

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

Calle Miguel Ángel 11

28014 Madrid

D. Jose Luis Negro Rodríguez, en nombre y representación de Banco de Sabadell,S.A, con domicilio social en Sabadell (Barcelona),Plaza Sant Roc, 20 y N.I.F A-08000143

CERTIFICA

Que el ejemplar de las Condiciones Finales y del resumen tríptico de la Emisión de Bonos Simples Febrero 2012 de Banco de Sabadell,S.A. que se acompaña a la presente coinciden exactamente con el obrante en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Asimismo, por la presente se autoriza a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que las Condiciones Finales y el resumen tríptico sea puesto a disposición del público a través de su página *web*.

Y para que así conste surta los efectos oportunos, en Sant Cugat del Vallés a 31 de Enero de 2012

Banco de Sabadell,S.A.

p.p.

José Luis Negro Rodríguez

Interventor General de Banco de Sabadell, S.A

CONDICIONES FINALES

Emisión de Bonos Simples Febrero 2012

de

Banco de Sabadell, S.A.

Importe Nominal: 300.000.000 de Euros

ampliable a 500.000.000 de Euros

Febrero de 2012

**Emitida bajo el Folleto Base de
Valores No Participativos 2011, aprobado y registrado por la
Comisión Nacional de Mercado de Valores el día 29 de marzo de 2011.**

**EMISIÓN DE BONOS SIMPLES FEBRERO 2012 DE
BANCO DE SABADELL, S.A.
POR UN IMPORTE NOMINAL DE 300.000.000 DE EUROS AMPLIABLE A
500.000.000 DE EUROS**

1. INTRODUCCIÓN

Estas condiciones finales (las "**Condiciones Finales**") tienen por objeto la descripción de las características de los valores que se emiten (los "**Valores**" o los "**Bonos**").

Las presentes Condiciones Finales se complementan con el Folleto Base de Valores no Participativos 2011, registrado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 29 de marzo de 2011 (el "**Folleto Base**") y el Documento de Registro inscrito en la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("**CNMV**") con fecha 29 de Marzo de 2011 y deben leerse en conjunto con los mismos.

2. PERSONAS RESPONSABLES DE LA INFORMACIÓN

Los Valores descritos en estas Condiciones Finales se emiten por Banco de Sabadell, S.A., con domicilio social en Sabadell 08201, Plaça Sant Roc, nº 20 y N.I.F. número A08000143 (en adelante, el "**Emisor**" o la "**Entidad Emisora**").

D. Jose Luis Negro Rodríguez, Interventor General de Banco de Sabadell, S.A., en virtud del acuerdo del Consejo de Administración de la Entidad Emisora de fecha 24 de febrero de 2011 y en nombre y representación de la Entidad Emisora, acuerda las restantes características de los Valores objeto de la presente emisión, salvo las ya especificadas en el acuerdo de emisión de fecha 24 de enero de 2012 de D. José Oliu Creus y D. Tomás Varela Muiña, y asume la responsabilidad de las informaciones contenidas en estas Condiciones Finales.

D. Jose Luis Negro Rodríguez declara que tras comportarse con una diligencia razonable para garantizar que así es, la información contenida en las siguientes Condiciones Finales es, según su conocimiento, conforme a los hechos y no incurre en ninguna omisión que pudiera afectar a su contenido.

3. DESCRIPCIÓN, CLASE Y CARACTERÍSTICAS DE LOS VALORES EMITIDOS

- *CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES*

3.1 **Emisor:** Banco de Sabadell, S.A.

3.2 **Garante y naturaleza de la garantía:** La emisión de los Bonos no tendrá garantías reales ni de terceros. La presente emisión está respaldada por la garantía patrimonial total del Emisor.

3.3 Naturaleza y denominación de los Valores:

- 3.3.1 Emisión Bonos Simples Febrero 2012 de Banco de Sabadell, S.A.
- 3.3.2 Los Valores objeto de la presente emisión podrán ser fungibles con otros bonos simples del Emisor de posterior emisión.

