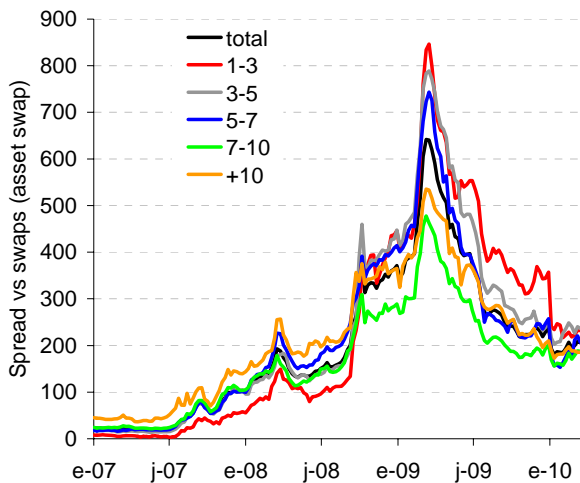


Gráfico 5: spread vs swaps (pb) calculado a la call para deuda financiera Lower Tier II  
(asset swap, JP Morgan SUSI indices)

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



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

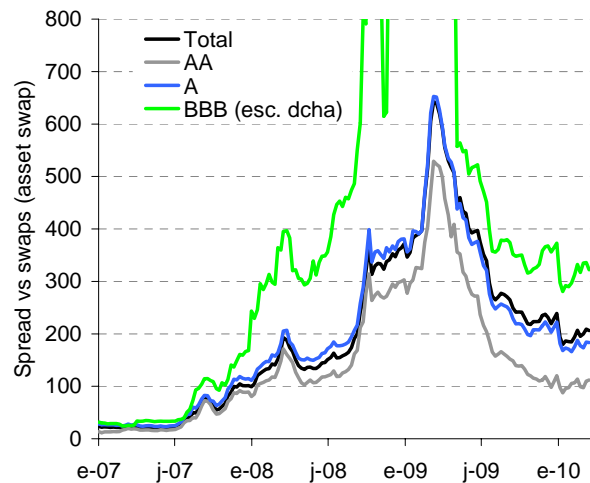
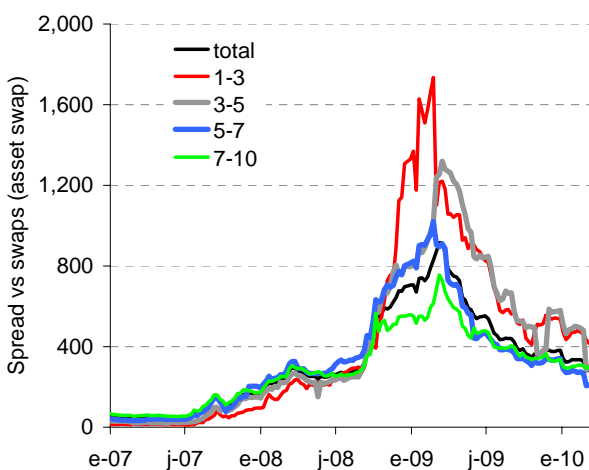


Gráfico 6: spread vs swaps (pb) calculado a la call para deuda financiera Upper Tier II  
(asset swap, Fuente: JP Morgan SUSI indices)

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



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

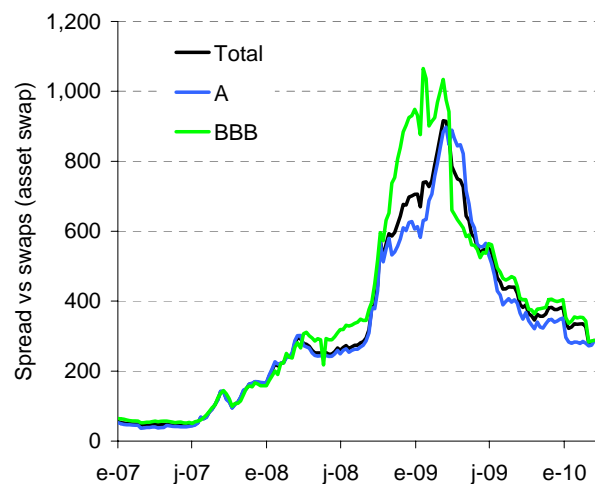
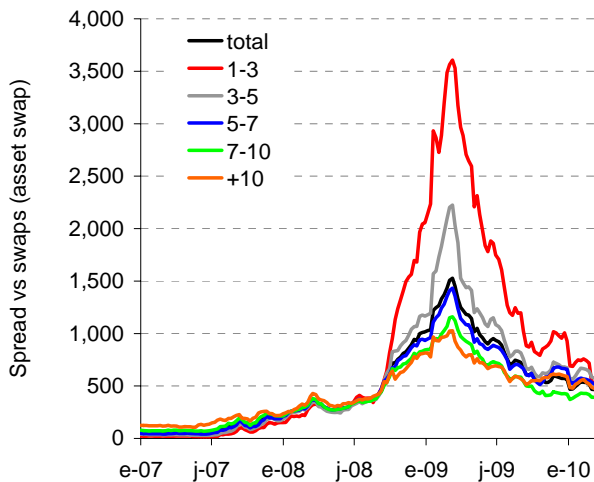


