

D. ALBERTO RENTÉ PUJOL, en nombre y representación de la Caixa d'Estalvis de Sabadell, en virtud de las facultades otorgadas por el Consejo de Administración con fecha 30 de marzo de 2009.

CERTIFICO:

Que el contenido del presente CD coincide plenamente con el contenido de la Nota de Valores de Admisión relativa a la "EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009", registrada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con fecha 7 de mayo de 2008.

Que autorizo la difusión de dicho archivo a través de la "web" de la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su publicación.

Y para que así conste, expide el presente certificado en Sabadell, a 7 de mayo de 2009.

CAIXA D'ESTALVIS DE SABADELL
P.P.

D. ALBERTO RENTÉ PUJOL
Subdirector General

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009

Fecha de amortización: 10 de junio de 2024

NOTA DE VALORES DE EMISIÓN

Esta Nota de Valores ha sido registrada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 7 de mayo de 2009 y ha sido elaborada según el modelo del Anexo V del Reglamento (CE) Nº 809/2004 de la Comisión de 29 de abril de 2004.

Esta Nota de Valores se complementa con el Documento de Registro de CAIXA D'ESTALVIS DE SABADELL (elaborado conforme al Anexo XI del Reglamento (CE) nº 809/2004 de la Comisión de 29 de abril de 2004) registrado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 10 de julio de 2008, que se incorpora por referencia.

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009".

INDICE

I- RESUMEN

- a) Factores de riesgo de la Emisión
- b) Factores de riesgo de la Emisión
- c) Principales datos económicos de la Entidad Emisora

II- FACTORES DE RIESGO

- a) Factores de riesgo de la Emisión

III- NOTA DE VALORES

1. PERSONAS RESPONSABLES

2. FACTORES DE RIESGO

3. INFORMACIÓN FUNDAMENTAL

- 3.1. Interés de las personas físicas y jurídicas participantes en la Oferta
- 3.2. Motivo de la Oferta y destino de los ingresos

4. INFORMACIÓN RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A OFERTARSE

- 4.1. Descripción del tipo y la clase de los valores
- 4.2. Legislación de los valores
- 4.3. Representación de los valores
- 4.4. Divisa de la emisión
- 4.5. Orden de prelación
- 4.6. Descripción de los derechos vinculados a los valores y procedimiento para el ejercicio de los mismos
- 4.7. Tipo de interés nominal y disposiciones relativas a los intereses pagaderos
 - 4.7.1. Tipo de interés nominal
 - 4.7.2. Procedimiento para el pago de cupones
 - 4.7.3. Plazo válido en el que se pueden reclamar los intereses y el reembolso del principal
- 4.8. Precio de amortización y disposiciones relativas al vencimiento de los valores
 - 4.8.1. Precio de amortización
 - 4.8.2. Fecha y modalidades de amortización
- 4.9. Indicación del rendimiento para el inversor y método de cálculo
- 4.10. Representación de los tenedores de los valores
- 4.11. Resoluciones, autorizaciones y aprobaciones en virtud de las cuales se emiten los valores
- 4.12. Fecha de emisión
- 4.13. Restricciones a la libre transmisibilidad de los valores
- 4.14. Fiscalidad de los valores

5. CLÁUSULAS Y CONDICIONES DE LA OFERTA

- 5.1. Descripción de la Oferta Pública
 - 5.1.1. Condiciones a las que está sujeta la Oferta
 - 5.1.2. Importe de la Oferta
 - 5.1.3. Plazo de la Oferta Pública y descripción del proceso de solicitud
 - 5.1.4. Método de prorrateo
 - 5.1.5. Detalles de la cantidad mínima y/o máxima de solicitud
 - 5.1.6. Método y plazos para el pago de los valores y para la entrega de los mismos
 - 5.1.7. Publicación de los resultados de la Oferta
 - 5.1.8. Procedimiento para el ejercicio de cualquier derecho preferente de compra
- 5.2. Plan de colocación y adjudicación

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009".

- 5.2.1. Categorías de inversores a los que se Ofertan los valores
 - 5.2.2. Notificación a los solicitantes de la cantidad asignada
- 5.3. Precios
 - 5.3.1. Precio al que se Ofertarán los valores o el método para determinarlo. Gastos para el suscriptor
- 5.4. Colocación y Aseguramiento
 - 5.4.1. Entidades coordinadoras y participantes en la colocación
 - 5.4.2. Agente de Pagos
 - 5.4.3. Entidades Aseguradoras y procedimiento
 - 5.4.4. Fecha del acuerdo de aseguramiento

6. ACUERDOS DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y NEGOCIACIÓN

- 6.1. Solicitudes de admisión a cotización
- 6.2. Mercados regulados en los que están admitidos a cotización valores de la misma clase
- 6.3. Entidades de liquidez

7. INFORMACIÓN ADICIONAL

- 7.1. Personas y entidades asesoras en la emisión
- 7.2. Información de la nota de valores revisada por los auditores
- 7.3. Otras informaciones aportadas por terceros
- 7.4. Ratings

8. ACTUALIZACIÓN DEL DOCUMENTO DE REGISTRO

ANEXO I. INFORMES EXPERTOS INDEPENDIENTES: AFI y SOLVENTIS

I- RESUMEN

El presente capítulo introductorio es un resumen de los términos y condiciones de los valores de la denominada "EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009". Este resumen incluye los riesgos esenciales asociados al emisor, y a los valores a emitir. El presente resumen, el Documento de Registro del emisor y la Nota de Valores serán referidos, conjuntamente, con el Folleto.

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

Emisor: Caixa d'Estalvis de Sabadell

Naturaleza y denominación de los valores: Los valores que se emiten son obligaciones subordinadas agrupadas en una emisión que se denomina "EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009".

Fecha de emisión: 10 de junio de 2009.

Importe de la emisión: 35.000.000 euros.

Nominal y efectivo de cada valor: 1.000 euros.

Desembolso: Se efectuará un único desembolso el día 10 de junio de 2009.

Interés nominal: La Remuneración será:

- Durante el periodo comprendido entre la Fecha de Emisión y Desembolso (inclusive) y el 10 de junio de 2011 (no incluido): 7,50% nominal anual fijo.
- Desde el 10 de junio de 2011 (inclusive) hasta el 10 de junio de 2019 (no incluido): variable, referenciada al Euríbor a 3 meses más un diferencial de 5,25%.
- Desde el 10 de junio de 2019 (inclusive) hasta el 10 de junio de 2024 (no incluido): variable, referenciada al Euríbor a 3 meses más un diferencial del 6,00%

La base de cálculo de cada uno de los periodos de interés será Actual/365.

T.A.E bruta anual para el suscriptor: 7,1283% en el caso de que los bonos amorticen el 10 de junio de 2024, y 7,0039 % en caso de que los valores se amorticen anticipadamente el 10 de junio de 2019, en ambos casos, suponiendo que los valores se desembolsan en su totalidad el 10 de junio de 2009, y tomando el tipo de interés del 7,50% anual desde la fecha de emisión (inclusive) hasta el 10 de junio de 2011 (no incluido), y a partir del 10 de junio de 2011, el Euríbor a 3 meses del día 5 de mayo de 2009 hasta la fecha de amortización de los valores.

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009".

Fecha pago de cupones: El tipo de interés se hará efectivo por trimestres vencidos, los días 10 de marzo, 10 de junio, 10 de septiembre y 10 de diciembre de cada uno de los años de vida de la emisión, siendo la primera fecha de pago el 10 de septiembre de 2009.

Amortización: Los valores serán amortizados en su totalidad, a la par, a su vencimiento que será el 10 de junio de 2024. No obstante, el emisor podrá amortizar totalmente la emisión, a la par, libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España, a partir de los 10 años a contar desde la fecha de desembolso. En caso de producirse dicha amortización anticipada, se hará coincidir con la fecha de un pago de cupón. No existe la amortización parcial de la emisión por parte del emisor, ni existe la amortización anticipada a petición de los tenedores de las obligaciones.

Cotización: El Emisor solicitará la admisión de las obligaciones a cotización oficial en AIAF Mercado de Renta Fija.

No está previsto contratar a entidad de liquidez alguna para que preste tal servicio.

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

Importe mínimo de las Órdenes de Suscripción: 1.000 euros (1 Obligación Subordinada). El límite máximo de solicitud es el importe de la Oferta.

Periodo de Suscripción: Comenzará a las 08:00 horas del día hábil siguiente a la fecha de verificación de la presente Nota de Valores en la CNMV, y una vez publicada la mencionada Nota en la web de la misma Comisión, y finalizará a las 14:30 horas del día 10 de junio de 2009 (ambos inclusive).

Tramitación de la suscripción: Los suscriptores podrán dirigir sus solicitudes de suscripción a cualquiera de las oficinas y sucursales de la Entidad Emisora, donde tales peticiones se atenderán por riguroso orden cronológico de recepción. Las órdenes de suscripción serán irrevocables, salvo en el caso de que la agencia de calificación crediticia que ha calificado al Emisor rebajase tal calificación crediticia (rating) o de cualquiera de las emisiones previamente calificadas de naturaleza análoga 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 la presente Nota de Valores, comunicando el descenso del rating. La Entidad Colocadora podrá exigir a los peticionarios provisiones de fondos para asegurar el pago del importe de las suscripciones. En este caso, el depósito de los fondos será remunerado por Caixa Sabadell al tipo de interés del 4,50% anual. Los citados intereses se devengarán desde el primer día del depósito hasta la fecha de desembolso.

Orden de prelación: Estos valores presentan la condición de financiación subordinada para los acreedores y, a efectos del orden de pago, se sitúan:

- a) por detrás de los acreedores privilegiados y los acreedores ordinarios y depositantes.
- b) al mismo nivel que las emisiones de deuda subordinada ya emitidas por el Emisor, así como las que se emitan en el futuro.
- c) por delante de las cuotas participativas, en su caso, y participaciones preferentes emitidas o garantizadas por la Entidad Emisora.

Sindicato de Obligacionistas: Se designa y acepta para el cargo de Comisario del Sindicato de Obligacionistas de la presente emisión a D. Rafael Cañete de Càrdenas Rubira, con domicilio a estos efectos en Calle de Gràcia, 17 al 29, Sabadell (Barcelona), código postal 08201.

Régimen fiscal: Las rentas de los valores estarán sujetas a tributación de acuerdo con la legislación fiscal aplicable en cada momento. Dicho régimen fiscal queda suficientemente explicado en el Folleto Informativo.

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009".

A fin de evaluar las condiciones financieras de la "EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009", el Emisor ha obtenido la opinión de Analistas Financieros Internacionales, S.A. y Solventis Gestión, S.G.C., S.A., consultoras independientes especializadas. Se adjuntan como Anexo, copia de dichas opiniones.

a) Factores de riesgo de la Emisión:

Riesgos de mercado:

Los valores de la presente Emisión, una vez admitidos a negociación, es posible que sean negociados a descuento en relación con el precio de emisión inicial, es decir, por debajo de valor nominal, dependiendo de los tipos de interés vigentes, el mercado para valores similares y las condiciones económicas generales.

Riesgo por fluctuación del tipo de interés:

La rentabilidad que se pueda obtener por la inversión en los valores de la presente Emisión, estará sometida a fluctuaciones de los tipos de interés.

Riesgo de liquidez:

Las obligaciones emitidas al amparo de la presente Nota de Valores, son obligaciones de nueva emisión cuya distribución podría no ser muy amplia y para las cuales no existe actualmente un mercado de negociación activo.

Aunque se solicitará la cotización de esta emisión en el mercado AIAF de Renta Fija, no es posible asegurar que vaya a producirse una negociación activa en dicho mercado.

No se designará ninguna entidad de liquidez para esta Emisión.

Riesgo de crédito:

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

A dicho respecto, los bonos objeto de la presente Nota de Valores están respaldados por la garantía patrimonial del Emisor y no incorporará ninguna garantía específica adicional.

El Emisor tiene asignada calificación crediticia por la agencia Fitch Ratings.

	Corto	Largo	Fecha última actualización
Fitch	F2	BBB+	26 de Septiembre de 2008

La perspectiva es estable.

Una variación de los ratings asignados a Caixa Sabadell podría afectar al valor de mercado de los valores de la presente emisión.

Las obligaciones que se emitan al amparo de la presente Nota de Valores no han sido calificadas por Agencia de calificación alguna.

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009".

Riesgos de subordinación y prelación de los inversores ante situaciones concursales:

Las obligaciones subordinadas de esta Emisión, se sitúan, en caso de insuficiencia de fondos del Emisor, insolvencia o liquidación del mismo, por detrás de todos los acreedores comunes del Emisor y al mismo nivel que sus acreedores subordinados.

Riesgos por amortización anticipada:

Se establecen cláusulas de amortización anticipada por la Entidad Emisora: el Emisor podrá amortizar totalmente la emisión, a la par, libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España, a partir de los diez años a contar desde la fecha de desembolso.

b) Factores de riesgo del Emisor:

La siguiente sección define las exposiciones al riesgo claves, teniendo en cuenta la naturaleza de las actividades y operaciones de la Entidad y su gama de productos financieros. Los riesgos pueden encuadrarse bajo las seis categorías siguientes:

Riesgo de Mercado

Consiste en la posible variación en el precio de mercado de un instrumento de renta fija como consecuencia de las variaciones de tipos de interés, o de renta variable e instrumentos derivados a consecuencia de la fluctuación de su cotización.

Riesgo de Crédito

Los riesgos de crédito de la contraparte surgen de la incapacidad y/o intención de la contraparte de cumplir con sus responsabilidades contractuales, resultando una pérdida financiera.

A continuación se incluye una comparativa de la evolución de la solvencia y la morosidad a 31/12/2008 y 31/12/2007.

Concepto	31/12/2008		31/12/2007	
	%	miles de euros	%	miles de euros
COEF. SOLVENCIA	11.76%	980.657	10.99%	994.946
Core Capital	5.62%	468.607	5.30%	479.911
TIER 1	7.59%	632.932	7.12%	644.911
TIER 2	4.17%	372.369	3.87%	459.706
Ratio de morosidad	4.09%	440.292	1.02%	116.215
Ratio de cobertura de la morosidad	64.30%	283.108	149.90%	174.206

Así mismo se incorpora una comparativa de la evolución de la morosidad a 31/03/2009 y 31/03/2008; no se dispone de datos de solvencia y recursos propios a 31/03/2009 a efectos de realizar una comparativa.

Concepto	31/03/2009		31/03/2008	
	%	miles de euros	%	miles de euros
Ratio de morosidad	5,28%	587.413	2,04%	207.635
Ratio de cobertura de la morosidad	50,90%	299.021	86,96%	180.577

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009".

Riesgo Operacional

Pérdidas generadas como consecuencia de procesos internos inadecuados, errores humanos, incorrecto funcionamiento de los sistemas informáticos o acontecimientos externos.

Riesgo de tipo de interés

Se refiere al efecto negativo que pueden tener las oscilaciones de los tipos de interés sobre el valor económico del balance y sobre el margen de intermediación de la entidad, debido a la existencia de desfases temporales en los vencimientos de las masas que configuran el activo y el pasivo del balance.

Riesgo de tipo de cambio

Riesgo de incurrir en pérdidas debido a una variación en los tipos de cambio.

Riesgo de Liquidez

Riesgo de no poder deshacer o cerrar una operación en el mercado; o riesgo de financiación, que puede surgir ante la dificultad de conseguir fondos en un momento concreto para atender una inversión o compromiso de pago.

A continuación se muestra el GAP comercial del Grupo Consolidado de Caixa Sabadell a 31 de marzo de 2009 y 31 de marzo de 2008:

	31/03/2009	31/03/2008
Crédito a la clientela	9.718.301	9.888.115
- Acreedores	5.503.134	5.797.566
	4.215.167	4.090.549

Durante el ejercicio 2008 y el primer trimestre de 2009, el Grupo Caixa Sabadell ha gestionado la liquidez en un entorno de mercados institucionales de financiación prácticamente cerrados, generando activos líquidos para disponer de mayores garantías y obtener financiación del Banco Central Europeo, acudiendo a las subastas del Fondo de Adquisición de Activos y realizando emisiones de bonos con aval del Tesoro. A 31 de marzo de 2009, el Grupo Caixa Sabadell tenía una posición con el Banco Central Europeo de 180 millones, quedando disponibles activos líquidos y/o descontables por 760 millones.

c) Principales datos económicos de la Entidad Emisora

El balance de situación y la cuenta de pérdidas y ganancias han sido auditados y siguen los modelos y los principios contables y las normas de valoración establecidos por la Circular 4/2004 del banco de España, modificada por la Circular 6/2008.

BALANCE CONSOLIDADO PÚBLICO Correspondiente al 31 de diciembre de 2007 y 31 de diciembre de 2008

ACTIVO	2008	2007	Var. 08-07 (%)
Caja y depósitos en bancos centrales	167.546	167.448	0,06
Cartera de negociación	58.065	25.765	125,36
Otros activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias	9.024	13.293	-32,11
Activos financieros disponibles para la venta	1.280.960	2.278.283	-43,78
Inversiones crediticias	10.039.251	10.514.815	-4,52
Cartera de inversión a vencimiento	1.932	15.602	-87,62
Ajustes a activos financieros por macro_coberturas	-	-	-
Derivados de cobertura	105.533	28.734	267,28
Activos no corrientes en venta	11.885	4.513	163,35
Participaciones	117.683	69.871	68,43
Contratos de seguros vinculados a pensiones	5.582	-	-
Activos por reaseguros	-	3.569	-100,00
Activo material	350.842	304.406	15,25
Activo intangible	6.686	6.211	7,65
Activos fiscales	100.108	58.450	71,27
Resto de Activos	125.445	56.905	120,45
TOTAL ACTIVO	12.380.542	13.547.865	-8,62
PASIVO	2008	2007	Var. 08-07 (%)
Cartera de negociación	60.112	13.889	332,80
Otros pasivos financieros a valor razonable con cambio en pérdidas y ganancias	-	-	-
Pasivos financieros a coste amortizado	11.716.794	11.630.125	0,75
Ajustes a pasivos financieros por macrocoberturas	-	-	-
Derivados de cobertura	5.003	115.228	- 95,66
Pasivos asociados con activos no corrientes en venta	-	-	-
Pasivos por contratos de seguros	-	1.098.516	-
Provisiones	12.858	13.052	-1,49
Pasivos fiscales	16.531	48.904	-66,20
Fondo de la Obra Social	18.714	14.741	26,95
Resto de pasivos	12.722	25.916	-50,91
TOTAL PASIVO	11.842.734	12.960.371	-8,62
PATRIMONIO NETO	2008	2007	Var. 08-07 (%)
Fondos propios	570.425	544.770	4,71
Ajustes por valoración	-34.008	38.945	-187,32
Intereses minoritarios	1.391	3.779	-63,19
TOTAL PATRIMONIO NETO	537.808	587.494	-8,46
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	12.380.542	13.547.865	-8,62
PRO MEMORIA	2008	2007	Var. 08-07 (%)
Riesgos contingentes	207.604	272.273	-23,75
Compromisos contingentes	1.855.021	2.177.614	-14,81

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009”.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIA CONSOLIDADA PÚBLICA
Correspondiente al 31 de diciembre de 2007 y 31 de diciembre de 2008

	2008	2007	Var. 08-07 (%)
Intereses y rendimientos asimilados	683.177	618.035	10,54
Intereses i cargas asimiladas	-525.143	-399.889	31,32
Margen de intereses	158.034	218.146	-27,56
Rendimientos de instrumentos de capital	8.056	7.632	5,56
Resultados de entidades valoradas por el método de la participación	7.845	3.345	134,53
Comisiones percibidas	50.349	57.015	-11,69
Comisiones pagadas	-7.234	-6.696	8,03
Resultado de operaciones financieras (neto)	-17.329	12.129	-242,87
Diferencias de cambio (neto)	715	43	1562,79
Otros productos de explotación	51.109	248.057	-79,40
Otras cargas de explotación	-37.110	-265.467	-86,02
Margen Bruto	214.435	274.204	-21,80
Gastos de administración	-150.621	-141.833	6,20
Amortización	-16.359	-15.973	2,42
Dotaciones a provisiones (neto)	1.198	1.357	-11,72
Pérdidas por deterioro de activos financieros (neto)	-176.391	-40.114	339,72
Resultado de la actividad de explotación	-127.738	77.641	-264,52
Pérdidas por deterioro del resto de activos (neto)	-12.499	-174	7083,33
Ganancias/(pérdidas) en la baja de activos no clasificados como no corrientes en venta	176.758	2.545	6845,30
Diferencia negativa en combinaciones de negocio	-	-	-
Ganancias/(pérdidas) de activos no corrientes en venta no clasificados como operaciones interrumpidas	-236	6	-4033,33
Resultado antes de impuestos	36.285	80.018	-54,65
Impuesto sobre beneficios	4.763	-20.480	-123,26
Dotación obligatoria a obras i fondos sociales	-	-	-
Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas	41.048	59.538	-0,31
Resultado de operaciones ininterrumpidas (neto)	-	-	-
Resultado consolidado del ejercicio	41.048	59.538	-31,06
Resultado atribuido a la entidad dominante	41.600	59.190	-29,72
Resultado atribuido a intereses minoritarios	-552	348	10,54

A continuación se incluye una comparativa sobre la solvencia y la evolución de la morosidad a 31/12/2008 y 31/12/2007, y una comparativa de la evolución de la morosidad a 31/03/2009 y 31/03/2008.

Concepto	31/12/2008		31/12/2007	
	%	miles de euros	%	miles de euros
COEF. SOLVENCIA	11.76%	980.657	10.99%	994.946
Core Capital	5.62%	468.607	5.30%	479.911
TIER 1	7.59%	632.932	7.12%	644.911
TIER 2	4.17%	372.369	3.87%	459.706
Ratio de morosidad	4.09%	440.292	1.02%	116.215
Ratio de cobertura de la morosidad	64.30%	283.108	149.90%	174.206

← - - - -
Con formato: Izquierda, Sangría: Izquierda: 0 cm, Posición: Horizontal: Izquierda, Con relación a: Columna, Vertical: 0 cm, Con relación a: Párrafo, Horizontal: 0,25 cm, Ajuste automático

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009”.