3.4 Divisa de la emisión: Euros.

3.5 Importe nominal y efectivo de la emisión:

- 3.5.1 **Nominal:** 300.000.000 de Euros ampliable a 500.000.000 de Euros.
- 3.5.2 **Efectivo:** 300.000.000 de Euros ampliable a 500.000.000 de Euros
- 3.5.3 Finalizado el periodo de suscripción y en el caso que al término del mismo no se hubiera suscrito el importe total de la presente emisión, éste se reduciría al importe efectivamente suscrito

3.6 Importe nominal y efectivo de los Valores:

- 3.6.1 **Nominal unitario:** 1.000 Euros.
- 3.6.2 **Precio de Emisión:** 100%.
- 3.6.3 **Efectivo inicial:** 1.000 Euros por Valor.
- 3.6.4 **Número de Valores:** 300.000 ampliable a 500.000.

3.7 Fecha de Emisión: 27 de febrero de 2012.

3.8 Tipo de interés: Los Bonos devengarán desde la Fecha de Emisión (incluida) hasta la fecha de amortización final (excluida) cupones fijos pagaderos trimestralmente, del 4,20% nominal anual.

(Información adicional sobre el tipo de interés de los Valores puede encontrarse en el epígrafe 3.13 de las presentes "Condiciones Finales")

3.9 Fecha de amortización final y sistema de amortización:

- 3.9.1 Amortización final al vencimiento de la misma, el 27 de agosto de 2013.
- 3.9.2 Amortización a la par, libre de gastos y comisiones para el tenedor.

(Información adicional sobre las condiciones de amortización de los Valores puede encontrarse en el epígrafe 3.17 de las presentes Condiciones Finales)

3.10 Opciones de amortización anticipada:

- 3.10.1 **Para el Emisor:** No existen opciones de amortización anticipada del Emisor.

- 3.10.2 **Para el inversor:** No existen opciones de amortización anticipada a petición de los inversores.
- 3.11 **Admisión a cotización de los Valores:** AIAF Mercado de Renta Fija, a través del Sistema Electrónico de Negociación de Deuda de dicho Mercado.
- 3.12 **Representación de los Valores:** Anotaciones en Cuenta gestionadas por Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A., Unipersonal (Iberclear), sita en Plaza de la Lealtad, nº1, 28014 Madrid, junto con sus entidades participantes.
- *TIPO DE INTERÉS Y AMORTIZACIÓN*
- 3.13 **Tipo de interés fijo:** Tipo de interés nominal anual del 4,20%.
- 3.13.1 **Base de cálculo para el devengo de intereses:** 30/360, no ajustado según la convención del día hábil siguiente.
- 3.13.2 **Fecha de inicio de devengo de intereses:** 27 de febrero de 2012.
- 3.13.3 **Importes Irregulares:** N.A.
- 3.13.4 **Fechas de pago de los cupones:** Los intereses se harán efectivos por trimestres vencidos, los días 27 de febrero, mayo, agosto y noviembre de cada año, siendo la primera fecha de pago el 28 de mayo de 2012 y finalizando el 27 de agosto de 2013.
- Si alguna fecha de pago no fuera día hábil, el pago se efectuará el día hábil inmediatamente posterior, sin que ello tenga repercusión de ningún tipo en la cuantía del abono. A estos efectos se entenderá por día hábil cualquier día que lo sea a efectos del sistema "TARGET2" ("*Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer*").
- 3.13.5 **Otras características relacionadas con el tipo de interés fijo:** N.A
- 3.13.6 .A fin de evaluar si las condiciones financieras de la emisión se adecuan a las condiciones de mercado teniendo en cuenta sus características Banco Sabadell ha solicitado la opinión de un experto independiente, Intermoney Valora Consulting, cuyo informe se adjunta como anexo a las presentes condiciones finales
- 3.14 **Tipo de interés variable:** N.A.
- 3.15 **Tipo de interés indexado:** N.A.
- 3.16 **Cupón Cero:** N.A.
- 3.17 **Amortización de los Valores:**
- 3.17.1 **Fecha de Amortización a vencimiento:** 27 de agosto de 2013.
- 3.17.2 **Precio:** 100% (a la par), libre de gastos para los tenedores de los Valores.