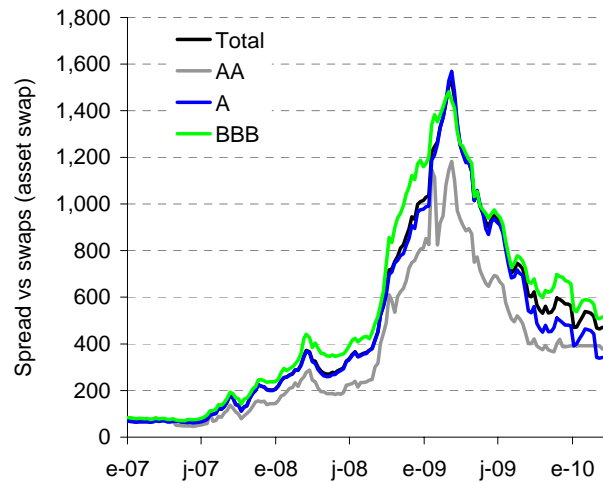


Gráfico 7: spread vs swaps (pb) calculado a la call para deuda financiera Tier I (asset swap, Fuente: JP Morgan SUSI indices)

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



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



El repunte de spreads en deuda bancaria ha sido, desde mediados de 2007, generalizado por escalas de rating y creciente a medida que descendemos en la prelación de las emisiones. Los máximos de spread vs swaps se alcanzaron durante la primavera de 2009, momento a partir del cual se inició un proceso de reducción que nos sitúa, a finales de marzo de 2010, en niveles muy inferiores a los del primer trimestre de 2009 (peor momento de la crisis para la deuda financiera de cualquier orden de prelación).

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

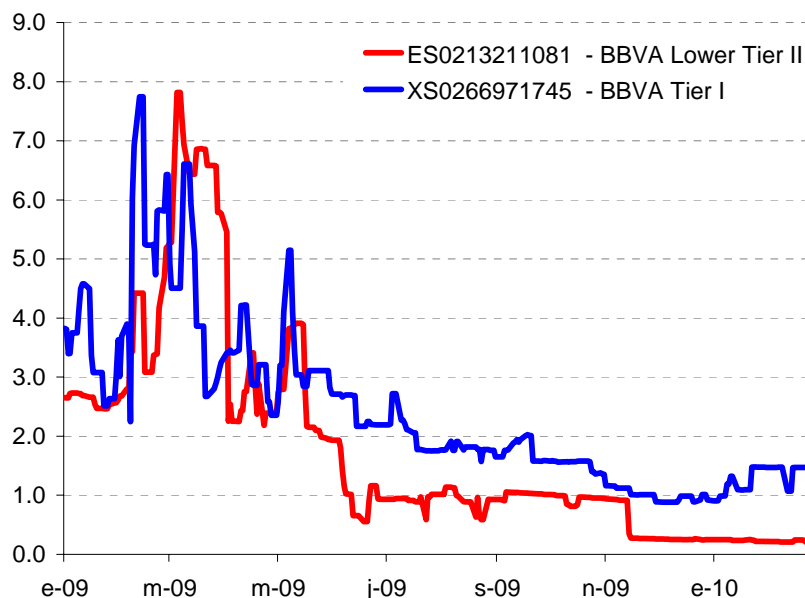
Ello se debe a que, a pesar de la reducción de spreads acaecida en los últimos meses, las actuales condiciones de mercado siguen reflejando la permanencia de una todavía elevada expectativa de nada despreciable probabilidad de no ejercicio de la opción de amortización anticipada (que sitúa el valor de la opción para el emisor en niveles muy reducidos), frente a la práctica común hasta 2008 de ejercitar “siempre” dicha opción. Ello introduce una distorsión importante a la hora de medir correctamente el riesgo de crédito de emisiones con opción de amortización anticipada.