Se presentan a continuación el Balance de Situación y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidados, según datos presentados a Banco de España, a 31 de marzo de 2009 (no auditados) y 31 de diciembre de 2008 (auditados y depositados en la Comisión Nacional del Mercado de Valores), y según Circular 4/2004 de Banco de España, modificada por la Circular 6/2008. Además se añaden los datos de morosidad referidos a los mismos meses.

BALANCE CONSOLIDADO PÚBLICO
Correspondiente al 31 de marzo de 2009 y 31 de diciembre de 2008

ACTIVO	31/03/2009	31/12/2008	Var. 09-08 (%)
Caja y depósitos en bancos centrales	156.242	167.546	-6,75
Cartera de negociación	74.811	58.065	28,84
Otros activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias	9.024	9.024	0,00
Activos financieros disponibles para la venta	1.205.437	1.280.960	-5,90
Inversiones crediticias	9.978.241	10.039.251	-0,61
Cartera de inversión a vencimiento	1.932	1.932	0,00
Ajustes a activos financieros por macro_coberturas	-	-	-
Derivados de cobertura	145.257	105.533	37,64
Activos no corrientes en venta	15.748	11.885	32,50
Participaciones	111.146	117.683	-5,55
Contratos de seguros vinculados a pensiones	5.582	5.582	0,00
Activos por reaseguros	-	-	-
Activo material	348.811	350.842	-0,58
Activo intangible	6.420	6.686	-3,98
Activos fiscales	125.118	100.108	24,98
Resto de Activos	254.220	125.445	102,65
TOTAL ACTIVO	12.437.989	12.380.542	0,46
PASIVO	31/03/2009	31/12/2008	Var. 09-08 (%)
Cartera de negociación	81.718	60.112	35,94
Otros pasivos financieros a valor razonable con cambio en pérdidas y ganancias	-	-	-
Pasivos financieros a coste amortizado	11.739.989	11.716.794	0,20
Ajustes a pasivos financieros por macrocoberturas	-	-	-
Derivados de cobertura	5.608	5.003	12,09
Pasivos asociados con activos no corrientes en venta	-	-	-
Pasivos por contratos de seguros	-	-	-
Provisiones	15.916	12.858	23,78
Pasivos fiscales	31.997	16.531	93,56
Fondo de la Obra Social	19.014	18.714	1,60
Resto de pasivos	14.131	12.722	11,08
TOTAL PASIVO	11.908.373	11.842.734	0,55
PATRIMONIO NETO	31/03/2009	31/12/2008	Var. 09-08 (%)
Fondos propios	571.335	570.425	0,16
Ajustes por valoración	-42.902	-34.008	26,15
Intereses minoritarios	1.183	1.391	-14,95
TOTAL PATRIMONIO NETO	529.616	537.808	-1,52
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	12.437.989	12.380.542	0,46
PRO MEMORIA	31/03/2009	31/12/2008	Var. 09-08 (%)
Riesgos contingentes	191.829	207.604	-7,60
Compromisos contingentes	1.851.222	1.855.021	-0,20

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009”.

A continuación se incorporan las Cuenta de Pérdidas y Ganancias a 31 de marzo de 2009 y 31 de marzo de 2008, según datos presentados a Banco de España. No se ha realizado una comparativa por haberse elaborado bajo criterios distintos.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA PÚBLICA NO AUDITADA
Correspondiente al 31 de marzo de 2009
Elaborado según Circular 4/2004 de Banco de España

	31-03-2009
Intereses y rendimientos asimilados	161.084
Intereses i cargas asimiladas	120.873
Margen de intereses	40.211
Rendimientos de instrumentos de capital	1.439
Resultados de entidades valoradas por el método de la participación	4.461
Comisiones percibidas	12.165
Comisiones pagadas	1.591
Resultado de operaciones financieras (neto)	-1.227
Diferencias de cambio (neto)	291
Otros productos de explotación	3.774
Otras cargas de explotación	1.344
Margen Bruto	58.179
Gastos de administración	34.367
Amortización	4.137
Dotaciones a provisiones (neto)	-985
Pérdidas por deterioro de activos financieros (neto)	9.415
Resultado de la actividad de explotación	11.245
Pérdidas por deterioro del resto de activos (neto)	615
	-994
Ganancias/(pérdidas) en la baja de activos no clasificados como no corrientes en venta	
Diferencia negativa en combinaciones de negocio	
Ganancias/(pérdidas) de activos no corrientes en venta no clasificados como operaciones interrumpidas	
Resultado antes de impuestos	9.636
Impuesto sobre beneficios	1.643
Dotación obligatoria a obras i fondos sociales	
Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas	7.993
Resultado de operaciones ininterrumpidas (neto)	
Resultado consolidado del ejercicio	7.993
Resultado atribuido a la entidad dominante	8.148
Resultado atribuido a intereses minoritarios	-155

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA PÚBLICA AUDITADA
Correspondiente al 31 de marzo de 2008

- Elaborado según Circular 4/2004 de Banco de España, modificada por la Circular 6/2008

	31-03-2008
INTERESES Y RENDIMIENTOS ASIMILADOS	159.080
INTERESES Y CARGAS ASIMILADAS	118.237
RENDIMIENTO DE INSTRUMENTOS DE CAPITAL	650
A) MARGEN DE INTERMEDIACIÓN	41.493
RESULTADOS DE ENTIDADES VALORA. POR EL MÉTODO DE LA PARTICIPACIÓN	2.642
COMISIONES PERCIBIDAS	15.226
COMISIONES PAGADAS	1.800
ACTIVIDAD DE SEGUROS	4.296

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009".

RESULTADOS DE OPERACIONES FINANCIERAS (NETO)	1.578
DIFERENCIAS DE CAMBIO (NETO)	-186
B) MARGEN ORDINARIO	63.249
VENTAS E INGRESOS POR PRESTACIÓN DE SERVICIOS NO FINANCIEROS	315
OTROS PRODUCTOS DE EXPLOTACIÓN	2.911
GASTOS DE PERSONAL	27.672
OTROS GASTOS GENERALES DE ADMINISTRACIÓN	13.654
AMORTIZACIÓN	4.342
OTRAS CARGAS DE EXPLOTACIÓN	668
MARGEN DE EXPLOTACIÓN	20.139
PÉRDIDAS POR DETERIORO DE ACTIVOS (NETO)	6.397
DOTACIONES A PROVISIONES (NETO)	-345
INGRESOS FINANCIEROS DE ACTIVIDADES NO FINANCIERAS	1
OTRAS GANANCIAS	1.234
OTRAS PÉRDIDAS	13
D) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	15.307
IMPUESTO SOBRE BENEFICIOS	2.629
DOTACIÓN OBLIGATORIA A OBRAS Y FONDOS SOCIALES	
E) RESULTADO DE LA ACTIVIDAD ORDINARIA	12.678
F) RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	12.678
RESULTADO ATRIBUIDO A LA MINORÍA	28
G) RESULTADO ATRIBUIDO AL GRUPO	12.650

A continuación se incluye una comparativa de la evolución de la morosidad a 31/03/2009 y 31/03/2008; no se dispone de datos de solvencia y recursos propios a 31/03/2009 a efectos de realizar una comparativa.

Concepto	31/03/2009		31/03/2008	
	%	miles de euros	%	miles de euros
Ratio de morosidad	5,28%	587.413	2,04%	207.635
Ratio de cobertura de la morosidad	50,90%	299.021	86,96%	180.577

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009”.

II- FACTORES DE RIESGO

Factores de riesgo de la Emisión:

Riesgos de mercado:

Los valores de la presente Emisión, una vez admitidos a negociación, es posible que sean negociados a descuento en relación con el precio de emisión inicial, es decir, por debajo de valor nominal, dependiendo de los tipos de interés vigentes, el mercado para valores similares y las condiciones económicas generales.

Riesgo por fluctuación del tipo de interés:

La rentabilidad que se pueda obtener por la inversión en los valores de la presente Emisión, estará sometida a fluctuaciones de los tipos de interés.

Riesgo de liquidez:

Las obligaciones emitidas al amparo de la presente Nota de Valores, son obligaciones de nueva emisión cuya distribución podría no ser muy amplia y para las cuales no existe actualmente un mercado de negociación activo.

Aunque se solicitará la cotización de esta emisión en el mercado AIAF de Renta Fija, no es posible asegurar que vaya a producirse una negociación activa en dicho mercado.

No se designará ninguna entidad de liquidez para esta Emisión.

Riesgo de crédito:

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

A dicho respecto, los bonos objeto de la presente Nota de Valores están respaldados por la garantía patrimonial del Emisor y no incorporará ninguna garantía específica adicional.

El Emisor tiene asignada calificación crediticia por la agencia Fitch Ratings.

	Corto	Largo	Fecha última actualización
Fitch	F2	BBB+	26 de Septiembre de 2008

La perspectiva es estable.

Una variación de los ratings asignados a Caixa Sabadell podría afectar al valor de mercado de los valores de la presente emisión.

Las obligaciones que se emitan al amparo de la presente Nota de Valores no han sido calificadas por Agencia de calificación alguna.

Riesgos de subordinación y prelación de los inversores ante situaciones concursales:

Las obligaciones subordinadas de esta Emisión, se sitúan, en caso de insuficiencia de fondos del

Emisor, insolvencia o liquidación del mismo, por detrás de todos los acreedores comunes del Emisor y al mismo nivel que sus acreedores subordinados.

Riesgos por amortización anticipada:

Se establecen cláusulas de amortización anticipada por la Entidad Emisora: el Emisor podrá amortizar totalmente la emisión, a la par, libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España, a partir de los diez años a contar desde la fecha de desembolso.

III- NOTA DE VALORES

1. PERSONAS RESPONSABLES

D. Alberto Renté Pujol, Subdirector General de Caixa d'Estalvis de Sabadell con DNI 36.502.333-E, actuando en nombre y por cuenta de Caixa Sabadell, de conformidad con las facultades delegadas por el Consejo de Administración de la Entidad Emisora de fecha 30 de marzo de 2009, asume la responsabilidad de las informaciones contenidas en esta Nota de Valores.

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

2. FACTORES DE RIESGO

Los factores de riesgo que puedan afectar a los valores que se emiten, amparados por la presente nota de valores, están detallados en el punto II.

3. INFORMACIÓN FUNDAMENTAL

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

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

3.2 Motivo de la Oferta y destino de los ingresos

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

Los gastos de emisión estimados son los siguientes:

Concepto	Importe (Euros)
Tasas CNMV registro folleto	4.900 €
Tasas CNMV supervisión admisión a cotización	1.050 €
Tasas IBERCLEAR	500 €
Tasas AIAF	1.750 €

Caixa Sabadell solicitará al Banco de España el cómputo de los valores de la presente emisión como recursos propios computables del Grupo Consolidable.

4. INFORMACIÓN RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A OFERTARSE

4.1 Descripción del tipo y la clase de los valores

La presente Nota de Valores se realiza a los efectos de la Emisión de Obligaciones Subordinadas denominada "EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009"

Las presentes Obligaciones Subordinadas son valores que representan una deuda para su Emisor, devengan intereses y son reembolsables por amortización anticipada o a vencimiento. En

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009".

base a su condición de emisión subordinada se sitúan a efectos de prelación de créditos tras todos los acreedores con privilegio y ordinarios.

4.2 Legislación de los valores

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

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

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

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

4.3 Representación de los valores

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

4.4 Divisa de la emisión

Los valores estarán denominados en Euros.

4.5 Orden de prelación

La presente emisión de obligaciones subordinadas realizada por Caixa Sabadell no tendrá garantías reales ni de terceros. El capital y los intereses de la misma están garantizados por el total del patrimonio de Caixa Sabadell.

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

- a) por detrás de los acreedores privilegiados y los acreedores ordinarios y depositantes.
- b) al mismo nivel que las emisiones de deuda subordinada ya emitidas por el Emisor, así como las que se emitan en el futuro.
- c) por delante de las cuotas participativas, en su caso, y participaciones preferentes emitidas o garantizadas por la Entidad Emisora.

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

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

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

En cada fecha de pago, el inversor tendrá automáticamente a su disposición sus derechos económicos, mediante el correspondiente apunte en la cuenta abierta en cualquier Entidad Participante en IBERCLEAR, actuando como Agente de Pagos ACA. S.A., Sociedad de Valores. Los titulares de obligaciones incluidas en la presente Nota de Valores, tendrán derecho a voto en la Asamblea de Obligacionistas, de acuerdo con lo previsto en el epígrafe 4.10 siguiente.

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

4.7.1 Tipo de interés nominal

Los valores representativos de la emisión percibirán una remuneración según el siguiente detalle:

- Durante el periodo comprendido entre la Fecha de Emisión y Desembolso (inclusive) y el 10 de junio de 2011 (no incluido): tipo fijo del 7,50% nominal anual.
- Desde el 10 de junio de 2011 (inclusive) hasta el 10 de junio de 2019 (no incluido): variable, referenciada al Euríbor a 3 meses más un diferencial de 5,25%.
- Desde el 10 de junio de 2019 (inclusive) hasta el 10 de junio de 2024 (no incluido): variable, referenciada al Euríbor a 3 meses más un diferencial del 6,00%

La base de cálculo de cada uno de los periodos de interés será Actual/365.

La fijación del Euríbor a 3 meses se realizará para cada Periodo de Devengo de Remuneración y se tomarán como referencia los datos publicados en la pantalla REUTERS alrededor de las 11:00 horas, hora de Bruselas, correspondiente a la hoja EURIBOR01, el segundo día hábil anterior al del inicio del periodo de interés de que se trate, correspondiente al plazo de 3 meses.

En el supuesto de que en una Fecha de Determinación no se publique el EURIBOR a 3 meses en la forma determinada en el apartado anterior, se aplicará a las Obligaciones Subordinadas, un tipo de remuneración sustitutivo (el "Tipo de Remuneración Sustitutivo"), en la forma que se establece en los párrafos siguientes, 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":

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009".

- Confederación Española de Cajas de Ahorro
- Banco Popular Español, S.A.
- Caja de Ahorro y Monte de Piedad de Madrid.
- Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.

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

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

La fijación del Tipo de Remuneración o del Tipo de Remuneración Sustitutiva, según sea el caso, se efectuará aproximadamente a las 11 horas de la mañana (Central European Time) del segundo Día Hábil inmediato anterior al de inicio de cada Periodo de Remuneración (cada una de tales fechas, una "**Fecha de Determinación**").

Por Día Hábil se entiende cualquier día de la semana en que puedan realizarse transacciones de acuerdo con el calendario TARGET (*Trans-European Automated Real- Time Gross Settlement Express Transfer System*).

A continuación se adjunta tabla con la evolución del Euríbor 3M del día 10 de los últimos doce meses (o de resultar éste festivo según el calendario TARGET, el del día inmediatamente anterior) hasta la fecha 09/04/2009.

FECHA	EUR 3M	FECHA	EUR 3M
10/04/2008	4,744	10/11/2008	4,406
10/05/2008	4,855	10/12/2008	3,376
10/06/2008	4,960	09/01/2009	2,692
10/07/2008	4,963	10/02/2009	1,989
08/08/2008	4,966	10/03/2009	1,687
10/09/2008	4,959	09/04/2009	1,435
10/10/2008	5,381	** 05/05/2009	1,344

** Fecha y tipo de referencia a efectos del cálculo de la TIR de los valores de amparados por la presente Nota de Valores.

A fin de evaluar las condiciones financieras de la "EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009", el Emisor ha obtenido la opinión de Analistas Financieros Internacionales, S.A. y Solventis Gestión, S.G.C., S.A., consultoras independientes especializadas. Se adjuntan como Anexo, copia de dichas opiniones.

4.7.2 Procedimiento para el pago de cupones

El tipo de interés se hará efectivo por trimestres vencidos, los días 10 de marzo, 10 de junio, 10 de septiembre y 10 de diciembre de cada uno de los años de vida de la emisión. En caso que el día de pago de un cupón periódico no fuese día hábil a efectos del calendario TARGET, el pago del mismo se trasladará al día hábil inmediatamente posterior, sin que por ese motivo se devengue ningún derecho adicional para los titulares de los valores. Cada cupón será proporcional al número de días transcurridos desde la fecha de desembolso o pago del cupón previo inclusive, hasta la

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009".

fecha de pago exclusive.

La Remuneración Unitaria correspondiente a un Periodo de Devengo se calculará de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$R_u = (N_u \times I \times A) / 36.500$$

Donde:

Ru = Remuneración Unitaria Bruta

Nu = Nominal Unitario de la obligación (1.000 euros)

I = Tipo de Remuneración aplicable al Periodo de Devengo en cuestión (en porcentaje)

A = número de días efectivamente transcurridos en el período.

Base = Número de días en que se divide el año a efectos del cálculo de intereses que en la presente emisión es de 365 días

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

La acción para reclamar el abono de los intereses devengados en un Periodo de Devengo concreto prescribe a los cinco años contados desde el día siguiente a la fecha de pago de dicho Periodo de Devengo, sujeto al artículo 1.966 del Código Civil. El plazo para emprender acciones para reclamar el reembolso del principal prescribe pasados quince años desde la Fecha de Amortización de los valores, sujeto al artículo 1964 del Código Civil, y a lo dispuesto en esta Nota de Valores.

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

4.8.1 Precio de amortización

Los valores se amortizarán a la par.

4.8.2 Fecha y modalidades de amortización

Los valores serán amortizados en su totalidad a su vencimiento que será el 10 de junio de 2024.

No obstante, el emisor podrá amortizar totalmente la emisión, a la par, libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España, a partir de los 10 años a contar desde la fecha de emisión. En caso de producirse esta amortización, se hará coincidir con la fecha de un pago de cupón. No existe la amortización parcial de la emisión por parte del emisor, ni existe la amortización anticipada a petición de los tenedores de las obligaciones.

La notificación de la amortización anticipada será dirigida, en un plazo mínimo de 30 días antes de la fecha de amortización, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, al Agente de Pagos (ACA VALORES), a AIAF como mercado secundario donde se solicitará cotización de los valores, a IBERCLEAR como entidad encargada del registro de los valores y a los titulares de los mismos; a estos últimos, mediante la publicación del correspondiente anuncio en los tabloneros de anuncios

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009".

de la red de oficinas de Caixa Sabadell.

Una vez se haya notificado la amortización a los titulares de las Obligaciones Subordinadas objeto de la presente emisión, en la forma prevista en el apartado 4.8.2 de esta Nota de Valores, y se hayan depositado los fondos correspondientes se extinguirán todos los derechos de los titulares de las Obligaciones Subordinadas destinadas a ser Amortizadas, y tales Obligaciones Subordinadas dejarán de estar en circulación.

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

4.9 Indicación del rendimiento para el inversor y método de cálculo

La tasa interna de rentabilidad (TIR.) o tipo de interés efectivo previsto para un suscriptor que adquiriese los valores amparados por la presente Nota de Valores en el momento de la emisión y los mantuviese hasta su vencimiento, si se cumplen las hipótesis previstas posteriormente, sería de 7,1283%.

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

- Tipo de interés fijo anual del 7,5% para el período comprendido desde el 10 de junio de 2009 (incluido) hasta el 10 de junio de 2011 (no incluido).
- Tipo de interés variable referenciado a Euríbor a 3 meses de fecha 5 de mayo de 2009 (1,344%), más un diferencial del 5,25% aplicable desde el 10 de junio de 2011 (incluido) hasta el 10 de junio de 2019 (no incluido), resultando un tipo del 6,594%.
- Tipo de interés variable referenciado a Euríbor a 3 meses de fecha 5 de mayo de 2009 (1,344%), más un diferencial del 6,00% aplicable desde el 10 de junio de 2019 (incluido) hasta el 10 de junio de 2024 (no incluido), resultando un tipo del 7,344%.

Si la emisión se amortiza al vencimiento (el 10 de junio de 2024), la TIR sería del 7,1283% manteniendo el resto de hipótesis constantes. En caso de amortización anticipada de la emisión (el 10 de junio de 2019), la TIR resultante sería de 7,0039%.

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

$$P_o = \sum_{j=1}^n \frac{F_j}{(1+r/100)^{(d/360)}}$$

donde:

Po = Precio de Emisión del valor

Fj = Flujos de cobros brutos a lo largo de la vida del valor

r = Rentabilidad anual efectiva o TIR

d = Número de días transcurridos entre la Fecha de Desembolso correspondiente al valor y cada Fecha de Pago.

n = Número de flujos de la Emisión

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009".

Base = 365 días

4.10 Representación de los tenedores de los valores

Los tenedores de las Obligaciones Subordinadas de la presente emisión estarán representados a través del Sindicato de Obligacionistas.

El Sindicato de Obligacionistas quedará constituido entre todos los adquirentes de los valores a medida que se vayan practicando las anotaciones.

Se ha designado para el cargo de comisario provisional del Sindicato al Sr. Rafael Cañete Cárdenas Rubira, D.N.I. 33.904.614-S de Caixa d'Estalvis de Sabadell, con domicilio en la Calle de Gràcia, 17 al 29, Sabadell (Barcelona), código postal 08201, España, quien ha aceptado su cargo provisionalmente y continuará hasta tanto no sea cesado o sustituido por el Sindicato de Obligacionistas. El sindicato se registrará por el reglamento siguiente:

Con la denominación "Sindicato de Obligacionistas de la ""EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009"" queda constituido un Sindicato que tiene por objeto la defensa de los intereses y derechos de los titulares de obligaciones subordinadas emitidas por Caixa d'Estalvis de Sabadell, de acuerdo con la legislación vigente.

Artículo 1.- El Sindicato subsistirá mientras dure el empréstito y, terminado éste, hasta que queden cumplidas por Caixa d'Estalvis de Sabadell sus obligaciones ante los titulares de los valores.

Artículo 2.- El domicilio del Sindicato se fija en Calle de Gràcia, 17 al 29, Sabadell (Barcelona), código postal 08201.