3.17.3 **Amortización Anticipada por el Emisor:** No existen opciones de amortización anticipada del Emisor.

3.17.4 **Amortización Anticipada por el tenedor:** No existen opciones de amortización anticipada a petición de los inversores.

- *RATING*

3.18 **Ratings de la Emisión:**

Rating provisional:

"BBB+ Rating Watch Negative" por Fitch Ratings España SAU

"BBB CreditWatch Negative" por Standard & Poor's Credit Market Services Europe Limited

"A3 under review for downgrade" por Moody's Investors Service España S.A.

Las agencias de calificación mencionadas han sido registradas en la European Securities and Markets Authority de acuerdo con lo previsto en el Reglamento (CE) no 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia.

Se prevé la confirmación de los rating provisionales después de la Fecha de Desembolso.

- *DISTRIBUCIÓN Y COLOCACIÓN*

3.19 **Colectivo de potenciales suscriptores a los que se dirige la emisión:** Público en general.

3.20 **Período de solicitud de suscripción:** Desde las 9:00 horas (CET) del 1 de febrero de 2012 hasta las 15:00 horas del 23 de febrero de 2012.

3.21 **Tramitación de la suscripción:** Personalmente en cualquiera de las oficinas de las Entidades Colocadoras en horario de oficina y en el caso de los inversores cualificados a través de la Tesorería del Banco Sabadell, en el teléfono 91 540 27 30.

La formulación, recepción y tramitación de las órdenes de suscripción en las oficinas, se ajustarán al siguiente procedimiento:

- Los inversores que deseen suscribir Bonos podrán formular órdenes de suscripción que deberán ser otorgadas por escrito y/o impresas mecánicamente y firmadas por el inversor interesado en el correspondiente impreso que las Entidades Colocadoras deberán facilitarle y del que se entregará copia al cliente. No se aceptará ninguna orden que no posea todos los datos identificativos del peticionario que vengan exigidos por la legislación vigente para este tipo de operaciones (nombre y apellidos o denominación social, domicilio, NIF, CIF o número de tarjeta de residencia tratándose de extranjeros con residencia en España o, en caso de tratarse de no residentes en España que no dispongan de NIF, número de pasaporte y nacionalidad). En las órdenes de suscripción formuladas

por menores de edad o cualesquiera otras personas privadas de su capacidad de obrar deberá recogerse el NIF de su representante legal pudiendo a su vez presentarse el NIF de tales personas si dispusieran del mismo.

- La oficina ante la que se formule la orden de suscripción deberá informar a los peticionarios, que de conformidad con la normativa vigente, están a su disposición las Condiciones Finales, el Folleto Base y el Documento de Registro del Emisor, y le entregarán el tríptico resumen explicativo de la operación inscrito en los registros oficiales de la CNMV, el cual, una vez analizado por el suscriptor, deberá ser visado y firmado por éste con anterioridad a la contratación de la suscripción de Bonos, que deberá ser conservado por la Entidad Colocadora que tramite la orden. La oficina ante la que se formule la orden también entregará copia de la orden de suscripción realizada y del tríptico de la emisión.
- Las órdenes de suscripción deberán reflejar el número de Bonos que desea suscribir el peticionario, que deberá ser, al menos, un Bono y el importe en Euros que se desea invertir que se confirmará mediante la orden de suscripción realizada.
- Las oficinas aplicarán de forma rigurosa la normativa MIFID, tal y como se ha implementado en la Ley del Mercado de Valores y su normativa de desarrollo, a través de las diferentes políticas y procedimientos internos definidos por las Entidades Colocadoras al efecto.
- 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. No obstante, respecto a los gastos que se deriven del mantenimiento de las mismas, las Entidades Colocadoras podrán aplicar las comisiones que tenga previstas en sus cuadros de tarifas.