Así, aunque la convención de mercado secundario sea, para las emisiones con *call* determinar el spread vs swaps asumiendo que se ejercerá la *call*, el spread vs swaps con el que medir el riesgo de crédito del instrumento y actualizar el valor de los flujos de pago futuros, se corresponde en la práctica con el calculado a vencimiento. Es por

ello que, a la hora de determinar los niveles razonables que definen el mercado mayorista a finales de marzo de 2010, nos decantamos por analizar únicamente emisiones de deuda subordinada Lower Tier II sin opción de amortización anticipada.

En referencia a la mejora de la liquidez en el mercado secundario, el gráfico 8 ofrece un claro ejemplo de la reducción de las horquillas de precios de demanda y oferta para deuda bancaria subordinada *Lower Tier II* y participaciones preferentes *Tier I* emitidas por BBVA. Como puede apreciarse en dicho gráfico, las horquillas de precio bid/ask cotizadas en el mercado secundario se encuentran hoy muy por debajo de los niveles de la primavera pasada, que reflejaban una situación de muy elevado estrés de mercado y/o iliquidez. La fuente de estos datos es Bloomberg<sup>4</sup>.

*Gráfico 8: diferencia entre cotizaciones bid y ask (en puntos porcentuales) para emisiones de deuda bancaria subordinada y participaciones preferentes de BBVA*



A pesar de esta evidente mejora de las condiciones de liquidez, a la hora de determinar las condiciones de mercado secundario mayorista vigentes -en nuestra opinión- a finales de marzo de 2010 para emisiones de Obligaciones subordinadas *Lower Tier II*, creemos necesario complementar la información provista por los terminales de información financiera tradicionales (Bloomberg, Reuters, etc) con otras referencias que consideramos adecuadas y fiables.

En este sentido, en los análisis realizados en los puntos 3.2.1 a 3.2.3 siguientes se utilizarán, para establecer un rango además de las citadas cotizaciones para emisiones de deuda subordinada Lower Tier II de Bloomberg, cotizaciones para las referencias que componen el índice de deuda subordinada bancaria Lower Tier II de Merrill Lynch<sup>5</sup> (ELT2 o *Lower Tier II Securities Index*), información histórica de los

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

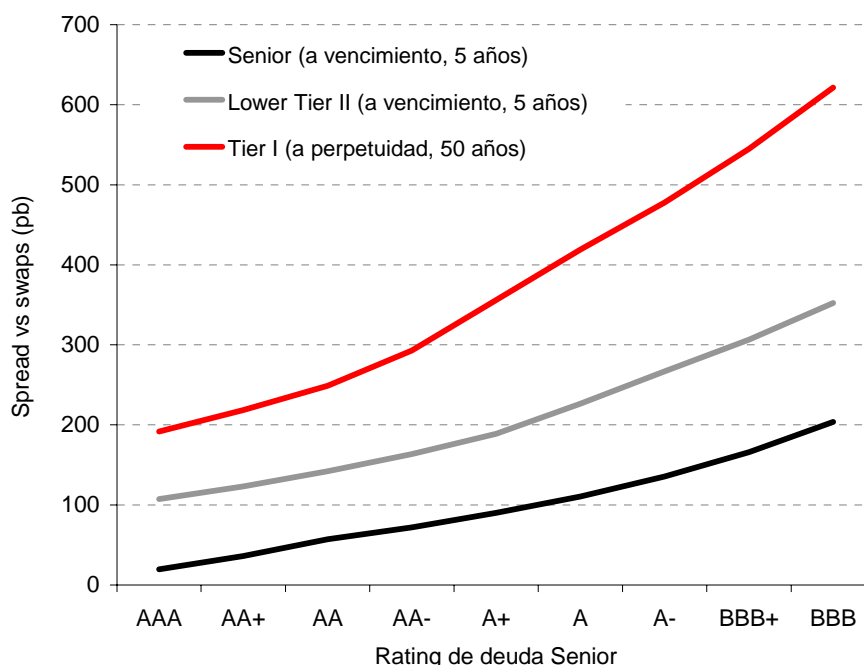
<sup>5</sup> JP Morgan y Merrill Lynch son dos de los mayores intermediarios de bonos corporativos y financieros a nivel global, y sus índices son ampliamente utilizados por los participantes del mercado como referencia.