Artículo 3.- Son Órganos del Sindicato la Asamblea General de Obligacionistas y el Comisario. La Asamblea de Partícipes acordará el nombramiento de un Secretario a efectos de certificar los acuerdos de la misma.

Artículo 4.- El Comisario será el Presidente del Sindicato de Obligacionistas, y además de las competencias que le atribuya la Asamblea General de Obligacionistas, tendrá la representación legal del Sindicato y podrá ejercitar las acciones que a éste correspondan y las que considere oportunas para la defensa general y particular de los titulares de los valores. En todo caso, el comisario será el órgano de relación entre 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 5.- La Asamblea General de Obligacionistas, debidamente convocada por el Presidente o por el Órgano de Administración de la Entidad Emisora, estará facultada para acordar lo necesario a la mejor defensa de los legítimos intereses de los titulares de las Obligaciones Subordinadas; 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 6.- Los acuerdos de la Asamblea serán tomados por mayoría absoluta, con asistencia obligada de los Obligacionistas que representen dos terceras partes de los valores de la emisión en circulación, y vincularán a todos los Obligacionistas, incluso a los no asistentes y a los disidentes.

Artículo 7.- Será de aplicación la sección 4ª, capítulo X de la vigente Ley de Sociedades Anónimas

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009".

en todo lo relativo a la convocatoria, competencia y acuerdos del sindicato.

Artículo 8.- En todo lo no previsto en el presente Reglamento será de aplicación: a) La Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores; b) La Ley 211/1964, de 24 de diciembre, sobre regulación de la emisión de obligaciones por Sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas, asociaciones u otras personas jurídicas y la constitución del Sindicato de Obligacionistas y c) el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.

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

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

- Autorización de la Asamblea General de la Entidad Emisora de fecha 31 de marzo de 2008.
- Acuerdo del Consejo de Administración de la Entidad Emisora de fecha 30 de marzo de 2009.

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

4.12 Fecha de emisión

La fecha de emisión de los valores será el 10 de junio de 2009.

4.13 Restricciones a la libre transmisibilidad de los valores

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

4.14 Fiscalidad de los valores

A continuación se realiza un breve análisis de las principales consecuencias fiscales derivadas de la adquisición, titularidad y, en su caso, posterior transmisión, amortización o reembolso de los valores de la "Emisión de Obligaciones Subordinadas Caixa Sabadell Junio 2009". Dicho análisis es una descripción general del régimen aplicable de acuerdo con la legislación española en vigor (incluyendo su desarrollo reglamentario) a la fecha de registro de la presente Nota de Valores, sin perjuicio de los regímenes tributarios forales en vigor en los Territorios Históricos del País Vasco y en la Comunidad Foral de Navarra ni de la normativa aprobada por las distintas Comunidades Autónomas que, respecto de determinados impuestos, podría ser de aplicación a los inversores.

En particular, el presente extracto se basa en las disposiciones contenidas en la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y, en particular, en lo previsto en la Disposición Adicional Segunda de dicha norma, introducida por la Disposición Adicional Tercera de la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009".

exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, y modificada por la Ley 23/2005, de 18 de noviembre, de reformas en materia tributaria para el impulso de la productividad, y la Ley 4/2008, de 23 de diciembre, por la que se suprime el gravamen del Impuesto sobre el Patrimonio, se generaliza el sistema de devolución mensual en el Impuesto sobre el Valor Añadido y se introducen otras modificaciones en la normativa tributaria (la "Ley 13/1985"), que el Emisor considera plenamente aplicable a la presente emisión.

Este resumen no pretende ser una descripción comprensiva de todas las consideraciones de orden tributario que pudieran ser relevantes en cuanto a una decisión de adquisición o venta de las obligaciones subordinadas de esta emisión, ni tampoco pretende abarcar las consecuencias fiscales aplicables a todas las categorías de inversores, algunos de los cuales (como por ejemplo las entidades financieras, las entidades exentas del Impuesto sobre Sociedades, las instituciones de inversión colectiva, los fondos de pensiones, las cooperativas o las entidades en régimen de atribución de rentas) pueden estar sujetos a normas especiales.

Tampoco se describen las consecuencias fiscales que se derivarían de la tenencia de estos valores que representen, individual o conjuntamente con las inversiones realizadas por personas vinculadas, una participación igual o superior al 5% en el capital del Emisor.

Se aconseja en tal sentido a los inversores interesados en la adquisición de las obligaciones subordinadas objeto de la presente emisión que consulten con sus abogados o asesores fiscales en orden a la determinación de aquellas consecuencias fiscales aplicables a su caso concreto. Del mismo modo, los inversores habrán de tener en cuenta los cambios que la legislación vigente en este momento pudiera sufrir en el futuro, así como la interpretación que de su contenido puedan llevar a cabo las autoridades fiscales españolas, la cual podrá diferir de la que seguidamente se expone.

4.14.1. Imposición indirecta en la adquisición y transmisión

La adquisición y, en su caso, posterior transmisión de las Obligaciones Subordinadas Caixa Sabadell Junio 2009 estará exenta del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados y del Impuesto sobre el Valor Añadido, en los términos previstos en el artículo 108 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y concordantes de las leyes reguladoras de los impuestos citados.

4.14.2. Imposición directa sobre las rentas derivadas de la titularidad, transmisión, amortización o reembolso de las Obligaciones Subordinadas Caixa Sabadell Junio 2009

Inversores residentes en España

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

En el caso de personas físicas que adquieran su residencia fiscal en España como consecuencia de su desplazamiento a territorio español, podrán optar por tributar por el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas ("IRPF") o por el Impuesto sobre la Renta de no Residentes ("IRnR") durante el período en que se efectúe el cambio de residencia y los cinco siguientes siempre que se cumplan los requisitos recogidos en el artículo 93 de la LIRPF.

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009".

a) Personas físicas. Rendimientos del capital mobiliario

Según establece la Ley 13/1985 en su Disposición Adicional Segunda, la Remuneración que perciban los titulares de Obligaciones Subordinadas Caixa Sabadell Junio 2009 que sean contribuyentes por el IRPF, así como cualquier otra renta derivada de las Obligaciones Subordinadas Caixa Sabadell Junio 2009, incluidas las procedentes de la transmisión, amortización o reembolso de dichos valores, tendrán la consideración de rendimientos obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios de acuerdo con lo previsto en el apartado 2 del artículo 25 de la LIRPF. Dichos rendimientos se integrarán en la base imponible del ahorro por el rendimiento neto resultante de deducir, en su caso, los gastos de administración y depósito –pero no los de gestión discrecional e individualizada de la cartera– de su importe bruto, tributando al tipo fijo del 18 %.

El importe de las rentas derivadas de la transmisión, amortización o reembolso de las Obligaciones Subordinadas Caixa Sabadell Junio 2009 vendrá determinado por la diferencia entre el valor de transmisión, amortización o reembolso de los citados valores y su valor de adquisición o suscripción. Asimismo, se tendrán en cuenta para el cálculo del rendimiento los gastos accesorios de adquisición y enajenación, en tanto se justifiquen adecuadamente.

Los rendimientos negativos derivados de la transmisión de las Obligaciones Subordinadas Caixa Sabadell Junio 2009, cuando el contribuyente hubiera adquirido otras Obligaciones Subordinadas Caixa Sabadell Junio 2009 dentro de los dos meses anteriores o posteriores a dichas transmisiones, se integrarán en la base imponible del IRPF del contribuyente a medida que se transmitan las Obligaciones Subordinadas Caixa Sabadell Junio 2009 que permanezcan en su patrimonio.

Finalmente, los rendimientos derivados de las Obligaciones Subordinadas Caixa Sabadell Junio 2009 estarán sujetos, con carácter general, a una retención del 18 % a cuenta del IRPF de sus perceptores. La base de la retención será la cuantía total de estos rendimientos. La retención a cuenta será deducible de la cuota líquida del referido impuesto y, en caso de insuficiencia de ésta, dará lugar a las devoluciones previstas en el artículo 103 de la LIRPF.

No obstante, no existirá obligación de retener sobre los rendimientos derivados de la transmisión o reembolso de las Obligaciones Subordinadas Caixa Sabadell Junio 2009 en la medida que dichos valores, como está previsto en la Emisión, cumplan los siguientes requisitos:

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

No obstante lo anterior, se someterá a retención (a un tipo del 18 %) la parte del precio correspondiente al interés corrido cuando la transmisión de las Obligaciones Subordinadas Caixa Sabadell Junio 2009 tenga lugar durante los treinta días inmediatamente anteriores al cobro de dicho interés, y siempre que:

1. El adquirente sea una persona o entidad no residente en territorio español o sea sujeto pasivo del Impuesto sobre Sociedades.
2. El adquirente no esté sujeto a retención por los rendimientos explícitos derivados de las Obligaciones Subordinadas Caixa Sabadell Junio 2009 transmitidas.

b) Sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades

Los inversores sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades ("IS") integrarán en su base imponible el importe íntegro de los rendimientos que obtengan como consecuencia de la titularidad de las Obligaciones Subordinadas Caixa Sabadell Junio 2009, tanto en concepto de pago de

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009".

intereses como con motivo de la transmisión, amortización o reembolso de dichos valores, así como los gastos inherentes a la participación, en la forma prevista en el artículo 10 y siguientes del TRLIS.

No se practicará retención a cuenta del IS sobre los rendimientos derivados de las Obligaciones Subordinadas Caixa Sabadell Junio 2009 en la medida en que las mismas (i) estén representadas mediante anotaciones en cuenta y (ii) se negocien en un mercado secundario oficial de valores español.

Inversores no residentes en España

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

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

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

Tal y como establece la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, las rentas derivadas de las Obligaciones Subordinadas Caixa Sabadell Junio 2009 obtenidas por personas o entidades no residentes en territorio español que actúen a estos efectos sin establecimiento permanente en España, estarán exentas de tributación en el IRnR (y, por tanto, de retención a cuenta de este impuesto) siempre que se cumplan determinados procedimientos de identificación de los titulares de los valores. De no cumplirse dicha condición, el rendimiento obtenido estará sujeto a una retención del 18 % a cuenta del IRnR.

A efectos de la aplicación de la exención descrita anteriormente, los inversores que tengan la condición de no residentes en territorio español y que sean titulares de las Obligaciones Subordinadas Caixa Sabadell Junio 2009 habrán de acreditar su identidad y residencia fiscal de acuerdo con los procedimientos recogidos en el artículo 44 del Real Decreto 1065/2007, de 27 de julio, por el que se aprueba el Reglamento General de las actuaciones y los procedimientos de gestión e inspección tributaria y de desarrollo de las normas comunes de los procedimientos de aplicación de los tributos (el "RD 1065/2007").

Los inversores no residentes que, teniendo derecho a aplicar la exención descrita en este apartado, no hubieran podido acreditar su residencia fiscal en los términos indicados anteriormente (y que, por tanto, hayan sufrido una retención del 18 % sobre los rendimientos derivados de las Obligaciones Subordinadas Caixa Sabadell Junio 2009), podrán solicitar de las autoridades fiscales españolas, de acuerdo con el procedimiento y dentro de los plazos legalmente establecidos, la devolución del importe retenido en exceso.

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

Las rentas obtenidas en España por inversores no residentes en territorio español que actúen, respecto de las Obligaciones Subordinadas Caixa Sabadell Junio 2009, mediante establecimiento permanente en España se someterán a tributación de conformidad con lo previsto en los artículos 16 a 23 del TRLIRnR, tributando al tipo impositivo del 30 %.

En general, y con las salvedades y especialidades que dichos artículos establecen, el régimen tributario aplicable a los establecimientos permanentes en España de no residentes coincide con el de los sujetos pasivos del IS, que se ha descrito con anterioridad. De esta forma, los rendimientos

derivados de las Obligaciones Subordinadas Caixa Sabadell Junio 2009 obtenidos por los citados inversores estarán exentos de retención a cuenta del IRnR en los términos señalados anteriormente para los sujetos pasivos del IS.

4.14.2.1. Imposición sobre el Patrimonio y sobre Sucesiones y Donaciones

Inversores residentes en España

- Impuesto sobre el Patrimonio

El artículo tercero de la Ley 4/2008 ha suprimido el gravamen del Impuesto sobre el Patrimonio, tanto para la obligación personal como para la obligación real de contribuir, con efectos a partir del 1 de enero de 2008.

Para ello, la citada Ley ha introducido una bonificación del 100 % sobre la cuota del impuesto al tiempo que ha eliminado la obligación de presentar la correspondiente declaración ante la Administración tributaria.

Por tanto, los titulares de las Obligaciones Subordinadas Caixa Sabadell Junio 2009, ya sean residentes o no en territorio español a efectos fiscales, no quedarán gravados por este impuesto.

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

- Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones

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

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

Inversores no Residentes en España

- Impuesto sobre el Patrimonio

Véase el apartado 4.14.2.1, "Impuesto sobre el Patrimonio", anterior.

- Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones

Sin perjuicio de lo que resulte de los CDI suscritos por España, las adquisiciones a título lucrativo por personas físicas no residentes en España, cualquiera que sea el estado de residencia del transmitente, estarán sujetas al ISD cuando la adquisición lo sea de bienes situados en territorio español o de derechos que puedan ejercitarse o hubieran de cumplirse en ese territorio.

En general, el gravamen por el ISD de las adquisiciones de no residentes sujetas al impuesto se realiza en la misma forma que para los residentes.

Las sociedades no residentes en España no son sujetos pasivos de este impuesto y las rentas que obtengan por adquisiciones a título lucrativo tributarán generalmente de acuerdo con las normas del IRnR, sin perjuicio de lo previsto en los CDI que pudieran resultar aplicables.

5. CLÁUSULAS Y CONDICIONES DE LA OFERTA

5.1 Descripción de la Oferta Pública

5.1.1 Condiciones a las que está sujeta la Oferta

No aplica.

5.1.2 Importe de la Oferta

El importe nominal y efectivo máximo de la Oferta, amparada por la presente Nota de Valores, será de TREINTA Y CINCO MILLONES DE EUROS (35.000.000,00 €), representado por 35.000 valores de 1.000,00 euros de nominal unitario cada uno de ellos.

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

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

El periodo de solicitudes de suscripción comenzará a las 08:00 horas del día hábil siguiente a la fecha de verificación de la presente Nota de Valores en la CNMV, y una vez publicada la mencionada Nota en la web de la misma Comisión, y finalizará a las 14:30 horas del día 10 de junio de 2009 (ambos inclusive), salvo en el supuesto de cierre anticipado por suscripción total de la emisión. Del mismo modo quedará reducida la emisión y contraído su importe al valor nominal de las obligaciones colocadas en la expresada fecha de cierre, de no haberse cubierto en su totalidad.

Los suscriptores podrán dirigir sus solicitudes de suscripción a cualquiera de las oficinas y sucursales de la Entidad Emisora donde tales peticiones se atenderán por riguroso orden cronológico de recepción; en ningún caso éstas podrán ser cursadas telefónicamente, así como por Internet o cualquier otro medio telemático. Las órdenes de suscripción serán irrevocables, salvo en el caso de que la agencia de calificación crediticia que ha calificado al Emisor rebajase tal calificación crediticia (rating) del mismo o de cualquiera de las emisiones previamente calificadas de naturaleza análoga 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 la presente Nota de Valores, comunicando el descenso del rating.

La oficina ante la que se formule la Orden de Suscripción deberá informar al cliente que, de conformidad con la normativa vigente, está a su disposición la Nota de Valores donde se describe esta Emisión y, del mismo modo, se le hará entrega al cliente de un tríptico informativo donde se resumen sus características. Éste último, una vez analizado por el suscriptor, deberá ser firmado por éste y entregado a la entidad, así como la copia de la orden de suscripción realizada. Asimismo, se informará al cliente que la operación está sujeta a la normativa sobre protección de inversores (modalidad de "Comercialización") y que puede solicitar el resumen de políticas en su oficina o consultarlo por Internet y se evaluará si el producto ofrecido es adecuado para el cliente según su conocimiento y experiencia financiera, mediante el preceptivo Test de Conveniencia.

La Entidad Colocadora podrá exigir a los peticionarios provisiones de fondos para asegurar el pago del importe de las suscripciones. En este caso, el depósito de los fondos será remunerado por Caixa Sabadell al tipo de interés del 4,50% anual. Los citados intereses se devengarán desde

el primer día del depósito hasta la fecha de desembolso.

El suscriptor deberá tener abierta en el momento de la suscripción una cuenta corriente, de ahorro o a la vista, asociada a una cuenta de valores en la Entidad Colocadora a través de la cual tramite la suscripción, donde se producirá el desembolso.

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

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

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

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

b) Se entregará a los clientes un tríptico que, de una forma breve y en un lenguaje no técnico, reflejará las características y los riesgos esenciales asociados a la Emisión. Una copia del tríptico informativo y de la orden de suscripción, ambos firmados por el cliente, será entregada al inversor y la otra será custodiada por la Entidad.

5.1.4 Método de prorrateo

No aplicable.

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

El mínimo a suscribir es de 1 valor (1.000 euros). El límite máximo de solicitud es el importe de la Oferta.

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

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

El desembolso de las obligaciones se realizará el día 10 de junio de 2009.

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009".

5.1.7 Publicación de los resultados de la Oferta

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

5.1.8 Procedimiento para el ejercicio de cualquier derecho preferente de compra

No Aplicable.

5.2 Plan de colocación y adjudicación

5.2.1 Categorías de inversores a los que se Ofertan los valores

La presente Oferta de valores se destina al público en general, tanto nacional como extranjero, por lo que el colectivo de potenciales suscriptores no está limitado en manera alguna, siempre que se cumpla con los perfiles y requisitos exigidos por los mecanismos y procedimientos internos establecidos por Caixa Sabadell en virtud de la Ley del Mercado de Valores y su normativa de desarrollo para la adquisición de este tipo de producto que está calificado como producto complejo equilibrado.

5.2.2 Notificación a los solicitantes de la cantidad asignada

El proceso de notificación tendrá lugar según lo especificado en el epígrafe 5.1.6. anterior. Una vez cerrado el periodo de suscripción y admitidos los valores a negociación en AIAF, Mercado de Renta Fija, podrá iniciarse la negociación de los valores ofertados, con independencia de si el suscriptor ha recibido o no su extracto de la cuenta de valores.

5.3 Precios

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

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

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

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

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

5.4 Colocación y Aseguramiento

5.4.1 Entidades coordinadoras y participantes en la colocación

La Entidad Colocadora será la propia Entidad Emisora, Caixa d'Estalvis de Sabadell.

5.4.2 Agente de Pagos

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

Actuará, como Agente de Pagos de la emisión, ACA, S.A., Sociedad de Valores, sita en la Avenida Meridiana número 27 de Barcelona, que dispone de la capacidad para llevar a cabo estas funciones.

5.4.3 Entidades Aseguradoras y procedimiento

No aplicable.

5.4.4 Fecha del acuerdo de aseguramiento

No aplicable.

6. ACUERDOS DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y NEGOCIACIÓN

6.1 Solicitudes de admisión a cotización

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

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

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

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

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

A la fecha de verificación del Folleto, los empréstitos en circulación emitidos por Caixa d'Estalvis de Sabadell similares a la presente emisión, admitidos a negociación en AIAF Mercado de Renta Fija son los siguientes:

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009”.

VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN AIAF MERCADO DE RENTA FIJA:

CÓDIGO ISIN	DENOMINACIÓN	NOMINAL EN CIRCULACIÓN	FECHA VENCIMIENTO
ES0314973027	OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL TERCERA EMISIÓN	30.000.000,00	perpetua
ES0214973051	OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL SEXTA EMISIÓN	50.000.000,00	28/01/2020
ES03214973069	OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL SÉPTIMA EMISIÓN	100.000.000,00	15/02/2017

(Todas las emisiones están en euros.)

La Caixa d'Estalvis de Sabadell también tiene en circulación las siguientes emisiones de Deuda Subordinada, las cuales no cotizan en ningún mercado secundario organizado.

CÓDIGO ISIN	DENOMINACIÓN	NOMINAL EN CIRCULACIÓN	FECHA VENCIMIENTO
ES0214973028	OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL 1ª EMISIÓN	6.010.000,00	perpetua
ES0214973036	OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL 4ª EMISIÓN	30.000.000,00	01/10/2012
ES0214973044	OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL 5ª EMISIÓN	50.000.400,00	01/10/2013

6.3 Entidades de liquidez

No hay ninguna Entidad de liquidez.

7. INFORMACIÓN ADICIONAL

7.1 Personas y entidades asesoras en la emisión

No aplicable.

7.2 Información de la nota de valores revisada por los auditores

No aplicable.

7.3 Otras informaciones aportadas por terceros

A fin de evaluar las condiciones financieras de la "EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009", el Emisor ha obtenido la opinión de Analistas Financieros Internacionales, S.A. y Solventis Gestión, S.G.C., S.A., consultoras independientes especializadas. Se adjuntan copias de dichas opiniones, previa autorización de los expertos independientes para su reproducción en la presente Nota de Valores.

7.4 Ratings

Las obligaciones que se emitan al amparo de la presente Nota de Valores no han sido calificadas por Agencia de calificación alguna.

El Emisor tiene asignada calificación crediticia por la agencia Fitch Ratings.

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009".

	Corto	Largo	Fecha última actualización
Fitch	F2	BBB+	26-09-2008

La perspectiva es estable

8. ACTUALIZACIÓN DEL DOCUMENTO DE REGISTRO

Desde la fecha de inscripción del Documento de Registro en los registros oficiales de la CNMV hasta la presente Nota de Valores de la "Emisión de Obligaciones Subordinadas Caixa Sabadell Junio 2009" no se ha producido ningún hecho significativo que pueda afectar a la evaluación de los valores emitidos al amparo de la presente Nota de Valores por el inversor, salvo lo expuesto a continuación y lo comunicado como Hecho Relevante a la CNMV. Es así que el pasado 26 de Septiembre de 2008 la Agencia de Calificación Fitch Ratings revisó la calificación crediticia del Emisor, rebajándola de A- a BBB+ (a largo plazo) y manteniendo la calificación de F2 (a corto plazo).