- Las órdenes de suscripción no podrán ser cursadas telefónicamente ni por Internet.

Los inversores cualificados que contraten a través de la Tesorería de Banco Sabadell realizarán órdenes de suscripción mediante la práctica habitual de mercado.

Todas las órdenes de suscripción serán irrevocables, salvo en el caso de que, con carácter previo a la Fecha de Desembolso y adjudicación de los valores, de conformidad con lo dispuesto en la normativa aplicable, deba publicarse un suplemento a las presentes Condiciones Finales con motivo de cualquier nuevo factor significativo, inexactitud o error que sean relevantes, susceptible de afectar a la evaluación de los valores.

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 del correspondiente suplemento en la web de la CNMV. En ningún caso podrá ejercitarse el derecho de revocación tras la fecha de adjudicación de valores.

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

El periodo de suscripción se dará por concluido, habida cuenta que las peticiones de suscripción se atenderán por orden cronológico, en el momento en el que se cubra la emisión de Bonos.

- 3.22 **Procedimiento de adjudicación y colocación de los Valores:** Por orden cronológico. Las Entidades Colocadoras ordenarán la información correspondiente cronológicamente por fecha y hora. En el supuesto de que, en base a la información recibida, existan órdenes coincidentes en el tiempo, éstas se clasificarán por riguroso orden alfabético, en función del apartado "Nombre y apellidos o razón social del peticionario" (tomando, en el caso de personas físicas, el primer apellido) de las órdenes. En el supuesto de que la última orden que correspondiera atender se hubiera formulado por un número de Bonos superior al número que restase por adjudicar, ésta se atenderá exclusivamente por dicho resto.

Prorrateo: N.A.

- 3.23 **Fecha de Desembolso:** El 27 de Febrero de 2012, mediante adeudo en la cuenta corriente, de ahorro o a la vista, asociada a una cuenta de valores, que el suscriptor mantenga abiertas con las Entidades Colocadoras, sin que se solicite una provisión de fondos.
- 3.24 **Entidades Directoras:** N.A.
- 3.25 **Entidades Aseguradoras:** N.A.
- 3.26 **Entidades Colocadoras:** Banco de Sabadell, S.A., Banco Guipuzcoano, S.A. ,Banco Urquijo Sabadell Banca Privada, S.A..
- 3.27 **Entidades Coordinadoras:** N.A
- 3.28 **Entidades de Contrapartida y Obligaciones de Liquidez:** La liquidez de los Bonos derivará de su negociación a través del Sistema Electrónico de Negociación de Deuda de AIAF Mercado de Renta Fija, así como del contrato de liquidez entre la Entidad de Liquidez y el Emisor, en virtud del cual la Entidad de Liquidez. se compromete a introducir órdenes de compra y venta en el mercado de acuerdo con lo establecido en el citado contrato.

La Entidad de Liquidez se notificará a CNMV vía Hecho Relevante antes de la finalización del periodo de suscripción el día 23 de Febrero.

Las características del contrato de liquidez comprenderán lo siguiente, en caso contrario se especificará en el Hecho Relevante, sin perjuicio de publicar un suplemento si las modificaciones de las cláusulas pudieran afectar al precio de los bonos en el mercado.

El volumen mínimo de cada orden de compra y venta introducida por la Entidad de Liquidez será de 25.000 Euros. La diferencia entre los precios de oferta y demanda cotizados por la Entidad de Liquidez, en términos de T.I.R., no será superior al diez por ciento (10%) de la T.I.R. correspondiente a la demanda, con un máximo de cincuenta (50) puntos básicos en los mismos términos y nunca será superior al uno

por ciento (1%) en términos de precio. El cálculo de la T.I.R. se realizará conforme a los estándares de mercado en cada momento.