índices SUSI de JP Morgan, de los índices iTraxx de deuda financiera senior y subordinada y aquellas cotizaciones de emisiones recientes de deuda subordinada Lower Tier II en el mercado mayorista.

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

Afi calcula periódicamente curvas de spread por rating y plazo para distintos tipos de deuda, ya sea renta fija privada, *covered bonds*, deuda financiera de distinto orden de prelación, etc, para realizar valoraciones de instrumentos y/o carteras. Los valores de spread vs swaps promedio a 19 de marzo de 2010, para cada tipo de deuda financiera (senior, Lower Tier II y Tier I) se reflejan en el gráfico 9.

Gráfico 9: curvas de spread vs rating de emisor, calibradas por Afi para deuda senior, obligaciones subordinadas Lower Tier II y participaciones preferentes Tier I a 19/03/10



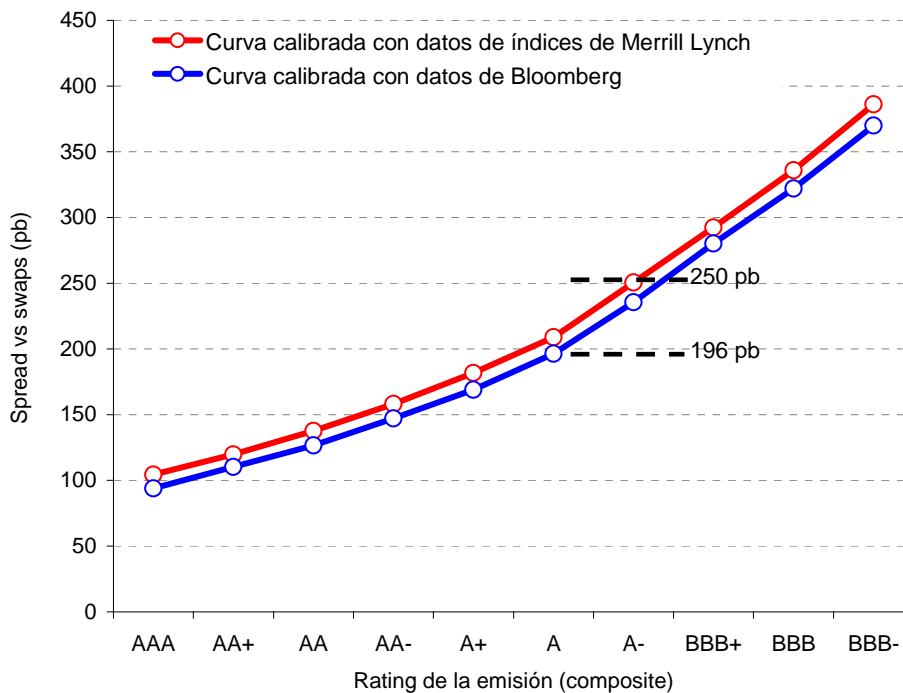
En el caso que nos ocupa, la deuda bancaria subordinada Lower Tier II, las curvas de spread vs swaps a vencimiento para emisiones sin opción de amortización a 19 de marzo de 2010 son las reflejadas en el gráfico 10. El proceso de generación de estas curvas consiste en una serie de pasos que detallamos a continuación:

- Definición del conjunto de instrumentos para los cuales se recopilará información de mercado secundario. Para la curva de deuda subordinada Lower Tier II se han tomado 85 emisiones sin opción de amortización contenidas en el índice ELT2 de Merrill Lynch.
- Obtención de cotizaciones de rentabilidad a vencimiento (TIR) para los instrumentos seleccionados. Para ello, y con el objeto de obtener un contraste de varias fuentes, se tomarán tanto los datos ofrecidos por Bloomberg<sup>6</sup> como los de Merrill Lynch.