Se incorporan por referencia las Cuentas Anuales (Balance, Cuenta de Pérdidas y Ganancias y Memoria) e Informe de Gestión del Grupo Consolidado del ejercicio 2008. Dichas Cuentas Anuales, junto con el Informe de Auditoría, se encuentran depositadas ante La Comisión Nacional del Mercado de Valores, pudiéndose consultar en su página web (www.cnmv.es) y en la propia página web de la entidad emisora (www.caixasabadell.es)

Se presentan a continuación el Balance de Situación y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidados a 31 de diciembre de los ejercicios 2007 y 2008 auditados, y según Circular 4/2004 de Banco de España, modificada por la Circular 6/2008. Además se añaden los datos de morosidad referidos a los mismos meses.

BALANCE CONSOLIDADO PÚBLICO Correspondiente al 31 de diciembre de 2007 y 31 de diciembre de 2008 Datos en miles de euros

ACTIVO	2008	2007	Var. 08-07 (%)
Caja y depósitos en bancos centrales	167.546	167.448	0,06
Cartera de negociación	58.065	25.765	125,36
Otros activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias	9.024	13.293	-32,11
Activos financieros disponibles para la venta	1.280.960	2.278.283	-43,78
Inversiones crediticias	10.039.251	10.514.815	-4,52
Cartera de inversión a vencimiento	1.932	15.602	-87,62
Ajustes a activos financieros por macro_coberturas	-	-	-
Derivados de cobertura	105.533	28.734	267,28
Activos no corrientes en venta	11.885	4.513	163,35
Participaciones	117.683	69.871	68,43
Contratos de seguros vinculados a pensiones	5.582	-	-
Activos por reaseguros	-	3.569	-100,00
Activo material	350.842	304.406	15,25
Activo intangible	6.686	6.211	7,65
Activos fiscales	100.108	58.450	71,27
Resto de Activos	125.445	56.905	120,45
TOTAL ACTIVO	12.380.542	13.547.865	-8,62
PASIVO	2008	2007	Var. 08-07 (%)

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009".

Cartera de negociación	60.112	13.889	332,80
Otros pasivos financieros a valor razonable con cambio en pérdidas y ganancias	-	-	-
Pasivos financieros a coste amortizado	11.716.794	11.630.125	0,75
Ajustes a pasivos financieros por macrocoberturas	-	-	-
Derivados de cobertura	5.003	115.228	- 95,66
Pasivos asociados con activos no corrientes en venta	-	-	-
Pasivos por contratos de seguros	-	1.098.516	-
Provisiones	12.858	13.052	-1,49
Pasivos fiscales	16.531	48.904	-66,20
Fondo de la Obra Social	18.714	14.741	26,95
Resto de pasivos	12.722	25.916	-50,91
TOTAL PASIVO	11.842.734	12.960.371	-8,62
PATRIMONIO NETO	2008	2007	Var. 08-07 (%)
Fondos propios	570.425	544.770	4,71
Ajustes por valoración	-34.008	38.945	-187,32
Intereses minoritarios	1.391	3.779	-63,19
TOTAL PATRIMONIO NETO	537.808	587.494	-8,46
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	12.380.542	13.547.865	-8,62
PRO MEMORIA	2008	2007	Var. 08-07 (%)
Riesgos contingentes	207.604	272.273	-23,75
Compromisos contingentes	1.855.021	2.177.614	-14,81

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIA CONSOLIDADA PÚBLICA
Correspondiente al 31 de diciembre de 2007 y 31 de diciembre de 2008
Datos en miles de euros

	2008	2007	Var. 08-07 (%)
Intereses y rendimientos asimilados	683.177	618.035	10,54
Intereses i cargas asimiladas	-525.143	-399.889	31,32
Margen de intereses	158.034	218.146	-27,56
Rendimientos de instrumentos de capital	8.056	7.632	5,56
Resultados de entidades valoradas por el método de la participación	7.845	3.345	134,53
Comisiones percibidas	50.349	57.015	-11,69
Comisiones pagadas	-7.234	-6.696	8,03
Resultado de operaciones financieras (neto)	-17.329	12.129	-242,87
Diferencias de cambio (neto)	715	43	1562,79
Otros productos de explotación	51.109	248.057	-79,40
Otras cargas de explotación	-37.110	-265.467	-86,02
Margen Bruto	214.435	274.204	-21,80
Gastos de administración	-150.621	-141.833	6,20
Amortización	-16.359	-15.973	2,42
Dotaciones a provisiones (neto)	1.198	1.357	-11,72
Pérdidas por deterioro de activos financieros (neto)	-176.391	-40.114	339,72
Resultado de la actividad de explotación	-127.738	77.641	-264,52
Pérdidas por deterioro del resto de activos (neto)	-12.499	-174	7083,33
Ganancias/(pérdidas) en la baja de activos no clasificados como no corrientes en venta	176.758	2.545	6845,30
Diferencia negativa en combinaciones de negocio	-	-	-
Ganancias/(pérdidas) de activos no corrientes en venta no clasificados como operaciones interrumpidas	-236	6	-4033,33
Resultado antes de impuestos	36.285	80.018	-54,65
Impuesto sobre beneficios	4.763	-20.480	-123,26
Dotación obligatoria a obras i fondos sociales	-	-	-
Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas	41.048	59.538	-0,31
Resultado de operaciones ininterrumpidas (neto)	-	-	-
Resultado consolidado del ejercicio	41.048	59.538	-31,06
Resultado atribuido a la entidad dominante	41.600	59.190	-29,72
Resultado atribuido a intereses minoritarios	-552	348	10,54

La caída en el resultado de la actividad de explotación viene afectado por la disminución en 16 millones de los resultados de las participadas que consolidan por puesta en equivalencia, por la disminución en los resultados de operaciones financieras de 25

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009”.

millones respecto al año anterior y el incremento de los costes de explotación de 13,8 millones, junto con el incremento de las dotaciones por deterioro de 134 millones.

Este incremento de dotaciones por deterioro de 134 millones, está ocasionado por:

- incremento respecto al año anterior de 151 millones de dotaciones específicas por deterioro de los créditos;
- desdotación en el año del fondo genérico de 14 millones, que respecto al año anterior representa una variación de -32 millones;
- y incremento de la dotación al fondo de deterioro de valores de 15 millones.

Comparativa sobre la solvencia y la evolución de la morosidad a 31/12/2008 y 31/12/2007

Concepto	31/12/2008		31/12/2007	
	%	miles de euros	%	miles de euros
COEF. SOLVENCIA	11.76%	980.657	10.99%	994.946
Core Capital	5.62%	468.607	5.30%	479.911
TIER 1	7.59%	632.932	7.12%	644.911
TIER 2	4.17%	372.369	3.87%	459.706
Ratio de morosidad	4.09%	440.292	1.02%	116.215
Ratio de cobertura de la morosidad	64.30%	283.108	149.90%	174.206

Se presentan a continuación el Balance de Situación y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidados, según datos presentados a Banco de España, a 31 de marzo de 2009 (no auditados) y 31 de diciembre de 2008 (auditados y depositados en la Comisión Nacional del Mercado de Valores), y según Circular 4/2004 de Banco de España, modificada por la Circular 6/2008. Además se añaden los datos de morosidad referidos a los mismos meses.

BALANCE CONSOLIDADO PÚBLICO
Correspondiente al 31 de marzo de 2009 y 31 de diciembre de 2008
Datos en miles de euros

ACTIVO	31/03/2009	31/12/2008	Var. 09-08 (%)
Caja y depósitos en bancos centrales	156.242	167.546	-6,75
Cartera de negociación	74.811	58.065	28,84
Otros activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias	9.024	9.024	0,00
Activos financieros disponibles para la venta	1.205.437	1.280.960	-5,90
Inversiones crediticias	9.978.241	10.039.251	-0,61
Cartera de inversión a vencimiento	1.932	1.932	0,00
Ajustes a activos financieros por macro_coberturas	-	-	-
Derivados de cobertura	145.257	105.533	37,64
Activos no corrientes en venta	15.748	11.885	32,50
Participaciones	111.146	117.683	-5,55
Contratos de seguros vinculados a pensiones	5.582	5.582	0,00
Activos por reaseguros	-	-	-
Activo material	348.811	350.842	-0,58
Activo intangible	6.420	6.686	-3,98
Activos fiscales	125.118	100.108	24,98
Resto de Activos	254.220	125.445	102,65
TOTAL ACTIVO	12.437.989	12.380.542	0,46
PASIVO	31/03/2009	31/12/2008	Var. 09-08 (%)
Cartera de negociación	81.718	60.112	35,94
Otros pasivos financieros a valor razonable con cambio en pérdidas y ganancias	-	-	-
Pasivos financieros a coste amortizado	11.739.989	11.716.794	0,20
Ajustes a pasivos financieros por macrocoberturas	-	-	-
Derivados de cobertura	5.608	5.003	12,09
Pasivos asociados con activos no corrientes en venta	-	-	-
Pasivos por contratos de seguros	-	-	-
Provisiones	15.916	12.858	23,78
Pasivos fiscales	31.997	16.531	93,56
Fondo de la Obra Social	19.014	18.714	1,60
Resto de pasivos	14.131	12.722	11,08
TOTAL PASIVO	11.908.373	11.842.734	0,55
PATRIMONIO NETO	31/03/2009	31/12/2008	Var. 09-08 (%)
Fondos propios	571.335	570.425	0,16
Ajustes por valoración	-42.902	-34.008	26,15
Intereses minoritarios	1.183	1.391	-14,95
TOTAL PATRIMONIO NETO	529.616	537.808	-1,52
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	12.437.989	12.380.542	0,46
PRO MEMORIA	31/03/2009	31/12/2008	Var. 09-08 (%)
Riesgos contingentes	191.829	207.604	-7,60
Compromisos contingentes	1.851.222	1.855.021	-0,20

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009”.

A continuación se incorporan las Cuenta de Pérdidas y Ganancias a 31 de marzo de 2009 y 31 de marzo de 2008, según datos presentados a Banco de España. No se ha realizado una comparativa por haberse elaborado bajo criterios distintos.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA PÚBLICA NO AUDITADA

Correspondiente al 31 de marzo de 2009

Elaborado según Circular 4/2004 de Banco de España

	31-03-2009
Intereses y rendimientos asimilados	161.084
Intereses i cargas asimiladas	120.873
Margen de intereses	40.211
Rendimientos de instrumentos de capital	1.439
Resultados de entidades valoradas por el método de la participación	4.461
Comisiones percibidas	12.165
Comisiones pagadas	1.591
Resultado de operaciones financieras (neto)	-1.227
Diferencias de cambio (neto)	291
Otros productos de explotación	3.774
Otras cargas de explotación	1.344
Margen Bruto	58.179
Gastos de administración	34.367
Amortización	4.137
Dotaciones a provisiones (neto)	-985
Pérdidas por deterioro de activos financieros (neto)	9.415
Resultado de la actividad de explotación	11.245
Pérdidas por deterioro del resto de activos (neto)	615
	-994
Ganancias/(pérdidas) en la baja de activos no clasificados como no corrientes en venta	
Diferencia negativa en combinaciones de negocio	
Ganancias/(pérdidas) de activos no corrientes en venta no clasificados como operaciones interrumpidas	
Resultado antes de impuestos	9.636
Impuesto sobre beneficios	1.643
Dotación obligatoria a obras i fondos sociales	
Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas	7.993
Resultado de operaciones ininterrumpidas (neto)	
Resultado consolidado del ejercicio	<u>7.993</u>
Resultado atribuido a la entidad dominante	8.148
Resultado atribuido a intereses minoritarios	-155

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA PÚBLICA AUDITADA

Correspondiente al 31 de marzo de 2008

- Elaborado según Circular 4/2004 de Banco de España, modificada por la Circular 6/2008

	31-03-2008
INTERESES Y RENDIMIENTOS ASIMILADOS	159.080
INTERESES Y CARGAS ASIMILADAS	118.237
RENDIMIENTO DE INSTRUMENTOS DE CAPITAL	650
A) MARGEN DE INTERMEDIACIÓN	41.493
RESULTADOS DE ENTIDADES VALORA. POR EL MÉTODO DE LA PARTICIPACIÓN	2.642
COMISIONES PERCIBIDAS	15.226
COMISIONES PAGADAS	1.800
ACTIVIDAD DE SEGUROS	4.296
RESULTADOS DE OPERACIONES FINANCIERAS (NETO)	1.578

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009".

DIFERENCIAS DE CAMBIO (NETO)	-186
B) MARGEN ORDINARIO	63.249
VENTAS E INGRESOS POR PRESTACIÓN DE SERVICIOS NO FINANCIEROS	315
OTROS PRODUCTOS DE EXPLOTACIÓN	2.911
GASTOS DE PERSONAL	27.672
OTROS GASTOS GENERALES DE ADMINISTRACIÓN	13.654
AMORTIZACIÓN	4.342
OTRAS CARGAS DE EXPLOTACIÓN	668
MARGEN DE EXPLOTACIÓN	20.139
PÉRDIDAS POR DETERIORO DE ACTIVOS (NETO)	6.397
DOTACIONES A PROVISIONES (NETO)	-345
INGRESOS FINANCIEROS DE ACTIVIDADES NO FINANCIERAS	1
OTRAS GANANCIAS	1.234
OTRAS PÉRDIDAS	13
D) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	15.307
IMPUESTO SOBRE BENEFICIOS	2.629
DOTACIÓN OBLIGATORIA A OBRAS Y FONDOS SOCIALES	
E) RESULTADO DE LA ACTIVIDAD ORDINARIA	12.678
F) RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	12.678
RESULTADO ATRIBUIDO A LA MINORÍA	28
G) RESULTADO ATRIBUIDO AL GRUPO	12.650

Comparativa de la evolución de la morosidad a 31/03/2009 y 31/03/2008.

A continuación se incluye una comparativa de la evolución de la morosidad a 31/03/2009 y 31/03/2008; no se dispone de datos de solvencia y recursos propios a 31/03/2009 a efectos de realizar una comparativa.

Concepto	31/03/2009		31/03/2008	
	%	miles de euros	%	miles de euros
Ratio de morosidad	5,28%	587.413	2,04%	207.635
Ratio de cobertura de la morosidad	50,90%	299.021	86,96%	180.577

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009”.

La presente Nota de Valores está visada en todas sus páginas y firmada en SABADELL, a 6 de mayo de 2009.

CAIXA D'ESTALVIS DE SABADELL

P.P.

D. Alberto Renté Pujol
SUBDIRECTOR GENERAL

|

EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAIXA SABADELL JUNIO 2009".

ANEXO I

INFORMES EXPERTOS INDEPENDIENTES: AFI y SOLVENTIS

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

16 de marzo de 2009

Informe para



Informe confidencial para uso exclusivo de Caixa Sabadell



Afi

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

Índice

1. Introducción	3
2. Descripción, análisis del producto y valoración.....	4
2.1. Estructura de flujos y condiciones del instrumento	4
2.1.1 Cupones.....	5
2.1.2 Opción de amortización anticipada.....	6
2.2. Modelo e Inputs de valoración	6
2.2.1 Modelo de valoración.....	6
2.2.2 Inputs de valoración.....	6
2.2.3 Curva Cupón Cero	6
2.2.4 Parámetros HW	7
2.3. Valoración	7
3. Condiciones vigentes en mercados mayoristas	9
3.1. Emisiones recientes en mercados	9
3.1.1 Emisiones de similar orden de prelación a los valores objeto del informe	9
3.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación.....	9
3.2. Niveles indicativos de cotizaciones en mercado secundario.....	11
3.2.1 Información de los índices SUSI de JP Morgan.....	11
3.2.2 Información de los índices ELT2 de Merrill Lynch	14
3.2.3 Información de Bloomberg para referencias de índices Iboxx-Markit ..	15
3.2.4 Cotizaciones indicativas del panel de BME / AIAF	16
3.2.5 Spreads de CDS para deuda senior y subordinada	17
3.2.6 Resumen de fuentes consultadas.....	18
4. Conclusiones	22
5. Disclaimer	23

1. Introducción

El **objetivo** del presente informe es reflejar la opinión de Afi acerca de si las condiciones de la 8ª emisión de deuda subordinada Lower Tier II de Caixa Sabadell destinada a la red minorista son equiparables a las que debería tener, para colocarse adecuadamente, una emisión similar lanzada en los mercados mayoristas.

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

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

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

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

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

2. Descripción, análisis del producto y valoración

2.1. Estructura de flujos y condiciones del instrumento

Se trata de una emisión de bonos subordinados *Lower Tier II* con vencimiento a 15 años y opción de amortización anticipada por parte del emisor a partir del décimo (10º) año y en cada fecha de pago de cupón. Las condiciones generales del instrumento se definen a continuación:

- Emisor: Caixa d'Estalvis de Sabadell
- Naturaleza de los valores: Deuda Subordinada
- Importe nominal: 35 millones de euros
- Importe nominal de cada valor: 1.000 euros
- Importe mínimo de la colocación: 1.000 euros
- Fecha de emisión y único desembolso: 10 de junio de 2009
- Precio de emisión: a la par
- Forma de representación: anotaciones en cuenta en IBERCLEAR
- Retribución: en función al siguiente esquema:
 - Durante los dos primeros años, desde el período comprendido entre la fecha de emisión (inclusive) y hasta el segundo año, un tipo fijo anual del 7,50%.
 - Del 3º al 10º año, EURIBOR a 3 meses más un margen del 5,25%, pagadero trimestralmente.
 - Del 10º a vencimiento (a los 15 años), EURIBOR a 3 meses más un margen del 6,00%, pagadero trimestralmente.
 - La retribución tanto en el período de retribución a tipo fijo como variable, será pagadera con carácter trimestral durante toda la vida de la emisión, por trimestres vencidos los días 01 de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año (calculados en base Act/365) siendo la primera fecha de pago el 01 de septiembre de 2009.
- Amortización anticipada: podrán amortizarse total o parcialmente a voluntad del emisor con autorización previa del Banco de España, a partir del décimo 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: 10 de junio de 2024
- 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 se realiza en función al siguiente esquema:

- Los dos primeros años, 7,50% fijo anual pagadero trimestralmente.

A vencimiento de cada trimestre durante los dos primeros años desde la fecha de inicio de la emisión (bajo la convención del día hábil especificada), la nota pagará un cupón del 7,5%. Esto es:

$$\text{Cupon} = \text{Nominal} \cdot 7,5\% \cdot \text{Fraccion_año}$$

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años
- Del 3º al 10º año *Euribor·3M + spread*, pagadero trimestralmente. Es decir:

Del 3º al 10º año y de forma trimestral la nota pagará el siguiente cupón:

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

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Euribor3M*: tipo Euribor a tres meses fijado dos días antes del inicio de cada periodo trimestral.
- *Spread*: Spread adicional sobre Euribor tres meses (525 p.b.)
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años de cada periodo trimestral
- Del 10º año a vencimiento *Euribor·3M + spread*, pagadero trimestralmente. Es decir:

A partir del 10º año hasta vencimiento (a los 15 años) y de forma trimestral la nota pagará el siguiente cupón:

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

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Euribor3M*: tipo Euribor a tres meses fijado dos días antes del inicio de cada periodo trimestral.
- *Spread*: Spread adicional sobre Euribor tres meses (600 p.b.)

- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años de cada periodo trimestral

2.1.2 Opción de amortización anticipada

Recordar que la estructura es amortizable anticipadamente por parte del emisor en cada fecha de pago de cupón (trimestralmente), a partir del décimo (10º) año. Mediante esta opción, el emisor tendrá la opción de cancelar la emisión mediante la devolución del principal al inversor; es decir, tiene la opción de recompra de la emisión a la par.

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

2.2. Modelo e Inputs de valoración

2.2.1 Modelo de valoración

De cara a captar el valor de la opción de amortización por parte del emisor, se ha valorado el instrumento mediante un modelo de evolución de tipos de interés debidamente calibrado a precios de instrumentos cotizados en mercado.

Se ha empleado el modelo propuesto por *Hull y White* como estándar de mercado. Este modelo esta 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.

Para la valoración a mercado 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.

Adicionalmente, para captar el posible riesgo de impago del emisor, los flujos del instrumento para cada uno de los escenarios de tipos generados mediante el modelo descrito, se descuentan con un spread adicional que se supone constante a lo largo del tiempo.

2.2.2 Inputs de valoración

La fecha valor a la que se realizan los cálculos es el 16 de marzo de 2009, utilizando los datos de cierre de la curva de tipos IRS y los precios de los swaptions empleados para el calibrado del modelo. Estos datos se muestran a continuación:

2.2.3 Curva Cupón Cero

Depo/Swap	Plazo	Tipo
Depósito	O/N	0.7000

Depósito	1E	0.9250
Depósito	2W	0.9750
Depósito	3W	1.0250
Depósito	1M	1.0750
Depósito	2M	1.4550
Depósito	3M	1.6250
Depósito	4M	1.7000
Depósito	5M	1.7300
Depósito	6M	1.8250
Depósito	7M	1.8100
Depósito	8M	1.8300
Depósito	9M	1.8750
Depósito	10M	1.8800
Depósito	11M	1.9000
Depósito	12M	1.8650
Swap	2Y	1.9685
Swap	3Y	2.2910
Swap	4Y	2.5730
Swap	5Y	2.7925
Swap	6Y	2.9845
Swap	7Y	3.1425
Swap	8Y	3.2640
Swap	9Y	3.3780
Swap	10Y	3.4780
Swap	15Y	3.7930
Swap	20Y	3.8995
Swap	25Y	3.8055
Swap	30Y	3.6925
Swap	35Y	3.5820
Swap	40Y	3.4970
Swap	45Y	3.4600
Swap	50Y	3.4280

2.2.4 Parámetros HW

a (Reversión a la media)	2.50%
sigma (Volatilidad)	0.74%

2.3. Valoración

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

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

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

Recordamos que la fecha valor a la que se realizan los cálculos es el 16 de marzo de 2009, utilizando los datos de cierre, y suponiéndose ésta como fecha de inicio de la emisión.

Spreads sobre Swap	
Considerando toda la estructura	5.333%
A Primera Call	5.333%
A vencimiento sin Call	5.462%

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 Caixa Sabadell planea emitir.