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

- Cálculo, para ambos conjuntos de cotizaciones –Bloomberg y Merrill Lynch- del spread vs swaps a vencimiento para cada instrumento. Ello se realiza vía comparación de las TIR obtenidas en el punto anterior y el tipo swap interpolado al vencimiento del instrumento.
- Agrupación de los instrumentos por escalón de rating y por plazo<sup>7</sup>, depuramiento de datos considerados *outliers* y cálculo de medianas de spreads vs swaps para cada grupo de instrumentos (rating y plazo) considerado representativo<sup>8</sup> y para cada fuente de cotizaciones.
- Construcción de curvas completas de spread por rating para cada plazo, a partir de los grupos de instrumentos considerados representativos, mediante la aplicación de multiplicadores de salto de spreads entre categorías adyacentes de rating<sup>9</sup>. En el caso de no contar con grupos de instrumentos representativos para determinados plazos, se procederá a su extrapolación mediante la aplicación de multiplicadores de pendiente de spreads<sup>10</sup>

Gráfico 10: curvas de spread vs rating de emisión a 10 años, calibradas por Afi para deuda subordinada Lower Tier II en euros a 19/03/10



<sup>7</sup> Se clasifican los instrumentos en base a las escalas de rating de Moody's, S&P y Fitch, agrupándose a su vez en dos plazos genéricos: 5 años (emisiones con vencimiento residual comprendido entre 3 y 7 años) y 10 años (emisiones con vencimiento residual comprendido entre 7 y 11 años).

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

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

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

Con los datos de mercado secundario a 19 de enero de 2010, se han obtenido niveles de mediana de spread vs swaps suficientemente representativos para los escalones de rating Aa3/AA-, A2/A, y Baa1/BBB+ al plazo de 5 años y para ambas fuentes, Bloomberg y Merrill Lynch.

En el caso de emisiones al plazo de 10 años apenas se cuenta con emisiones significativas, por lo que los niveles de spread vs swaps a este plazo (que coincide con el vencimiento de la emisión objeto de esta informe) serán extrapolados. De esta forma, para completar ambas curvas de spread vs swaps por plazo y rating, se ha procedido a:

- (1) Para el caso de la curva Lower Tier II al plazo de 5 años, a extrapolar los niveles de spread vs swaps para los ratings sin cotizaciones significativas mediante la aplicación de multiplicadores de 1,149x a los spreads vs swaps representativos de ratings adyacentes. Este multiplicador es el que se deriva del promedio histórico desde julio 2007 hasta la actualidad para los spreads de deuda subordinada Lower Tier II de los índices SUSI de JP Morgan (ver tabla 6).
- (2) Para el caso de la curva Lower Tier II al plazo de 10 años, a extrapolar los niveles de spread vs swaps para los ratings sin cotizaciones significativas mediante la aplicación de multiplicadores de 1,073x a los spreads vs swaps representativos de los mismos ratings de la curva Lower Tier II a 5 años. Este multiplicador de pendiente 5-10 años se obtiene de los cocientes de spreads entre cotizaciones de CDS senior y subordinado a 5 y 10 años para los bancos del iTraxx a fecha 20 de marzo de 2010 (ver tabla 7).

La conclusión de este análisis es la siguiente, y puede inferirse del gráfico 10 anterior: el rango de spread vs swaps para emisiones de deuda subordinada Lower Tier II al plazo de 10 años, con rating de emisión “a caballo” entre A2/A y A3/A- se situaría, a finales de marzo de 2010, entre los **195 y 250 puntos básicos**, tomando como inputs cotizaciones de Merrill Lynch y Bloomberg para una amplia muestra de emisiones a nivel europeo.

Tabla 6: Multiplicadores Multiplicadores de spreads vs swaps entre ratings adyacentes en base a series históricas de los índices SUSI de JP Morgan (2001-MAR10).

	Senior	Lower Tier II	Upper Tier II	Tier 1
<b>JUL07-hoy</b>				
3 escalones *	1.811	1.492	1.302	1.285
1 escalón **	1.169	1.149	1.118	1.075
<b>2001-JUL07</b>				
3 escalones *	2.628	1.506	1.455	1.407
1 escalón **	1.380	1.146	1.133	1.120
<b>2001-ENE10</b>				
3 escalones *	1.848	1.531	1.439	1.311
1 escalón **	1.227	1.153	1.129	1.095

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

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

Tabla 7: Cociente de spreads de CDS a 10 vs 5 años para deuda senior y subordinada de bancos del iTraxx a 19/03/10 (Fuente: bloomberg).