3.1. Emisiones recientes en mercados

3.1.1 Emisiones de similar orden de prelación a los valores objeto del informe

La tabla 1 resume algunas de las escasas emisiones recientes relevantes de deuda subordinada Lower Tier 2 realizadas por entidades financieras europeas en los últimos meses y hasta el 10 de marzo de 2009. Se incluyen tanto emisiones colocadas en el mercado mayorista (en área sombreada) como las destinadas a inversores cualificados y/o minoristas. Las fuentes utilizadas son Bloomberg y los documentos de colocadores posteriores a la emisión.

En los mercados mayoristas tan sólo se han realizado tres emisiones de deuda subordinada Lower Tier 2, todas ellas por parte de Credit Agricole SA. Ninguna de ellas cuenta con opción de cancelación anticipada para el emisor, sino que se trata de bonos con formato *bullet*; es decir, con amortización a vencimiento.

Entre emisores españoles, tras la emisión en el mercado minorista en diciembre de 2008 de 132,5 millones de euros en deuda subordinada Lower Tier 2 con opción de amortización al 5º año, de Caja de Salamanca y Soria ("Caja Duero"), "La Caixa" ha emitido 2.500 millones en una emisión similar, también en mercado minorista. La emisión de Caja Duero se colocó a un spread vs swaps de 400 pb, mientras que la de "La Caixa" se colocó a un spread vs swaps equivalente a 212 pb.

Tabla 1: emisiones recientes de deuda Lower Tier 2 en EUR (mercados mayorista y minorista)

Fecha	Emisor	Características de la emisión						Ratings ⁹		Spreads emisión ¹¹		Spread actual ¹⁰		CDS a 5 años ¹⁰	
		Vol ¹	Divisa	Clase	Cupón	Vencimiento	Fecha Call	Emisión	Emisor	Tesoro	Swaps	Tesoro	Swaps	Snr	Sub
4-dic-08	Credit Agricole SA	190,0	EUR	LT2	6,250 ²	18/12/2020	18/12/2016	Aa2/NA/A+	Aa1/AA-/AA-	284,0	266,0	n.d.	n.d.	90,0	130,0
9-dic-08	Banco Espirito Santo	41,5	EUR	LT2	4,428 ³	11/12/2018	11/12/2013	A1/NA/A	Aa3/A/A+	n.d.	100,0	n.d.	n.d.	152,0	230,0
11-dic-08	Credit Agricole SA	250,0	GBP	LT2	7,375 ⁴	18/12/2023	-	Aa2/NA/A+	Aa1/AA-/AA-	291,0	330,0	263,5	262,2	90,0	130,0
12-dic-08	Credit Agricole SA	500,0	EUR	LT2	6,867 ⁵	19/12/2018	-	Aa2/NA/A+	Aa1/AA-/AA-	n.d.	325,0	203,8	160,6	90,0	130,0
17-dic-08	Caja Duero	132,5	EUR	LT2	7,155 ⁶	19/12/2018	19/12/2013	A3	A2/NA/NA	n.d.	400,0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
14-ene-09	Credit Agricole SA	75,0	GBP	LT2	7,375 ⁷	18/12/2023	-	Aa2/NA/A+	Aa1/AA-/AA-	280,0	310,0	300,3	299,0	90,0	130,0
22-ene-09	La Caixa	2.500,0	EUR	LT2	5,870 ⁸	28/02/2019	28/02/2014	Aa2/A+/A+	Aa1/AA-/AA-	n.d.	211,8	n.d.	n.d.	280,0	425,0

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

2. Fijo a vencimiento

3. Euribor 3m + 100 pb

4. Fijo a vencimiento

5. Fijo a vencimiento

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

7. Fijo a vencimiento

8. 5,87% el primer año, Euribor +200 pb con cap en 6,35% y floor en 3,94%

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

10. Datos a 16 de febrero de 2009, cotizaciones mid.

11. Spread a la primera call

3.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación

A diferencia del mercado de emisiones subordinadas, el mercado mayorista de emisiones *senior* ha reflejado una actividad bastante más intensa en los últimos tres meses hasta el 10 de marzo de 2009. En la tabla 2 se reflejan los niveles de spread de colocación en primario y el nivel actual de secundario (indicativo), para una selección de emisores con distintas calificaciones crediticias.

Igualmente, en el gráfico 1 puede observarse la evolución en el tiempo del diferencial de emisión frente a swaps para emisores con categorías de rating homogéneas. Las fuentes utilizadas son Bloomberg y los documentos de colocadores posteriores a la emisión.

Entre los emisores españoles, la más reciente emisión es la realizada por BBVA en enero de 2009, por importe de 1.000 millones de euros y vencimiento 2014, colocada en mercados mayoristas a un spread vs swaps de 180 pb.

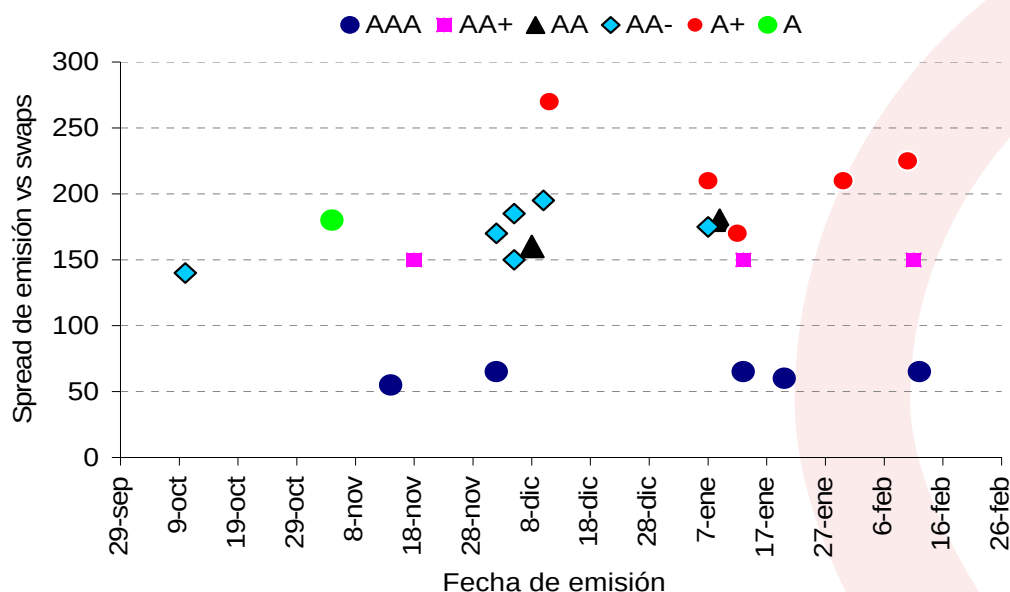
Tabla 2: emisiones recientes en el mercado mayorista de deuda Senior en EUR

Fecha	Emisor	Vol ¹	Divisa	Clase	Cupón	Vencimiento	Rating emisión ²	Spreads emisión	
								Tesoro	Swaps
10-oct-08	Société Generale	500,0	EUR	SNR	5,875	31/10/2013	Aa2/AA-/AA-	n.d.	140,0
4-nov-08	Bancaja	220,0	EUR	SNR	5,500	05/11/2011	A2/NR/A-	n.d.	180,0
18-nov-08	Rabobank Nederland	275,0	EUR	SNR	4,750	15/01/2018	Aaa/AAA/AA+	n.d.	150,0
2-dic-08	Intesa Sanpaolo Spa	200,0	EUR	SNR	4,645	29/07/2012	Aa2/AA-/AA-	n.d.	170,0
5-dic-08	Credit Agricole SA	380,0	EUR	SNR	4,750	18/12/2013	Aa1/AA-/AA-	n.d.	150,0
5-dic-08	Société Generale	1.000,0	EUR	SNR	5,125	19/12/2013	Aa2/AA-/AA-	254,3	185,0
8-dic-08	BNP Paribas	1.500,0	EUR	SNR	5,000	16/12/2013	Aa1/AA/AA	232,2	160,0
10-dic-08	Intesa Sanpaolo Spa	1.250,0	EUR	SNR	5,375	19/12/2013	Aa2/AA-/AA-	267,6	195,0
11-dic-08	Credit Suisse London	850,0	EUR	SNR	6,125	16/05/2014	Aa1/A+/AA- *	338,6	270,0
7-ene-09	HSBC France	1.500,0	EUR	SNR	4,875	15/01/2014	Aa3/AA/AA	252,5	175,0
7-ene-09	Unicredit Spa	1.000,0	EUR	SNR	5,250	14/01/2014	Aa3/A+/A+	287,8	210,0
9-ene-09	BBVA Senior Finance SA	1.000,0	EUR	SNR	4,875	23/01/2014	Aa1/AA/AA-	253,8	180,0
12-ene-09	KBC IFIMA NV	250,0	EUR	SNR	4,750	26/01/2014	Aa3/A+/A+	n.d.	170,0
13-ene-09	Rabobank Nederland	5.000,0	EUR	SNR	4,375	22/01/2014	Aaa/AAA/AA+	220,1	150,0
30-ene-09	Commerzbank AG	1.500,0	EUR	SNR	5,000	06/02/2014	Aa3/A/A	260,7	210,0
10-feb-09	Caixa Geral de Depósitos	1.250,0	EUR	SNR	5,125	19/02/2014	Aa1/A+/AA-	275,8	225,0
11-feb-09	Rabobank Nederland	1.500,0	EUR	SNR	4,750	15/01/2018	Aaa/AAA/AA+	183,8	150,0

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

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

Gráfico 1: mercado primario mayorista de emisiones Senior en EUR, por rating del emisor y fecha de emisión



3.2. Niveles indicativos de cotizaciones en mercado secundario

El objeto de este apartado del informe es establecer los niveles de diferencial o spread vigentes en la actualidad en el mercado secundario de emisiones de deuda subordinada Lower Tier II en euros y, en particular, para una emisión de vencimiento a 15 años con opción de amortización al 10º año, de un emisor con rating BBB+ (Fitch)..

Dado que las actuales condiciones de liquidez en los mercados de capitales son reducidas, creemos obligado no sólo utilizar fuentes tradicionales que proporcionan precios indicativos (Bloomberg, Reuters, etc), sino apoyar el análisis en otras fuentes que consideramos de referencia. A estos efectos, los precios y diferenciales que, para cada bono constituyente de los índices de deuda subordinada Lower Tier II proporcionan JP Morgan (SUSI o Subordinated Securities Indices) y Merrill Lynch (ELT2 o Lower Tier II subordinated securities Index) son de utilidad. Estas entidades son dos de los mayores intermediarios de bonos corporativos y financieros a nivel global, y sus índices ampliamente utilizados por los participantes del mercado.

Hay que destacar que, entre todos los bonos subordinados *Lower Tier II* que hemos obtenido de las fuentes arriba mencionadas para el contraste, apenas existen 3-4 referencias con vencimiento a plazo superior a 15 años, y ninguna de ella con rating de emisión BBB. Por ello, vamos a centrar el análisis del mercado mayorista en emisiones con plazo de vencimiento hasta 10 años y con rating BBB para posteriormente, y en base a información pública disponible en el mercado, extrapolaremos referencias para emisiones Lower Tier II con rating Baa2/BBB y vencimiento 15 años.

3.2.1 Información de los índices SUSI¹ de JP Morgan

Como primera fuente, tomaremos datos de *spread vs swaps* (en concreto, spreads de asset swap) de índices y emisiones concretas que constituyen los índices SUSI de JP Morgan, con datos actualizados a 6 de marzo de 2009. Los índices de JP Morgan tienen en cuenta para la clasificación de emisiones en subíndices el rating de la emisión, no del emisor.

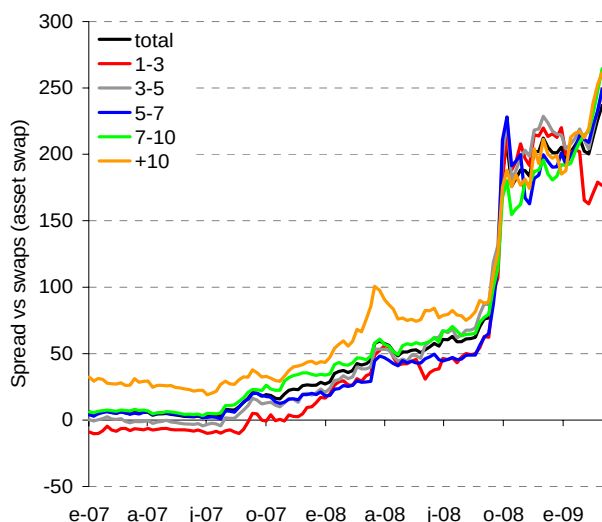
Como se aprecia en el gráfico 3, los spreads de *asset swap* de la deuda *senior* han repuntado fuertemente desde el verano de 2007, situándose actualmente cerca o en los máximos históricos, dependiendo del rating y el plazo.

Igualmente, como refleja el gráfico 4, los spreads de *asset swap* para el conjunto de emisiones de deuda subordinada Lower Tier II de los índices SUSI de JP Morgan han seguido una evolución similar, aunque de mayor magnitud, hasta máximos de la serie histórica. El repunte de spreads es, por tanto, generalizado por escalas de rating y creciente a medida que descendemos en calidad crediticia de las emisiones, tanto *senior* como *Lower Tier II*. Hay que tener en cuenta que estos índices reflejan el spread de emisiones con y sin opción de amortización anticipada. Los niveles de spread para emisiones Lower Tier II BBB son, en nuestra opinión, muy poco significativos pues hay menos de 5 emisiones con este rating.

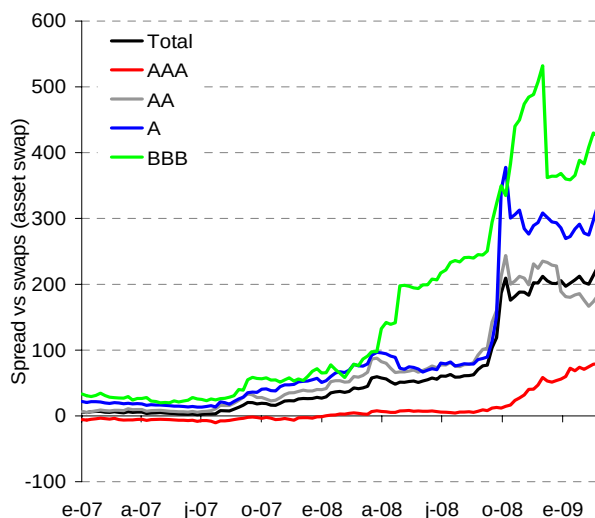
¹ Los índices SUSI de JP Morgan recoge instrumentos de deuda senior y subordinada (Lower Tier 2, Upper Tier 2 y Tier 1) emitidos por bancos y aseguradoras residentes y no residentes en la UE, denominados en EUR.

Gráficos 3 a y b: spread vs plazo y rating de deuda Senior en secundario

(a) Spread de emisiones Senior en €: plazo

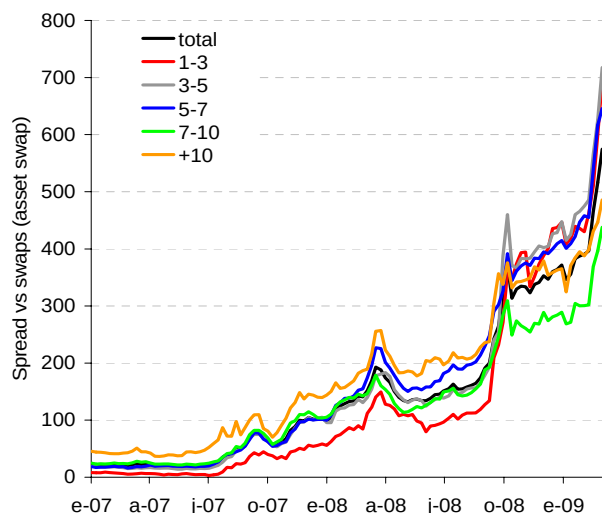


(b) Spread de emisiones Senior en €: rating

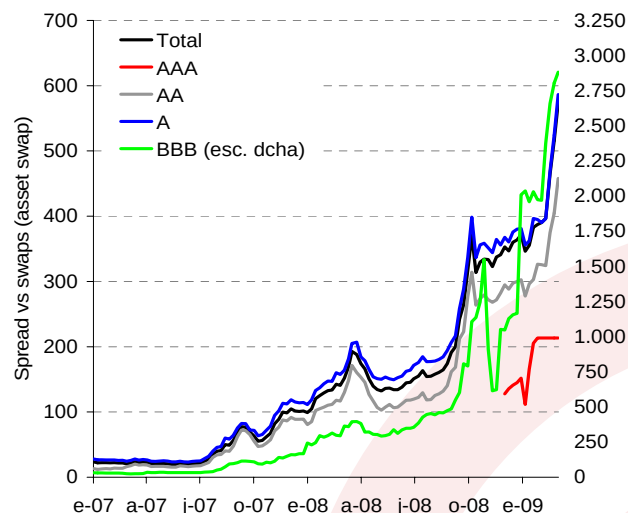


Gráficos 4 a y b: spread vs plazo y rating de deuda Lower Tier II en secundario

(a) Spread de emisiones LT2 en €: plazo



(b) Spread de emisiones LT2 en €: rating



En la tabla 4 se adjuntan los niveles de spreads vs swaps (asset swap) de los índices SUSI de JP Morgan formados por emisiones *senior* y subordinadas *Lower Tier II* con y sin opción de amortización, con ratings genéricos AA y A, durante el período comprendido entre el 6 de febrero y el 6 de marzo de 2009 (datos semanales).

Como puede comprobarse en dicha tabla, los spreads para el conjunto de emisiones de la deuda subordinada *Lower Tier II* (con y sin opción call) se sitúan, en media, entre 1,5 y 2,2 veces por encima de los niveles para la deuda *senior* con rating y plazo²

² A efectos de esta comparativa, hay que tener en cuenta que en las emisiones de deuda subordinada *Lower Tier II* con opción de amortización anticipada, el mercado calcula el spread vs swaps (y otras medidas tales como la TIR, etc) considerando como vencimiento del bono la fecha de primer ejercicio de la opción, por lo general al quinto año desde su emisión.

similar. Asimismo, entre las emisiones de deuda subordinada Lower Tier II AA y A, existe un salto promedio de 1,4 veces en términos de spread.

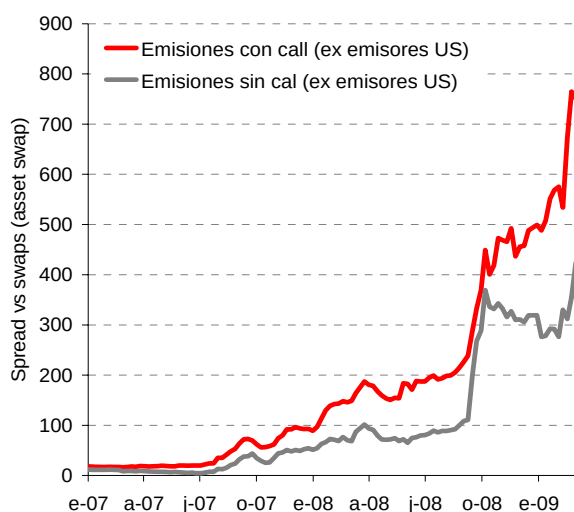
Tabla 4: niveles de spread de asset swap (pb) de los índices SUSI de JP Morgan para emisiones de deuda senior y subordinada Lower Tier II

Asset swap (promedio 6FEB a 6MAR09)		Asset swap (promedio 6FEB a 6MAR09)	
Senior	LT2	Senior	LT2
AA	AA	AA	AA
Total	179,5	Total	377,4
1-3 años	165,4	1-3 años	377,2
3-5 años	179,2	3-5 años	424,8
5-7 años	177,8	5-7 años	518,4
7-10 años	210,0	7-10 años	189,7
A	A	A	A
Total	301,1	Total	473,2
1-3 años	212,8	1-3 años	511,3
3-5 años	322,1	3-5 años	612,0
5-7 años	343,1	5-7 años	545,6
7-10 años	307,2	7-10 años	375,2

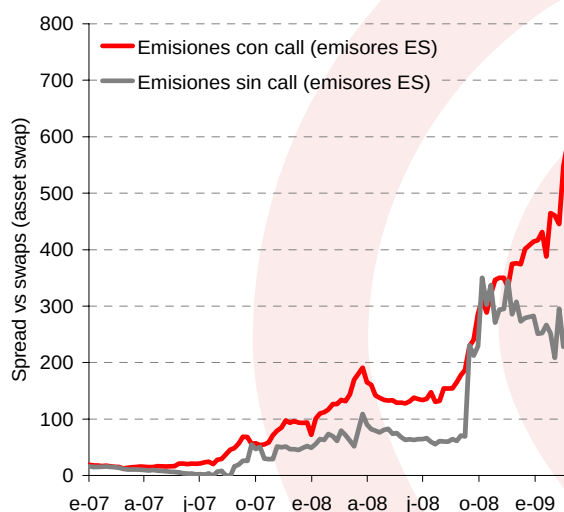
Conviene poner de manifiesto, como se observa en el gráfico 5, la enorme distinción que el mercado realiza entre emisiones de deuda subordinada *Lower Tier II* con y sin opción de amortización anticipada. En efecto, el spread de asset swap de las emisiones con opción de amortización -que calculado al plazo de primer ejercicio de la misma, y que por lo general se fija al quinto año desde su emisión-, frente a las emisiones sin tal opción -también denominadas *bullet*- ha pasado de niveles inapreciables a inicio de 2007 a situarse durante las últimas semanas en referencias del entorno de 300-400 pb. Ello refleja las expectativas de muy elevada probabilidad de no ejercicio de la opción de amortización anticipada por parte del emisor en las actuales condiciones de mercado.