Referencia	Senior			Subordinado		
	CDS 5	CDS 10	Múltiplo	CDS 5	CDS 10	Múltiplo
MONTE DEI PASCHI	82.5	91.1	1.10	141.2	149.2	1.06
BBVA	95.9	102.5	1.07	147.5	154.8	1.05
ESPIRITO SANTO	150.3	152.9	1.02	228.9	232.2	1.01
SANTANDER	95.6	103.1	1.08	140.8	148.5	1.05
HBOS	130.7	146.2	1.12	296.1	319.6	1.08
BARCLAYS	82.1	92.4	1.13	126.8	136.8	1.08
BNP	66.5	75.6	1.14	109.2	118.1	1.08
COMMERZBANK	74.3	84.1	1.13	154.1	164.1	1.06
CREDIT AGRICOLE	82.7	93.6	1.13	124.1	133.2	1.07
CREDIT SUISSE	67.5	78.1	1.16	101.8	111.8	1.10
DEUTSCHE BANK	84.0	95.1	1.13	113.2	122.4	1.08
SANPAOLO	66.0	75.6	1.15	112.5	121.5	1.08
SOCIETE GENERALE	79.9	90.3	1.13	122.3	130.9	1.07
RBS	136.6	150.5	1.10	281.6	289.2	1.03
UBS	82.9	94.5	1.14	132.0	141.7	1.07
UNICREDIT	81.0	91.2	1.13	137.5	148.0	1.08
Promedio	91.1	101.1	1.116	154.3	163.9	1.066
Mediana	82.6	93.0	1.129	134.8	144.8	1.073

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

Tal y como se avanzó en el punto 3.1 de este informe, consideramos clave la información de niveles de mercado secundario de aquellas emisiones de deuda subordinada Lower Tier II al plazo de 10 años realizadas en los últimos meses. Esta información queda recogida, además de en la tabla 1, en el gráfico 11 siguiente, donde se observa la variación de spreads vs swaps frente a los niveles de emisión en el mercado primario. La fuente de los datos de mercado secundario es Bloomberg y el último dato corresponde al 20 de marzo de 2010.

Contrastando los niveles de cotización actuales de estas emisiones en el mercado secundario con los niveles calibrados por Afi (ver punto 3.2.1.) enriquecemos este último análisis. Como se puede observar en el gráfico 12 siguiente, agrupando estas emisiones recientes por rating, los niveles de spread vs swaps a vencimiento son de similar magnitud a los obtenidos a través de un número más amplio de emisiones, más antiguas en el tiempo y previsiblemente, de menor liquidez.

Para el caso concreto de las emisiones con rating genérico A2/A y A3/A- (rango en el cual se encontraría el rating de la emisión de Caja Madrid objeto de este informe), los niveles de spread vs swaps a vencimiento que definen los extremos de este rango a 20 de marzo de 2010 serían los 208/228 pb con que cotiza la emisión de Landesbank Berlin (ratings de emisión A2/NR/A+) y los 245/285 pb con que cotiza la emisión de Bankinter (ratings de emisión de A2/A-/NR).

Teniendo en cuenta que los ratings de la emisión objeto de este informe se situarían a caballo entre A2/A y A3/A-, creemos que este análisis justifica un rango orientativo para el spread vs swaps a vencimiento de entre **208 y 285 pb**.

Gráfico 11: niveles de spread vs swaps en emisión y actual en mercado secundario para emisiones mayoristas de deuda subordinada Lower Tier II (Fuente: Bloomberg)