Gráficos 5 a y b: spread de asset swap para emisiones Lower Tier II con y sin Call

(a) Emisiones en € con y sin call: ex US



(b) Emisiones LT2 en € con y sin call: españolas



Para el caso concreto de emisiones *Lower Tier II* con vencimiento a 10 años y opción de amortización al 5º año (primer ejercicio de la *call* comprendida entre 2013 y 2015), tomando datos semanales para el período comprendido entre los días 6 de febrero y 6 de marzo, se deducen los niveles mínimo, máximo y promedio siguientes (tabla 6):

Tabla 6: emisiones Lower Tier II con vencimiento a 10 años y call al 5º año (2013-2015), por rating de la emisión: resumen de niveles de spread de asset swap

	Índices SUSI de JP Morgan ¹							
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	560	-	-	560	880	590	880	-
Promedio	480	-	-	480	580	465	695	-
Mínimo	300	-	-	300	310	310	515	-

1. Emisiones con opción call comprendida entre 2013 y 2015

Y para el caso concreto de emisiones *Lower Tier II* con vencimiento a 10 años (2017-2021) sin opción de amortización los niveles son los siguientes (tabla 7):

Tabla 7: emisiones Lower Tier II con vencimiento a 10 años sin call por rating de la emisión: resumen de niveles de spread de asset swap

	Índices SUSI de JP Morgan ¹							
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	410	-	-	410	515	515	466	455
Promedio	300	-	-	300	370	325	436	411
Mínimo	190	-	-	190	230	230	420	360

1. Emisiones sin opción call, con vencimiento entre 2017 y 2021

3.2.2 Información de los índices ELT2³ de Merrill Lynch

Como segunda fuente, tomamos datos de emisiones concretas constituyentes del índice ELT2 de Merrill Lynch, durante el período comprendido entre el 6 de febrero y 5 de marzo de 2009. A diferencia de los índices SUSI de JP Morgan, Merrill Lynch no proporciona subíndices para esta categoría de deuda. Sí que provee, no obstante, de un amplio rango de detalle para cada uno de los bonos que constituyen el índice ELT2. Los datos de spread obtenidos de Merrill Lynch son, al igual que en el caso de los índices SUSI, spreads de *asset swap*.

Las pautas de intensa ampliación de spreads y divergencia entre los spreads de emisiones con y sin opción de amortización han quedado suficientemente reflejadas en el punto 4.2.1. No abundaremos en ellas en este apartado. Y tampoco, en reflejar que el spread calculado a la fecha de primera *call* de las emisiones con opción de amortización se sitúa, desde hace meses y hasta la actualidad, muy por encima al de emisiones sin opción de amortización o *bullet*. Ambas pautas también se reflejan en los datos del índice ELT2 de Merrill Lynch.

³ “Euro Sub-Debt Lower Tier 2 Index” de Merrill Lynch recoge deuda subordinada Lower Tier II emitida por bancos residentes y no residentes en la UE, denominados en EUR.

A partir de la información del índice ELT2, en las referencias Lower Tier II que constituyen el índice ELT2 de Merrill Lynch, con vencimiento a 10 años y opción de amortización al 5º año (primer ejercicio de la *call* comprendida entre 2013 y 2015), tomando datos semanales para el período comprendido entre los días 6 de febrero y 6 de marzo, se deducen los niveles mínimo, máximo y promedio siguientes (tabla 8):

Tabla 8: emisiones Lower Tier II con vencimiento a 10 años y call al 5º año (2013-2015), por rating de la emisión: resumen de niveles de spread de asset swap

	Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹							
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	565	-	-	565	950	635	956	-
Promedio	485	-	-	485	560	480	645	-
Mínimo	305	-	-	305	260	260	320	-

1. Emisiones con opción call comprendida entre 2013 y 2015

Y para el caso concreto de emisiones Lower Tier II con vencimiento a 10 años (2017-2021) sin opción de amortización los niveles son los siguientes (tabla 9):

Tabla 9: emisiones Lower Tier II con vencimiento a 10 años sin call por rating de la emisión: resumen de niveles de spread de asset swap

	Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹							
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	230	-	-	230	535	535	490	450
Promedio	215	-	-	215	365	330	390	405
Mínimo	195	-	-	195	215	215	225	365

1. Emisiones sin opción call, con vencimiento entre 2017 y 2021

3.2.3 Información de Bloomberg para referencias de índices Iboxx-Markit

Como tercera fuente de contraste, hemos tomado datos de *spread* de *asset swap* de cotizaciones de Bloomberg para las emisiones de deuda subordinada Lower Tier II de los índices Iboxx-Markit, con datos comprendidos entre el 6 de febrero y 6 de marzo de 2009.

Las pautas de intensa ampliación de spreads y divergencia entre los spreads de emisiones con y sin opción de amortización, descritas en el punto 4.2.1 también se reflejan en los datos de cotizaciones obtenidos en Bloomberg.

De este análisis se desprende que, para las referencias de deuda Lower Tier II con vencimiento a 10 años y opción de amortización al 5º año (primer ejercicio de la *call* comprendida entre 2013 y 2015), tomando datos semanales para el período comprendido entre los días 6 de febrero y 6 de marzo, se deducen los niveles mínimo, máximo y promedio siguientes (tabla 10):

Tabla 10: emisiones Lower Tier II con vencimiento a 10 años y call al 5º año (2013-2015), por rating de la emisión: resumen de niveles de spread de asset swap

Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹								
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	570	-	-	570	900	480	660	-
Promedio	475	-	-	475	565	405	560	-
Mínimo	310	-	-	310	300	335	390	-

1. Emisiones con opción call comprendida entre 2013 y 2015

Y para el caso concreto de emisiones *Lower Tier II* con vencimiento a 10 años (2017-2021) sin opción de amortización los niveles son los siguientes:

Tabla 11: emisiones Lower Tier II con vencimiento a 10 años sin call por rating de la emisión: resumen de niveles de spread de asset swap

Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹								
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	190	-	-	-	500	422	500	465
Promedio	190	-	-	-	390	316	440	410
Mínimo	190	-	-	-	230	230	420	360

1. Emisiones sin opción call, con vencimiento entre 2017 y 2021

3.2.4 Cotizaciones indicativas del panel de BME / AIAF

La última fuente considerada corresponde al panel de contribución de bonos corporativos de BME/AIAF⁴, desde el 6 febrero hasta el 6 de marzo de 2009. La opinión sobre el promedio de los diferenciales frente a swaps cotizados por este panel de entidades, para referencias españolas *Lower Tier II* con rating A+ (sin indicación de si se trata de emisiones con o sin opción de amortización o de si el spread se calcula a la fecha de primera call o al vencimiento) se sitúa en un promedio de 378 pb a 5 años y de 433 pb a 10 años. Los resultados se ofrecen en la tabla 12 siguiente.

Tabla 12: promedio de spreads vs swaps para emisiones españolas de deuda subordinada Lower Tier II (pb) en distintas fechas

2 de febrero de 2009						
Grupo	Tipo de deuda	Rtg	3 Años	5 Años	7 Años	10 Años
D	Lower Tier II	A+	330,03	360,46	392,49	406,98

9 de febrero de 2009						
Grupo	Tipo de deuda	Rtg	3 Años	5 Años	7 Años	10 Años

⁴ La información que contiene el panel de BME/AIAF, según se refleja en el *disclaimer* correspondiente, se expone a título meramente informativo y no constituye una recomendación de inversión, ni invitación, oferta, solicitud u obligación por parte de AIAF Mercado de Renta Fija ni de las Entidades contribuidoras del Panel para llevar a cabo operación o transacción alguna. Dicha información tampoco es un reflejo de posiciones (propias o de terceros) en firme de las Entidades contribuidoras, ni de AIAF Mercado de Renta Fija.

D	Lower Tier II	A+	335,89	372,45	412,14	433,78
---	---------------	----	--------	--------	--------	--------

16 de febrero de 2009

Grupo	Tipo de deuda	Rtg	3 Años	5 Años	7 Años	10 Años
D	Lower Tier II	A+	349,18	378,52	410,64	427,60

23 de febrero de 2009

Grupo	Tipo de deuda	Rtg	3 Años	5 Años	7 Años	10 Años
D	Lower Tier II	A+	355,20	387,74	422,86	444,25

2 de marzo de 2009

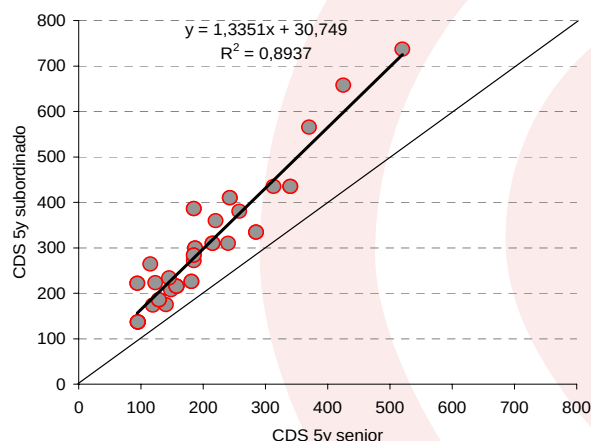
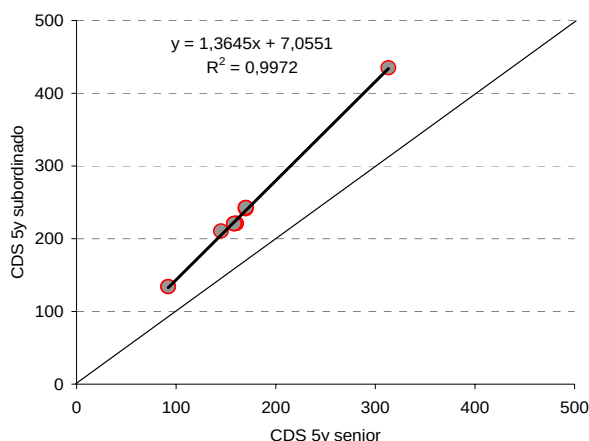
Grupo	Tipo de deuda	Rtg	3 Años	5 Años	7 Años	10 Años
D	Lower Tier II	A+	356,91	390,22	430,61	455,68

3.2.5 Spreads de CDS para deuda senior y subordinada

Por último, creemos conveniente analizar los niveles de credit default swaps de deuda senior y subordinada para comprobar la existencia o no, de una proporcionalidad semejante entre spreads de asset swap de deuda *senior* y subordinada a la existente entre CDS sobre deuda con los mismos niveles de prelación. Hemos utilizado los emisores existentes en el índice ELT2 de Merrill Lynch y hemos obtenido cotizaciones de CDS sobre deuda senior y subordinada, al plazo de 5 años, de Bloomberg.

Gráfico 6 a y b: niveles de CDS spread para emisiones con rating genérico AA y A seleccionadas del índice ELT2 de Merrill Lynch

a) CDS senior vs subordinado: rating emisión AA b) CDS senior vs subordinado: rating emisión A



Como refleja el gráfico 6, para un nivel determinado de CDS senior de emisores con rating genérico AA y A, los niveles de CDS subordinado se sitúan alrededor de 1,4

veces por encima. Tal y como se refleja en la tabla 4 de este informe, en el caso de los índices SUSI de JP Morgan, esta proporción se encuentra entre 1,5 y 2,2 veces.

3.2.6 Resumen de fuentes consultadas

En la tabla 13 resumimos los resultados de los análisis realizados para las referencias de deuda Lower Tier II con vencimiento a 10 años y opción de amortización anticipada al quinto año, de las fuentes consultadas (JP Morgan, Merrill Lynch, Bloomberg). Estos niveles son, en opinión de Afi, referencias válidas para la determinación de niveles de spreads de asset swap con que cotizan emisiones de deuda subordinada Lower Tier II en el mercado secundario mayorista, a fecha de primer ejercicio de la call.

Tabla 13: resumen de niveles según fuentes consultadas para spread de asset swap de emisiones Lower Tier II a 10 años con call al 5º año (2013-2015)

Índices SUSI de JP Morgan ¹								
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	560	-	-	560	880	590	880	-
Promedio	480	-	-	480	580	465	695	-
Mínimo	300	-	-	300	310	310	515	-

Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹								
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	565	-	-	565	950	635	956	-
Promedio	485	-	-	485	560	480	645	-
Mínimo	305	-	-	305	260	260	320	-

Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹								
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	570	-	-	570	900	480	660	-
Promedio	475	-	-	475	565	405	560	-
Mínimo	310	-	-	310	300	335	390	-

Panel de contribuciones de BME / AIAF ²								
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	-	-	-	-	-	-	-	-
Promedio	-	-	-	-	-	378	-	-
Mínimo	-	-	-	-	-	-	-	-

1. Emisiones con opción call comprendida entre 2013 y 2015

2. Emisiones Lower Tier II con rating de emisor A+ a 5 años

En la tabla 14 resumimos los resultados de los análisis realizados para las referencias de deuda Lower Tier II con vencimiento a 10 años y sin opción de amortización anticipada, de las fuentes consultadas (JP Morgan, Merrill Lynch, Bloomberg). Estos niveles son, en opinión de Afi, referencias válidas para la determinación de niveles de spreads de asset swap con que cotizan emisiones de deuda subordinada Lower Tier II en el mercado secundario mayorista, a vencimiento.

Tabla 14: resumen de niveles según fuentes consultadas para spread de asset swap de emisiones Lower Tier II a 10 sin call (2017-2021)

Índices SUSI de JP Morgan ¹								
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	410	-	-	410	515	515	466	455
Promedio	300	-	-	300	370	325	436	411
Mínimo	190	-	-	190	230	230	420	360

Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹								
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	230	-	-	230	535	535	490	450
Promedio	215	-	-	215	365	330	390	405
Mínimo	195	-	-	195	215	215	225	365

Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹								
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	190	-	-	-	500	422	500	465
Promedio	190	-	-	-	390	316	440	410
Mínimo	190	-	-	-	230	230	420	360

Panel de contribuciones de BME / AIAF ²								
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	-	-	-	-	-	-	-	-
Promedio	-	-	-	-	-	433	-	-
Mínimo	-	-	-	-	-	-	-	-

1. Emisiones sin opción call, con vencimiento entre 2017 y 2021

2. Emisiones Lower Tier II con rating de emisor A+ a 10 años

La ausencia mencionada de una muestra significativa de emisiones de deuda subordinada con rating Baa2/BBB, rating que hipotéticamente tendría la emisión de deuda subordinada Lower Tier II de Caixa Sabadell obliga, a realizar un estudio de comparación entre ratings de emisión y spreads asociados en otras categorías de crédito.

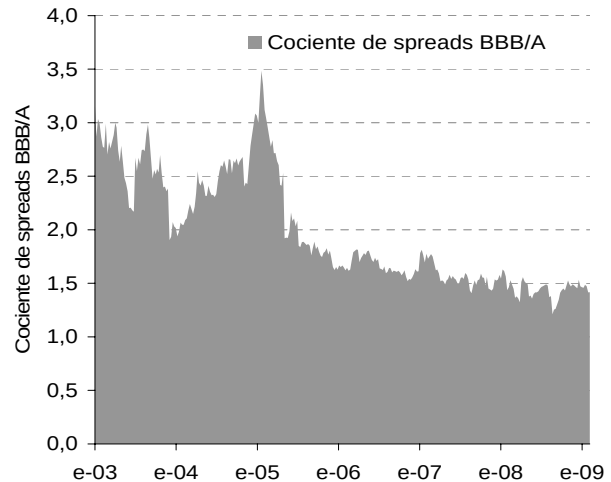
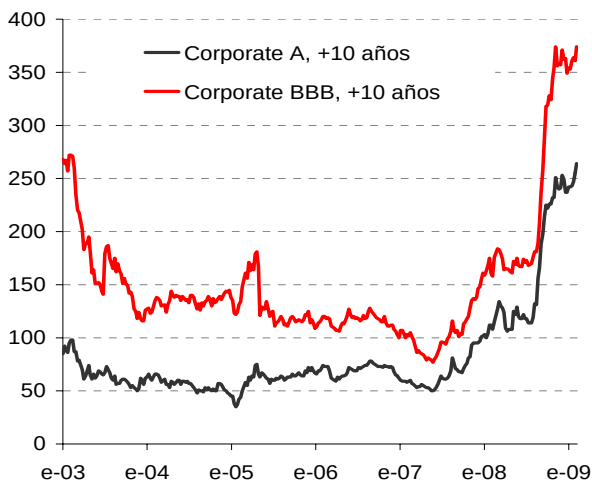
En el gráfico 7 ofrecemos los niveles de spread vs swaps (asset swap) para emisiones con ratings BBB y A genéricos de emisores corporativos y financieros a largo plazo (obtenidas de los índices ER39 y ER49 de Merrill Lynch). Como puede comprobarse, los spreads BBB genéricos se encuentran aproximadamente 1,5 veces por encima de los spreads A genéricos durante los últimos 3 años.

A fin de obtener niveles de spread vs swaps para emisiones Lower Tier II con rating Baa2/BBB, utilizamos un multiplicador de 1,30 veces para aproximar, a partir de los niveles mínimos calculados para emisiones con rating A-, los niveles de spread vs swaps para emisiones Lower Tier II con rating Baa2/BBB. El multiplicador de 1,30 veces representa dos saltos de escalón, de los tres existentes, entre categorías genéricas A y BBB.

Gráfico 7: spread vs swaps de emisiones A y BBB, y cociente entre ambos (pb)

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

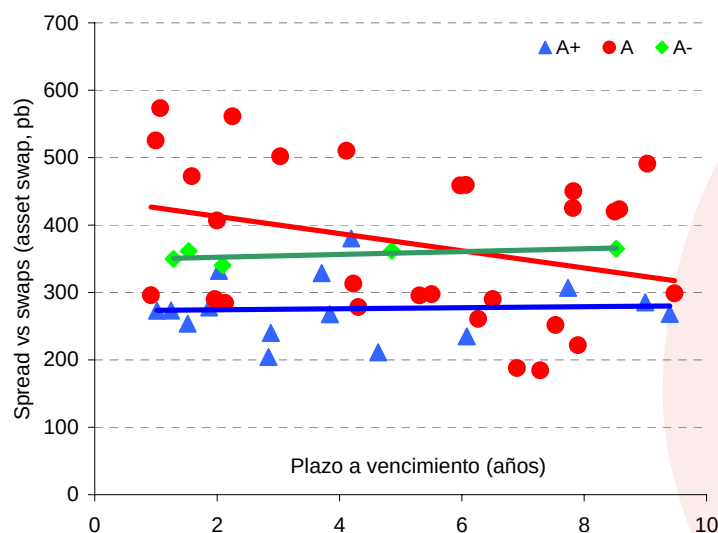
(b) cociente entre spreads BBB y A



De esta forma, aplicando a los niveles mínimo, máximo y promedio de spread vs swaps para emisiones Lower Tier II con vencimiento 10 años sin call y con rating A- (de las fuentes analizadas en los puntos anteriores), se pueden extrapolar referencias **mínimas de 465 pb, máximas de 590 pb y medias de 530 pb para emisiones Lower Tier II a 10 años sin call y con rating Baa2/BBB.**

La emisión a la que se refiere este informe tiene vencimiento a 15 años y opción de amortización al décimo año. Dado que no existen referencias en mercado de deuda *Lower Tier II* a plazo de 15 años sin call -para extraer el spread a vencimiento para este plazo- extrapolaremos niveles de spread vs swaps a partir de la relación entre spread y plazo en emisiones de deuda subordinada *Lower Tier II* a 2, 5 y 10 años.

Gráfico 8: spread vs plazo de emisiones Lower Tier II en EUR con rating A+, A y A-



Como puede comprobarse en el gráfico 8 anterior (datos del promedio de spread vs swaps entre 6 de febrero y 6 de marzo, tomados de Bloomberg para 63 emisiones Lower Tier II en EUR), las curvas de spread vs plazo para emisiones de deuda subordinada *Lower Tier II* con ratings A+, A y A- apenas describen pendiente entre distintos plazos. Teniendo en cuenta esta relación, **asumimos una pendiente nula entre los spreads vs swaps de emisiones *Lower Tier II* en EUR a plazos de 10 y 15 años sin Call.**

4. Conclusiones

Según los análisis realizados del mercado secundario mayorista para una emisión de deuda subordinada *Lower Tier II* **con vencimiento a 15 años y opción de amortización al 10º año**, emitida en la actualidad por un emisor con rating BBB+ (rating de emisión Baa2/BBB), los niveles promedio de spread vs swaps calculados a vencimiento se situarían en el entorno de **530 pb**.

En tan elevados niveles juega un papel relevante la fuerte iliquidez que caracteriza al mercado de deuda subordinada bancaria mayorista “cash”, definiendo importantes diferenciales sobre la propia deuda *senior* de los emisores. El **rango** para los spreads vs swaps calculados a vencimiento para las emisiones subordinadas de las que se dispone de referencias comparativas es, en todo caso, muy amplio y está definido por **un mínimo de 465 pb y un máximo de 590 pb**.

En conclusión, el spread vs swaps calculado a vencimiento para la emisión de deuda subordinada *Lower Tier II* de Caixa Sabadell, **si consideramos simplemente el “spread a vencimiento sin la call”, se encuentra en nuestra opinión dentro del rango que define el mínimo de spreads vs swaps a vencimiento exigible para emisiones de naturaleza y calidad crediticia similar en mercados mayoristas durante el período de análisis al que se refiere este informe.**

5. Disclaimer

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

Este informe se ha realizado durante los días 10 al 16 de marzo de 2009. El trabajo realizado no incluye la actualización del informe por hechos u otras circunstancias que pudieran producirse con posterioridad a la fecha de emisión del mismo.

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



Fdo.: Daniel Manzano
Socio Analistas Financieros Internacionales

Barcelona, 21 de Abril de 2009

CAIXA SABADELL

D. Rafael Cañete De Cardenas Rubira
Director Banca Corporativa
Gràcia 17
08201 Sabadell

Apreciado Sr. Cañete:

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

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

Mientras tanto, aprovecho la ocasión para saludarle.