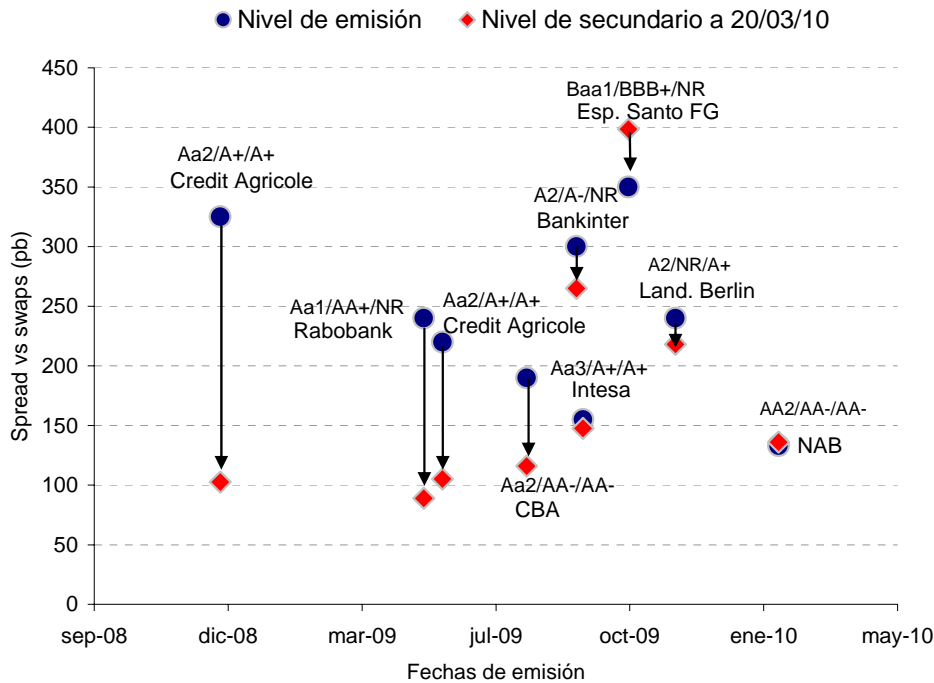
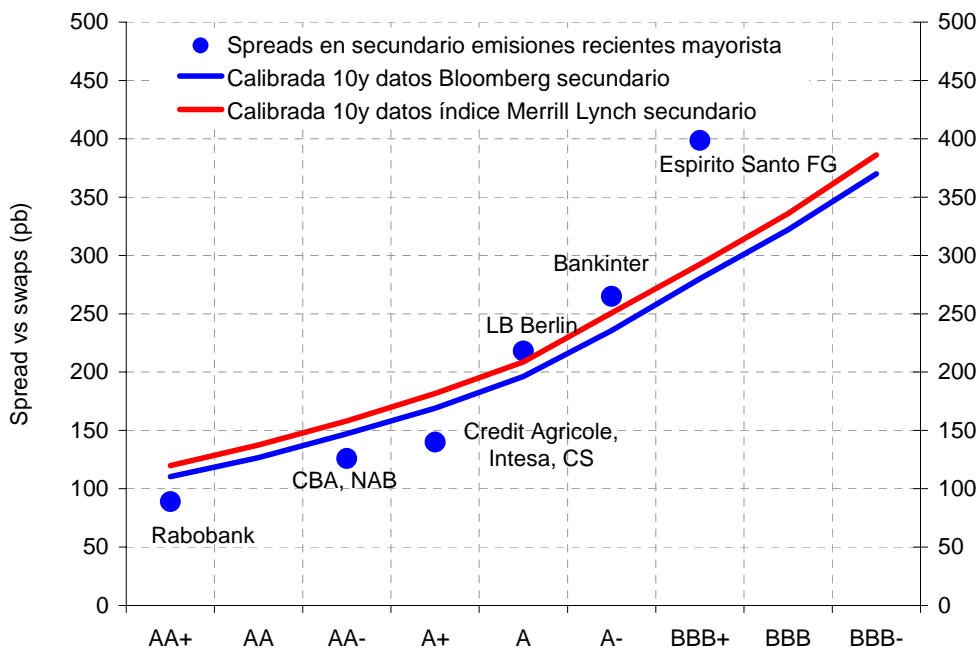


Gráfico 12: niveles de spread vs swaps actuales en mercado secundario para emisiones mayoristas de deuda subordinada Lower Tier II (Bloomberg) y comparativa con curvas calibradas por Afi



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

Una vez calibradas las curvas de spread vs swaps por rating y plazo para emisiones de deuda subordinadas Lower Tier II a 19 de marzo de 2010 (punto 3.2.1 de este informe), y la información de spreads vs swaps en el mercado secundario para emisiones similares de reciente emisión en el mercado primario mayorista (punto 3.2.2 de este informe), procedemos a compilar la información relevante a efectos de definir un rango de spreads vs swaps razonable para una emisión de deuda subordinada Lower Tier II con rating A2, A- y A+ respectivamente por Moody's, Standard&Poors y Fitch, a dicha fecha.