Guillermo Alfaro Bau
Socio-Director
Solventis

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

Valorador: **Solventis**

Fecha Informe: 21 de Abril de 2009

Índice	Pág.
1.- Introducción	3
A. Objeto del Informe.	3
B. Capacidad e Independencia de Solventis.....	3
2.- Descripción de la Emisión de Deuda Subordinada	4
3.- Análisis del Mercado por Tipología de Emisión y Emisor.....	6
A. Tipos de Emisiones	6
B. Descripción del Emisor y de sus Emisiones de Renta Fija	8
C. Mercado Primario de Deuda Senior	10
D. Mercado Primario de Deuda Subordinada.....	12
E. Mercado Primario de Participaciones Preferentes.....	14
F. Mercado Secundario de Deuda Senior, Subordinada y Preferentes	16
4.- Análisis de las Condiciones de la Emisión de Deuda Subordinada	22
5.- Conclusiones	24
Anexo 1: Métodos de Valoración.....	25
- Modelo de Hull & White	26
- Proceso de Calibración del Modelo de Hull & White.....	27
Anexo 2: Datos de Mercado Utilizados	29

1.- Introducción

El presente informe ha sido elaborado por Solventis, a petición de CAIXA SABADELL, a partir de la información suministrada por la propia entidad y de la información registrada en la CNMV. Los datos de mercado utilizados para este análisis han sido observados con fecha 21 de abril de 2009.

A. Objeto del Informe.

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

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

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

B. Capacidad e Independencia de Solventis.

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

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

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

2.- Descripción de la Emisión de Deuda Subordinada

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

- Emisor: Caixa d'Estalvis de Sabadell
- Rating Emisor: Corto plazo: Fitch F2
Largo plazo: Fitch BBB+
- Garante y naturaleza de la garantía: Por las características propias de las emisiones subordinadas, en cuanto al orden de prelación de créditos, esta emisión se sitúa después de todos los acreedores comunes de la Entidad, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 12.1 h) del Real Decreto 216/2008 de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras. No goza de preferencia en el seno de la Deuda Subordinada del Emisor, cualquiera que sea la instrumentación y fecha de la deuda.
- Naturaleza de los Valores: Deuda Subordinada
- Divisa de la Emisión: EUR
- Importe Nominal: 35.000.000 Euros
- Precio de Emisión: 100%
- Fecha Prevista de Emisión: Junio 2009
- Remuneración: Cupones Fijos y Variables
- Cupón: 7,50% nominal anual fijo, pagadero trimestralmente durante los dos primeros años.

Tipo Euribor a tres meses más un diferencial del 5,25% a partir del tercer año hasta el décimo año y un Tipo Euribor a tres meses más un diferencial del 6,00% a partir del undécimo año hasta la fecha de amortización.

La fijación del tipo de interés será a las 11:00 horas de dos días hábiles TARGET antes de la fecha de inicio de cada periodo de interés.
- Base Cálculo Intereses: Act/365
- Fechas de pago de los cupones: Los intereses se liquidarán por trimestres vencidos en aquellos días del ciclo trimestral que finalmente se establezcan.

- Fecha de Amortización: Quince años desde la fecha de emisión (Junio 2024).
- Sistema de Amortización: A la par al vencimiento o en la fecha de amortización anticipada correspondiente.
- Amortización anticipada: Opción de Amortización anticipada del emisor a partir del décimo año desde la fecha de emisión y en cada una de las fechas de pago de intereses posteriores a dicha fecha, previa autorización del Banco de España.
- Colectivo a los que se dirige la emisión: La totalidad para público en general
- ISIN: -

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

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

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

Esta emisión se sitúa por delante, en su caso, de las acciones o cuotas participativas y participaciones preferentes emitidas o garantizadas por CAIXA SABADELL.

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

A. Tipos de Emisiones:

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

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

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

Otros valores de renta fija son:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

En las tablas siguientes, recogemos las principales referencias de renta fija emitidas por CAIXA SABADELL (se excluye del inventario las emisiones de pagarés y las emisiones no cotizadas en AIAF):

– Bonos y Obligaciones Seniors:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0314973035	01-ago-08	01-feb-10	Variable	3,501	n.d.	100.000.000,00
XS0256140202	30-may-06	30-may-21	Variable	1,348	n.d.	100.000.000,00
						200.000.000,00

– Obligaciones Subordinadas:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0214973036	25-oct-02	01-oct-12	Variable	1,320	n.d.	30.000.000,00
ES0214973069	15-feb-07	15-feb-17	Variable	2,399	n.d.	100.000.000,00
ES0214973051	28-ene-05	28-ene-20	Variable	2,669	n.d.	50.000.000,00
ES0314973027	10-feb-00	Perpetua	Variable	4,750	n.d.	30.000.000,00
						210.000.000,00

– Participaciones Preferentes:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0101339002	01-dic-04	Perpetua	Variable	1,943	n.d.	75.000.000,00
ES0101339028	14-jul-06	Perpetua	Variable	4,603	n.d.	90.000.000,00
						165.000.000,00

Las emisiones de renta fija de CAIXA SABADELL en circulación no representan una referencia lo suficientemente valida como para establecer, de una forma precisa, si las condiciones de una nueva emisión de Deuda Subordinada se ajustan a la situación actual de mercado. Los motivos que nos llevan a esta afirmación son fundamentalmente los siguientes:

1. No es posible observar en mercado niveles de cotización para ninguna de las referencias de deuda vivas.
2. Las emisiones de Obligaciones Subordinadas y Participaciones Preferentes no tienen un mercado secundario activo que permitan establecer niveles de spreads implícitos para una nueva emisión.

C. Mercado Primario de Deuda Senior:

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

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

Cuadro 1: Emisiones de Deuda Senior con Aval del Estado Español del Mercado Primario (2008-09)

ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Tipo Referencia	Nominal Emitido	Fecha Vto.	Spread Implícito
ES0314970098	La Caixa	AA-	Tipo Fijo 3,375	2.000M	03/02/2012	80pb
ES0314950454	Caja Madrid	AA-	Tipo Fijo 3,125	2.000M	20/02/2012	78pb
ES0313790000	Banco Popular	AA	Tipo Fijo 3,000	1.500M	23/02/2012	77pb
ES0313679450	Bankinter	A+	Tipo Fijo 3,000	1.500M	24/02/2012	77pb
ES0313770077	Banco Pastor	A	Tipo Fijo 3,000	1.000M	02/03/2012	75pb
ES0314840168	Caixa Catalunya	A	Tipo Fijo 3,000	1.500M	05/03/2012	75pb
ES0314977275	Bancaja	A-	Tipo Fijo 3,000	1.500M	12/03/2012	80pb
ES0314958051	Caixanova	A-	Tipo Fijo 3,125	1.000M	19/03/2012	85pb
ES0314400096	CAM	A-	Tipo Fijo 3,125	1.500M	26/03/2012	90pb
ES0314843303	Caixa Galicia	A	Tipo Fijo 3,25	1.250M	17/04/2012	95pb
ES0313790026	Banco Popular	AA	Tipo Fijo 3,00	2.000M	24/04/2012	83pb

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

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

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

ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Tipo Referencia	Nominal Emitido	Fecha Vto.	Spread Implícito
XS0405121368	BNP	AA+	Tipo Fijo 5,000	1.500M	16/12/2013	160pb
XS0405713883	Intesa Sanpaolo	AA-	Tipo Fijo 5,375	1.250M	19/12/2013	195pb
XS0404952078	Societe Generale	AA-	Tipo Fijo 5,125	1.000M	19/12/2013	185pb
XS0408165008	Unicredit	A+	Tipo Fijo 5,250	1.000M	14/01/2014	210pb
FR0010709097	HSBC	AA	Tipo Fijo 4,875	1.500M	15/01/2014	175pb
XS0408528833	BBVA	AA	Tipo Fijo 4,875	1.000M	23/01/2014	180pb
XS0408832151	Rabobank	AAA	Tipo Fijo 4,375	5.000M	22/01/2014	150pb
DE000CB899M6	Commerzbank	A	Tipo Fijo 5,000	1.500M	06/02/2014	210pb
PTCG1LOM007	Caixa Geral de Depositos	A+	Tipo Fijo 5,125	1.250M	19/02/2014	225pb
XS0413601351	Rabobank	AAA	Tipo Fijo 4,750	1.500M	15/01/2018	150pb
XS0413822106	Neder Waterschapsbank	AAA	Tipo Fijo 2,750	1.500M	21/02/2011	73pb

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

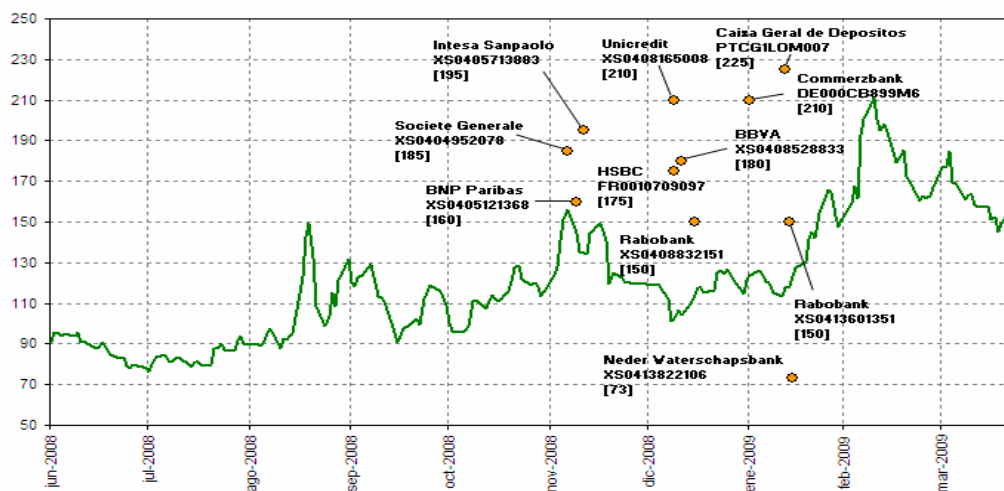
Del análisis de estas emisiones de Deuda Senior efectuadas en los últimos meses, podemos concluir que no es posible encontrar referencias que por equivalencia se ajusten a las condiciones de una posible emisión de CAIXA SABADELL (Fitch BBB+).

Una posible referencia emitida por una entidad similar, sería una emisión realizada el 29 de Octubre de 2008 por Caja Ávila (ES0314910037) referenciada al Euribor a 3 meses más un diferencial de 180 puntos básicos a un plazo de 2 años.

Sin embargo, por coherencia con los niveles observados y la evolución reciente del mercado para este tipo de instrumentos (ver Gráfico 1), para una emisión de este tipo, a realizar por el emisor objeto del informe, el mercado posiblemente espere unos diferenciales superiores a los 260 puntos básicos.

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

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



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

D. Mercado Primario de Deuda Subordinada:

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

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

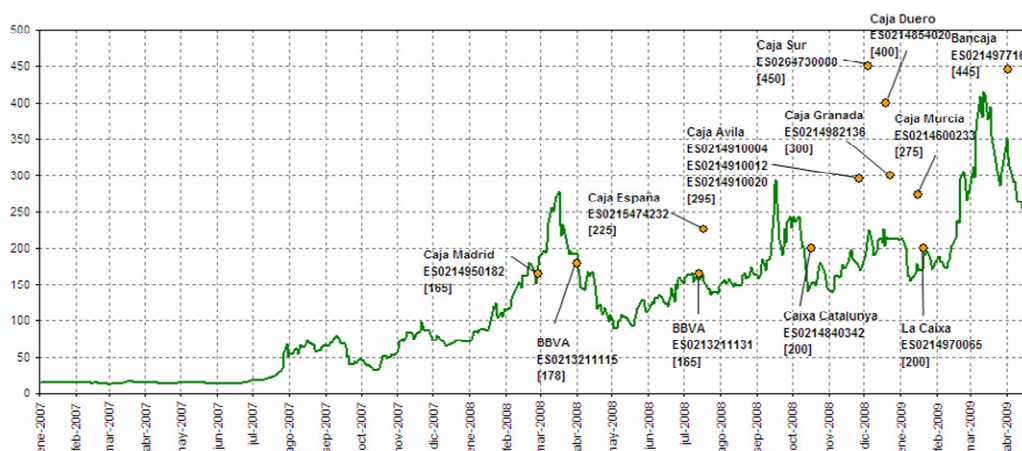
ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Tipo Referencia	Nominal Emitido	Fecha Vto.	Spread Implícito
ES0214950182	Caja Madrid	AA-	Tipo Fijo 5.755 hasta 2023, después Tipo Variable EUR3M+165	100M	26/02/2028	165pb
ES0213211131	BBVA	AA-	Tipo Fijo 6,20	100M	04/07/2023	165pb
ES0213211115	BBVA	AA-	Tipo Fijo 6,025 hasta 2028, después Tipo Variable EUR3M+178	125M	03/03/2033	178pb
ES0215474232	Caja España	A-	Tipo Fijo 7,50	200M	28/08/2018	225pb
ES0214840342	Caixa Catalunya	A	Tipo Fijo 7.00 hasta 2009, después Tipo Variable EUR3M+200 (step-up de 75pb a los 5 años)	500M	18/12/2018	200pb
ES0214910004	Caja Ávila	BBB+	EUR12M+295 (step-up de 75pb a los 5 años)	30M	24/10/2018	295pb
ES0214910012	Caja Ávila	BBB+	EUR12M+295 (step-up de 50pb a los 5 años)	15M	29/10/2018	295pb
ES0214910020	Caja Ávila	BBB+	EUR12M+295 (step-up de 75pb a los 5 años)	40M	26/11/2018	295pb
ES0264730088	Caja Sur	BBB+	EUR6M+450 (step-up de 75pb a los 5 años)	165M	28/11/2018	450pb
ES0214854020	Caja Duero	A	EUR3M+400 (step-up de 50pb a los 5 años)	132,50M	19/12/2018	400pb
ES0214982136	Caja Granada	A-	EUR3M+300 (step-up de 75pb a los 5 años)	120M	16/03/2019	300pb
ES0214600233	Caja Murcia	A+	Tipo Fijo 5.952 el primer cupón, después Tipo Variable EUR6M+275 (step-up de 75pb a los 5 años)	50M	30/12/2018	275pb
ES0214970065	La Caixa	AA-	Tipo Fijo 6.00 hasta 2010, después Tipo Variable EUR3M+200 (Cap 6% / Floor 4%)	2.500M	27/02/2019	200pb
ES0214977169	Bancaja	A-	Tipo Fijo del 7.25% hasta 2011, después Tipo Variable EUR3M+390 (step-up de 75pb a los 5 años)	1.000 M	06/07/2019	445pb

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

Las últimas emisiones realizadas por Caja Ávila o Caja Sur (mismo rating) y Caja Granada, Caja Duero, Caja Murcia o Bancaja (mejor rating) podrían indicarnos un incremento de los spreads esperados por el mercado para este tipo de emisiones para una entidad como CAIXA SABADELL, a tenor además de la reciente evolución del mercado de crédito para deuda subordinada (ver Gráfico 2). Por ello, en nuestra opinión actualmente el rango podría situarse por encima de los 450 puntos básicos.

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

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



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

E. Mercado Primario de Participaciones Preferentes:

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

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

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

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

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

Cuadro 5: TIR estimadas para las Emisiones de Participaciones Preferentes

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

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

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

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

A modo de ejemplo, en el Cuadro 6 siguiente se recogen los spreads implícitos de algunas referencias de deuda senior emitidas por entidades financieras españolas. Como se puede observar, los rangos de spreads implícitos para algunas emisiones son muy amplios (50.6 puntos básicos de promedio) y los spreads medios se sitúan en un nivel entorno a los 198.62 puntos básicos.

Cuadro 6: Emisiones de Deuda Senior en Mercado Secundario Español

ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
XS0244150743	BBVA	Aa1	24/02/2011	122.7 - 153.7
XS0247647539	Banco Santander	Aa1	23/03/2011	143.4 - 175.9
ES0313540025	Banesto	Aa2	22/02/2010	93.9 - 133.5
ES0314950280	Caja Madrid	Aa3	24/05/2010	217.3 - 279.9
ES0313860134	Banco Sabadell	Aa3	26/10/2011	311.1 - 437.9
ES0313679427	Bankinter	Aa3	18/11/2010	250.2 - 260.2
ES0314600083	Caja Murcia	A1	06/04/2010	154.1 - 192.8
ES0315306003	Caja Rural Mediterráneo	A1	26/09/2010	140.2 - 200.8
ES0314965007	Caja Navarra	A2	27/05/2010	165.8 - 202.9
ES0315316002	Caja Rural Navarra	A2	24/11/2011	100.7 - 190.4
ES0358197004	Caja Sol	A3	14/07/2010	207.1 - 235.2

Fuente: Tradeweb

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

El mercado cotiza, para estas referencias de deuda observadas, con unos diferenciales muy parecidos (30.35 puntos básicos de promedio), y los spreads medios se sitúan con un nivel entorno a los 216.15 puntos básicos.

Cuadro 7: Emisiones de Deuda Senior del Mercado Secundario Europeo

ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
XS0304159576	Rabobank	AA+	06/06/2022	123.3 - 134.7
XS0405121368	BNP Paribas	AA	16/12/2013	85.7 - 104.1
XS0356838523	Credit Agricole	AA-	08/04/2011	75.8 - 94.8
XS0304508921	Intesa Sanpaolo	AA-	15/06/2017	134.7 - 157.2
DE000DB5S5U8	Deutsche Bank	AA-	31/08/2017	158.9 - 167
XS0297541285	Credit Mutuel	AA-	27/04/2017	157.1 - 193.6
XS0404952078	Societe Generale	AA-	19/12/2013	136.1 - 156
XS0254035768	Abn Amro Bank	AA-	11/05/2016	156.4 - 228.8
XS0215743252	Sanpaolo	AA-	01/04/2015	138 - 158.8
XS0321334442	Credit Suisse	AA-	18/09/2017	191.6 - 222.6
XS0365381473	Bank of Scotland	AA-	23/05/2013	309.2 - 342.2
XS0354788258	DNB Nor Bank	A+	28/03/2011	124.9 - 152.9
BE0932900518	Fortis Bank	A+	30/05/2014	179.3 - 246.3
XS0408165008	Unicredit	A+	14/01/2014	167.4 - 189.5
XS0303396062	ING	A+	31/05/2017	248.1 - 281.6
XS0359388690	UBS	A+	18/04/2018	227.5 - 262.1
XS0210918123	Banca Monte dei Paschi di Siena	A	02/02/2015	101.9 - 139.2
DE000DR0RR60	Dresdner Bank	A	27/02/2012	187 - 201.7
DE000CB899M6	Commerzbank	A	06/02/2014	157.5 - 167.5
DE0008016502	Deutsche Post	A-	30/01/2014	153.9 - 175.4
XS014222198	Fortis Finance	BBB	25/01/2012	364.5 - 433.6

Fuente: Tradeweb

En cuanto al mercado secundario de Deuda Subordinada Simple (Cuadro 8), se recogen los spreads implícitos de algunas referencias emitidas por entidades financieras españolas. La realidad es que no son excesivamente líquidas, y no es posible encontrar niveles de referencia para todas las emisiones de Deuda Subordinada emitidas por las diferentes entidades españolas. Los spreads medios para el rango de emisiones analizadas se sitúan en 496.99 puntos básicos.

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

ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
XS0108324202	BBVA	AA	25/02/2010	256.1 - 359.4
XS0108576785	Santander	AA	05/07/2010	199.2 - 313.5
ES0214950059	Caja Madrid	A	04/10/2012	615.1 - 797.6
ES0214954150	Ibercaja	A+	25/04/2019	730.5 - 750.1
ES0214100002	Bilbao Vizcaya Kutxa	A	28/09/2015	465.5 - 482.9

Fuente: Tradeweb

Si observamos los spreads implícitos de algunas de las cotizaciones de las emisiones de bonos y obligaciones subordinadas simples (Lower Tier II) emitidas por entidades europeas (ver cuadro 9). Los spreads medios se sitúan en niveles cercanos a los 417.80 puntos básicos de promedio.

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

ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
XS0283256062	BNP Paribas	AA-	22/01/14	331.3 - 373.8
XS0118485670	Credit Suisse	AA-	05/10/10	272.4 - 412.1
XS0158876564	Sanpaolo	A+	13/12/12	291.4 - 402.8
XS0094515953	Abbey National	A+	11/02/11	426.4 - 645.9
DE0003933263	Deutsche Bank	A+	31/01/13	230.4 - 326.1
NL0000113140	ING	A+	04/01/13	461.2 - 504.2
XS0167127447	Royal Bank of Scotland	A+	22/04/15	664.1 - 730.5
XS0124750471	Bank Austria	A+	22/02/13	700.5 - 842.5
XS0365303675	Intesa Sanpaolo	A+	28/05/13	649.3 - 668.8
XS0129239454	Banco Espírito Santo	A+	17/05/11	396.6 - 512.4
XS0127011798	BCP	A+	29/03/11	441.7 - 525.2
DE0006288921	Commerzbank	A+	02/05/11	381.4 - 490.6
XS0353643744	HSBC	A+	19/03/18	299.5 - 323.7
XS0142908770	Societe Generale	A+	13/02/12	136.1 - 277.9
NL0000118024	ABN Amro	A	28/06/10	290.4 - 439.9
FR0000486730	Credit Mutuel	A	19/07/13	506.3 - 665.5
XS0165867226	Barclays Bank	A	31/03/13	382.1 - 545.6
BE0933514839	Fortis Bank	A	04/10/17	400.2 - 432.6
XS0143731445	Unicredit	A	28/02/12	259.2 - 397.7
XS0326869665	Bayerische Landesbank	A	23/10/17	495.8 - 565.7
XS0200985207	UBS	A	16/09/14	799.3 - 853.2
XS0336634711	Danske Bank	A-	20/03/13	1009.4 - 1069.6
XS0255820804	B. Monte dei Paschi di Siena	A-	31/05/16	335.1 - 435.2
DE0005934426	Bayerische Hypo	A-	05/02/14	513.5 - 578.2

Fuente: Tradeweb

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

En ellos observamos que el nivel promedio de los spreads implícitos de las emisiones de Deuda Subordinada a lo largo del 2009 se ha situado en los 500 puntos básicos. Oscilando desde unos niveles mínimos cercanos a los 361 puntos básicos hasta unos máximos cercanos a los 663 puntos básicos.