De ambos análisis se puede extraer que el rango definido por niveles de spreads vs swaps a vencimiento **entre 196 y 285 pb** es una referencia razonable para una emisión de deuda subordinada Lower Tier II hipotéticos ratings de emisión a caballo entre A2/A y A3/A a finales de marzo de 2010.



#### 4. Conclusiones

En el **mercado primario mayorista** se han emitido en los últimos meses un número significativo de emisiones de deuda subordinada *Lower Tier II* en euros. Los spreads de dichas emisiones en el mercado secundario a finales de marzo de 2010 (punto 3.2.2 del informe) definen niveles entre los 90/100 pb para emisiones con rating Aa1/AA+/AA+ por Moody's, Standard&Poors y Fitch, 210/230 pb para emisiones con rating A2/A/A, 245/285 pb para emisiones con rating A3/A-/A-. Frente a estos niveles de mercado secundario, el spread vs swaps a vencimiento de la emisión de deuda subordinada *Lower Tier II* de Caja Madrid, con hipotéticos ratings A2/A-/A+ (271 pb) compara razonablemente.

En concreto, frente a la única emisión de deuda subordinada en mercados mayoristas realizada recientemente por una entidad española, **Bankinter** (rating de la emisión A2/A-/NR) la comparación también resulta razonable. Ésta emisión, colocada a principios de septiembre de 2009 a un spread vs swaps de 300 pb, cotiza a finales de enero de 2010 en torno a referencias de 245/285 pb sobre swaps en el mercado secundario. Dado que los ratings de deuda subordinada de Caja Madrid se sitúan algo por encima de los de Bankinter, en concreto en A2/A-/A+, el spread vs swaps de la emisión de deuda subordinada *Lower Tier II* de Caja Madrid (271 pb) compara razonablemente.

Por otro lado, del análisis de un universo suficientemente significativo de emisiones de LT2 sin opción de amortización en el **mercado secundario mayorista** (punto 3.2.1 de este informe) se deriva un rango de spreads vs swaps a vencimiento para emisiones de deuda subordinada *Lower Tier II*, con ratings a caballo entre A2/A y A3/A- y plazo de 10 años de entre 196 y 250 pb para finales de marzo de 2010. De nuevo, el spread vs swaps a vencimiento de la emisión de Caja Madrid objeto de este informe (271 pb), compara razonablemente.

Por último, y aunque la comparación con **emisiones similares destinadas a inversores minoristas** en el mercado doméstico español no es el objeto de este informe, creemos apropiado señalar que el spread de la emisión de deuda subordinada de Caja Madrid compara adecuadamente con emisiones similares recientes de emisores españoles con rating cercano. Por ejemplo, partiendo de la última emisión realizada por "la Caixa" –con ratings de emisión Aa3/A+/A+ y registrada en CNMV el 28 de enero de 2010 y colocada a un spread vs swaps a vencimiento de entre 140 y 160 pb-, la aplicación de dos escalones de rating vía multiplicadores de spread vs swaps de 1,149x por escalón arrojaría un spread vs swaps para una emisión de prelación similar con ratings de A2/A-/A+ (como la de Caja Madrid) de entre 185 y 211 pb. Estos niveles están por debajo del spread vs swaps a vencimiento calculado para la emisión de Caja Madrid objeto de este informe (271 pb).

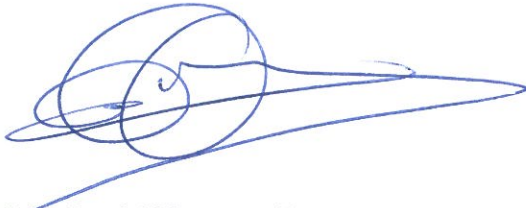
**En conclusión**, el spread vs swaps para la emisión de Caja Madrid objeto de este informe, si consideramos simplemente el "spread a vencimiento sin la call" (271 pb), se encontraría en nuestra opinión **dentro del rango "razonable" de spreads que definen los niveles promedio de spreads vs swaps a vencimiento para emisiones de naturaleza y calidad crediticia similar en mercados mayoristas** en el período de elaboración de este informe, y que se corresponde con la horquilla definida por 196 y 285 pb.

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

Este documento no refleja ninguna opinión sobre la conveniencia de invertir en este instrumento ni sobre sus riesgos asociados. Asimismo, este documento es para uso interno de Caja Madrid, 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