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

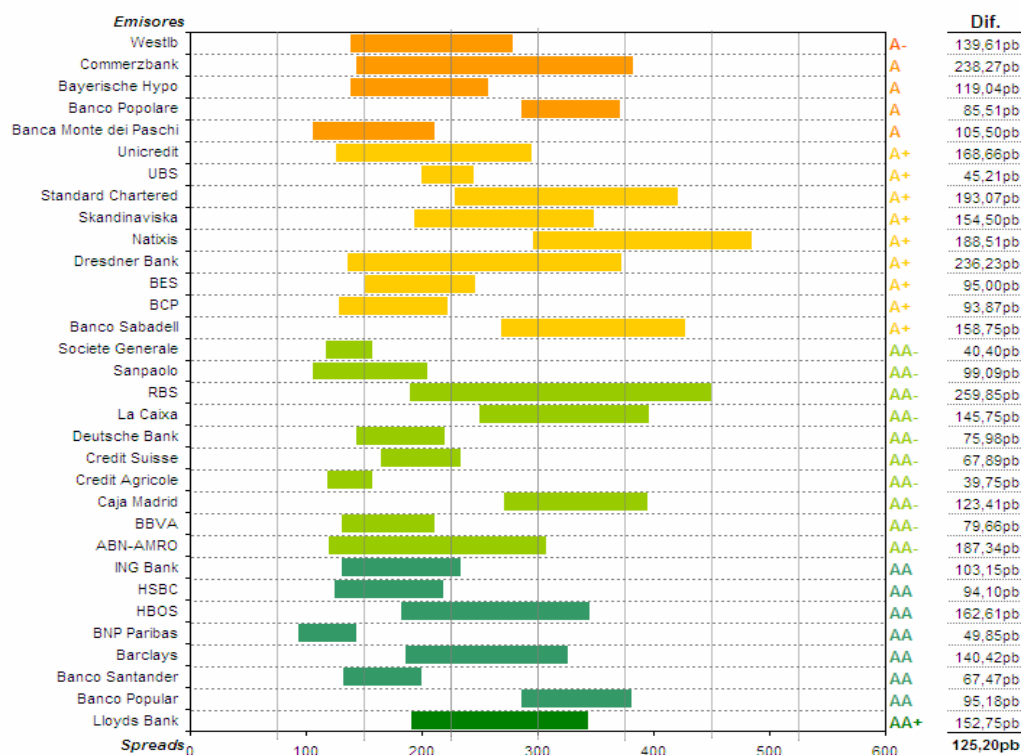
Índices Europeos Niveles Asset Swap Deuda Subordinada (Lower Tier II)	Último Precio	Promedio 2009	Nivel Mínimo 2009	Nivel Máximo 2009
CS Bank Capital Euro Lower Tier II	615,00	578,03	417,30	777,80
Merrill Lynch Euro Sub-Debt Lower Tier 2	619,00	528,53	399,00	681,00
JPMorgan Euro SUSI Index AA Banks Lower Tier II	426,21	398,32	277,47	533,09
JPMorgan Euro SUSI Index A Banks Lower Tier II	534,99	496,19	352,27	660,75
Niveles Promedio	548,80	500,27	361,51	663,16

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

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

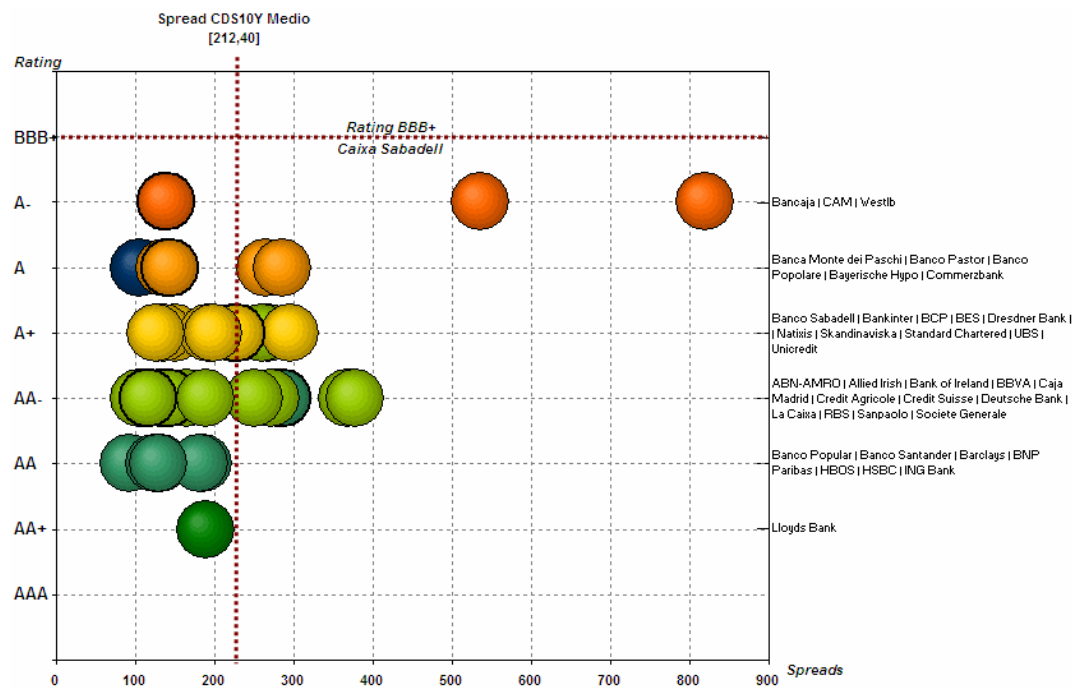
- El spread crediticio medio de los CDS a 10 años para las emisiones de Deuda Senior se encuentra alrededor de los 212,40 pb.
- El spread crediticio medio de los CDS a 10 años para las emisiones de Deuda Subordinada se encuentra alrededor de los 319,52 pb.
- Los diferenciales promedio entre los spreads crediticios de la Deuda Senior y la Deuda Subordinada para aquellos emisores con niveles cotización en ambos tipos de emisiones son de 125,20 pb (1.5043 veces).

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



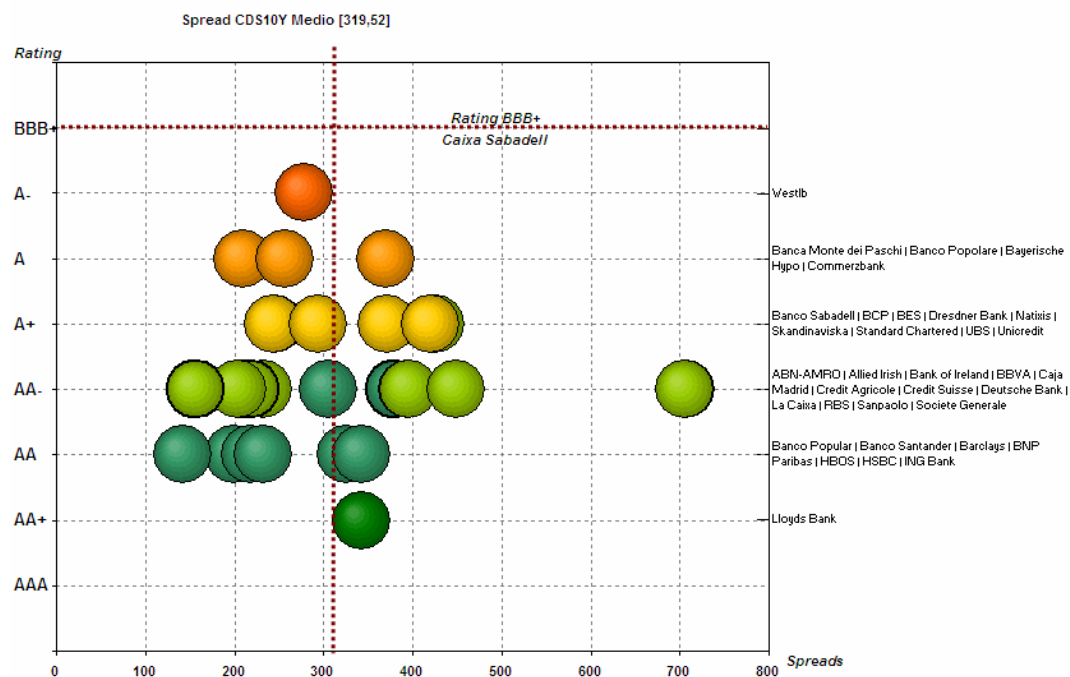
Fuente: Elaboración Propia y CMA

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



Fuente: Elaboración Propia y CMA

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



Fuente: Elaboración Propia y CMA

En este mercado no es posible observar referencias de CDS (Credit Default Swap) sobre CAIXA SABADELL, pero sí que disponemos de referencias de emisores con rating similar para emisiones de Deuda Senior a un plazo de 5 años con niveles comprendidos entre los 260 y 400 puntos básicos. Estos niveles, aunque con un diferencial muy amplio, pueden servir de base para el análisis de la emisión objeto del presente informe.

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

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

	Mercado Primario	Mercado Secundario	CDS
Deuda Aval Estado	± 85 pb	-	-
Deuda Senior	> 260 pb	225 - 350	260 - 400
Deuda Subordinada	> 450 pb	325 - 525	410 - 550
Participaciones Preferentes	-	-	-

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

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

Fecha Inicio	Fecha Final	Periodicidad Pagos	Base	Fijación Tipo Referencia	Opción de Cancelación	Cupón
15/06/2009	15/06/2011	Trimestral	Act/365	-	No	7,5000%
15/06/2011	15/06/2019	Trimestral	Act/365	2 días hábiles anteriores a la fecha de inicio de cada período trimestral	No	EUR3M+525pb
15/06/2019	15/06/2024	Trimestral	Act/365	2 días hábiles anteriores a la fecha de inicio de cada período trimestral	Si (en cada período trimestral)	EUR3M+600pb

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

- Spread Implícito si la emisión fuera amortizada el 10º año (15/06/2019): en este caso el spread implícito de la emisión estaría entorno a los 535 puntos básicos (ver Cuadro 11).

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

21/04/2009		Spread Emisión (sobre EUR3M)								
		325 pb	375 pb	425 pb	475 pb	525 pb	575 pb	625 pb	675 pb	725 pb
Spread Crediticio Emisor	350 pb	98,79	102,48	106,16	109,85	113,54	117,23	120,92	124,61	128,30
	400 pb	95,21	98,81	102,42	106,03	109,64	113,24	116,85	120,46	124,06
	450 pb	91,78	95,31	98,84	102,37	105,89	109,42	112,95	116,48	120,00
	500 pb	88,51	91,96	95,41	98,86	102,31	105,76	109,21	112,66	116,11
	525 pb	86,92	90,33	93,75	97,16	100,57	103,98	107,40	110,81	114,22
	550 pb	85,37	88,74	92,12	95,50	98,87	102,25	105,62	109,00	112,37
	575 pb	83,85	87,19	90,53	93,87	97,21	100,55	103,89	107,23	110,56
	600 pb	82,37	85,67	88,97	92,28	95,58	98,88	102,19	105,49	108,79
	650 pb	79,49	82,72	85,96	89,19	92,42	95,66	98,89	102,12	105,35
	700 pb	76,74	79,90	83,07	86,23	89,40	92,56	95,73	98,89	102,06
	750 pb	74,10	77,20	80,30	83,40	86,50	89,60	92,70	95,79	98,89

- Spread Implícito analizando la emisión a vencimiento e introduciendo en el análisis el valor de la opción de cancelación del emisor a partir del 10º año: en este caso el spread implícito de la emisión estaría también entorno a los 535 puntos básicos.

- c. Spread Implícito analizando la emisión a vencimiento pero sin introducir en el análisis el valor de la opción de cancelación del emisor a partir del 10º año: en este caso el spread implícito de la emisión estaría alrededor de los 550 puntos básicos (ver Cuadro 12).

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

21/04/2009		Spread Emisión (sobre EUR3M Step-Up año 10 +75pb)								
		325 pb	375 pb	425 pb	475 pb	525 pb	575 pb	625 pb	675 pb	725 pb
Spread Crediticio Emisor	350 pb	99,91	104,45	109,14	113,83	118,52	123,21	127,90	132,59	137,28
	400 pb	95,18	99,93	104,27	108,82	113,37	117,91	122,46	127,01	131,55
	450 pb	90,86	95,28	99,94	104,10	108,51	112,92	117,33	121,74	126,15
	500 pb	86,80	91,08	95,37	99,95	103,93	108,21	112,49	116,77	121,05
	525 pb	84,86	89,08	93,30	97,52	101,73	105,95	110,17	114,38	118,60
	550 pb	82,98	87,14	91,29	95,45	99,95	103,76	107,91	112,07	116,23
	575 pb	81,15	85,25	89,34	93,44	97,53	101,63	105,72	109,82	113,92
	600 pb	79,38	83,42	87,45	91,49	95,52	99,96	103,60	107,63	111,67
	650 pb	75,99	79,91	83,83	87,75	91,67	95,60	99,97	103,44	107,36
	700 pb	72,79	76,60	80,41	84,22	88,04	91,85	95,66	99,97	103,28
	750 pb	69,77	73,48	77,18	80,89	84,60	88,31	92,01	95,72	99,98

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

- Cupones del 7,50% los dos primeros años = 0,95%
- Cupones EUR3M+435pb a partir del tercer año = 2,98%
- Cupones EUR3M+510pb a partir del undécimo año = 1,57%

TOTAL 5,50%

Para obtener estos resultados de valoración de estos instrumentos financieros se han utilizado métodos de simulación de curvas de tipos de interés basados en los modelos de Hull & White (ver Anexo 1) en base a los datos de mercado observados en la fecha de valoración del 21 de abril de 2009 (ver Anexo 2).

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

5.- Conclusiones

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

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

La validez de este análisis y sus conclusiones se encuentran supeditadas a las circunstancias de mercado descritas y a la información de mercado existente a la fecha de elaboración del presente informe (21 de abril de 2009). Si las circunstancias de mercado cambiaran sustancialmente con respecto a lo aquí recogido, las conclusiones de este informe podrían en consecuencia variar.

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

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

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

Anexo 1: Métodos de Valoración

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

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

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

donde,

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

R es la Tasa Interna de Rentabilidad (TIR).

n es el número total de flujos.

t_i son las fechas de pago de los flujos.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

– **Modelo de Hull & White:**

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

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

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

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

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

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

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

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

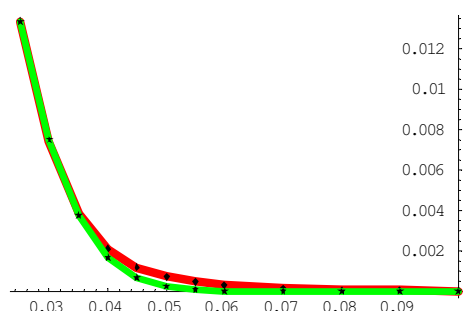
Estos datos permiten valorar, utilizando modelos analíticos (Black 76), las opciones sobre Swaps, Caps y Floors. De esta forma se obtienen unos precios de referencia para estas estructuras.

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

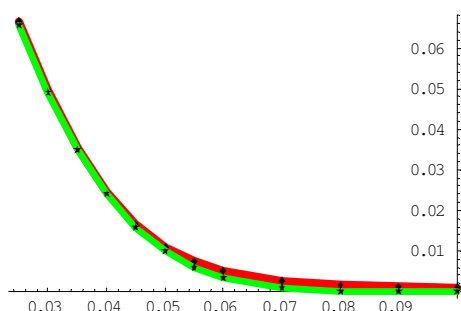
Las incógnitas del problema son variables temporales, es decir funciones que dependen del tiempo, que condicionan el árbol trinomial. Estas incógnitas son la parte determinista de la evolución de los tipos (drifts), la velocidad de reversión a la media y la volatilidad.

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

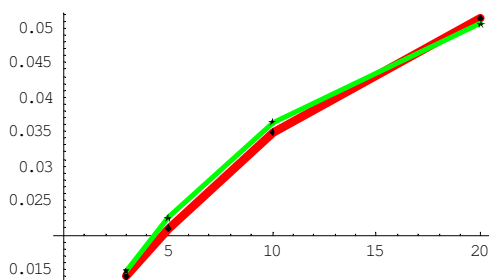
Opciones sobre Caps a 2 años



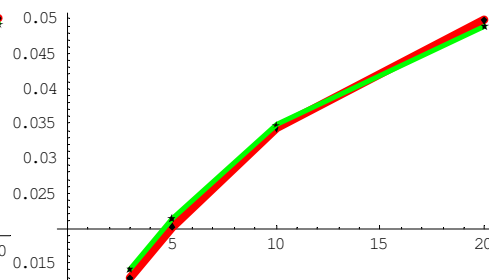
Opciones sobre Caps a 5 años



Opciones sobre Swaps a 5 años



Opciones sobre Swaps a 10 años



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

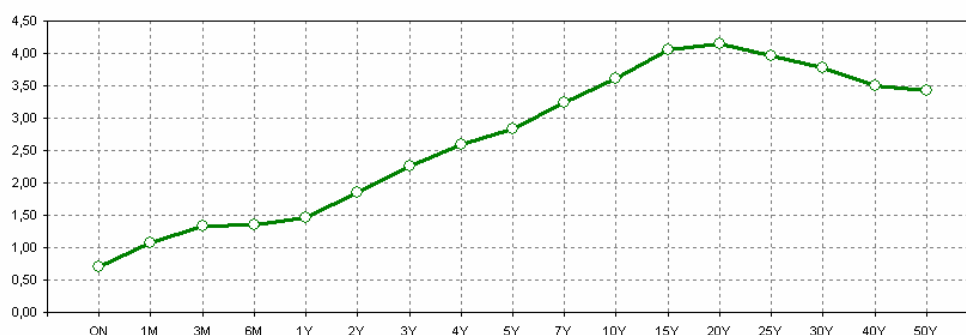
Una vez calibrado el modelo a una fecha de valoración concreta, se dispone de un árbol trinomial sobre el cuál poder construir y simular una estructura concreta de comportamiento de los tipos de interés, de forma que es posible introducir condicionales de pago complejos dentro de los flujos de pago de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

Anexo 2: Datos de Mercado Utilizados

Los parámetros de mercado utilizados para calibrar el modelo de Hull & White y para valorar los instrumentos financieros objeto del presente informe a la fecha señalada (21 de Abril de 2009), han sido los siguientes:

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

ON	1M	3M	6M	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	25Y	30Y	40Y	50Y
0,7097	1,0692	1,3422	1,3455	1,4623	1,8525	2,2681	2,5862	2,8410	3,2368	3,6129	4,0593	4,1400	3,9655	3,7799	3,5003	3,4219



- Volatilidades Caps/Floors EUR:

Plazo \ Strike	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%	6,00%	7,00%	8,00%	9,00%
1Y	51,13	39,09	46,00	52,62	57,84	62,06	65,57	68,51	71,11
2Y	51,69	36,48	33,82	35,81	38,69	41,39	43,76	45,83	47,66
3Y	47,72	33,40	27,90	24,24	24,88	26,54	28,27	29,88	31,33
4Y	44,89	31,80	24,78	21,84	22,12	23,58	25,08	26,48	27,64
5Y	42,76	30,51	23,45	20,15	19,94	21,00	22,29	23,54	24,69
6Y	41,21	29,63	22,64	18,97	18,23	18,97	20,19	21,27	22,35
7Y	40,22	29,05	22,13	18,30	17,19	17,72	18,76	19,87	20,92
8Y	39,50	28,60	21,78	17,86	16,46	16,83	17,82	18,89	19,92
9Y	38,94	28,26	21,52	17,51	15,94	16,17	17,09	18,14	19,16
10Y	38,44	27,96	21,33	17,27	15,53	15,60	16,45	17,47	18,46
12Y	37,63	27,49	21,02	16,92	14,92	14,71	15,40	16,34	17,28
15Y	36,68	26,90	20,68	16,60	14,41	13,92	14,44	15,28	16,16
20Y	35,24	26,01	20,17	16,34	14,30	13,88	14,38	15,18	16,00

- Volatilidades de EUR Swaptions:

Opción \ Swap	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y	15Y	20Y
1M	37,99	34,66	31,80	31,43	31,37	29,86	28,95	28,39	28,07	28,14	27,01	28,15
3M	40,92	34,81	31,67	31,67	31,40	30,30	29,30	29,53	29,24	29,03	27,65	29,06
6M	38,96	33,57	29,18	28,64	28,04	27,47	27,29	27,29	27,30	27,32	26,18	27,47
1Y	29,08	27,37	25,66	24,78	24,29	24,06	23,98	24,03	24,14	24,27	23,03	23,72
2Y	22,76	21,24	20,41	19,78	19,74	19,81	20,02	20,35	20,73	20,90	19,89	20,50
3Y	20,01	19,09	18,21	18,04	17,91	17,93	18,06	18,34	18,59	18,73	18,19	19,06
4Y	18,00	17,35	16,82	16,93	16,88	16,83	16,89	17,02	17,22	17,28	17,20	18,13
5Y	16,27	15,90	15,77	16,03	16,05	15,99	15,95	15,90	15,96	15,98	16,21	17,22
7Y	15,01	14,88	14,78	14,80	14,74	14,57	14,47	14,46	14,47	14,54	15,32	16,43
10Y	13,51	13,43	13,36	13,34	13,46	13,46	13,52	13,64	13,79	13,97	15,13	16,26
15Y	13,05	13,47	13,68	14,13	14,67	14,87	15,15	15,46	15,80	16,14	17,47	18,51
20Y	17,14	17,88	18,29	18,81	19,28	19,29	19,34	19,38	19,44	19,52	20,41	20,93
25Y	20,49	20,84	20,80	20,81	20,84	20,80	20,78	20,79	20,80	20,79	20,81	20,26
30Y	21,08	21,23	21,13	21,05	20,95	20,98	20,92	20,83	20,71	20,56	19,25	18,54

Solventis

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

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

grupo@solventis.es
www.solventis.es