En casos de alteración extraordinaria de las circunstancias de mercado, la Entidad de Liquidez podrá cotizar precios de oferta y demanda cuya diferencia no se ajuste a lo establecido en el párrafo anterior.

Cuando la Entidad de Liquidez no disponga de valores que le permitan cotizar precio de venta, el precio de compra cotizado reflejará, al menos, el valor razonable y podrá tomar como referencia el precio de cierre del valor en la última sesión en la que éste se haya negociado.

La Entidad de Liquidez podrá exonerarse de sus compromisos de dotar liquidez en los siguientes supuestos:

- (a) Cuando el valor nominal de los Bonos que mantenga en su cuenta propia, adquiridos directamente en el mercado en cumplimiento de su actuación como Entidad de Liquidez, sea superior al 10% del importe nominal vivo de la Emisión.
- (b) Ante cambios en las circunstancias estatutarias, legales o económicas que afecten a los Bonos o al Emisor.
- (c) Cuando se aprecie de forma determinante una disminución significativa de la solvencia del Emisor o capacidad de pago de sus obligaciones. A estos efectos, una disminución inferior a dos niveles en la calificación crediticia actual del Emisor no se considerará una disminución de la solvencia o capacidad de pago de sus obligaciones.
- (d) Ante supuestos de fuerza mayor que hiciera excepcionalmente gravoso el cumplimiento del Contrato.

La Entidad de Liquidez se obliga a reanudar el cumplimiento de sus compromisos de dotar liquidez a los Bonos cuando las causas que hayan motivado su exoneración hayan desaparecido.

La Entidad de Liquidez comunicará al Organismo Rector del Mercado AIAF las causas que dan lugar a su exoneración temporal, indicando la fecha y hora en la que causará efecto. Del mismo modo, la Entidad de Liquidez le comunicará la fecha y hora a partir de la cual reanudará el citado cumplimiento que será obligatorio cuando dichas causas hayan desaparecido.

La Entidad de Liquidez recibirá una contraprestación por los servicios descritos en este apartado.

- 3.29 **Restricciones de venta o a la libre circulación de los Valores:** No existen restricciones a la libre circulación de los valores emitidos.
- 3.30 **Representación de los inversores:** Ver el punto 4 de las presentes Condiciones Finales.
- 3.31 **TIR para el tomador de los Valores:** 4,271%

- 3.32 **Interés efectivo previsto para el Emisor:** 4,272%. Este tipo se ha calculado asumiendo que la emisión sea en su importe máximo de 500.000.000 Euros con los siguientes gastos de la emisión :

Gastos CNMV: 5.000 Euros

Gastos AIAF: 5.000 Euros

Gastos Iberclear: 590 Euros

Total gastos de la emisión: 10.590 Euros

- *INFORMACIÓN OPERATIVA DE LOS VALORES*

- 3.33 **Agente de Pagos:** Banco de Sabadell, S.A.

- 3.34 **Calendario relevante para el pago de los flujos establecidos en la emisión:** TARGET2.

4. **ACUERDOS DE EMISIÓN DE LOS VALORES Y DE CONSTITUCIÓN DEL SINDICATO DE BONISTAS.**

Las resoluciones y acuerdos por los que se procede a la realización de la presente emisión, son los que se enuncian a continuación:

- Acuerdo de la Junta General Ordinaria de fecha 25 de marzo de 2010.
- Acuerdo del Consejo de Administración de fecha 24 de febrero de 2011.
- Acuerdo de emisión de D. José Oliu Creus y D. Tomás Varela Muiña, de fecha 24 de enero de 2012.

Se procede a la constitución del Sindicato de Bonistas denominado "Sindicato de la Emisión de Bonos Simples Febrero 2012 de Banco de Sabadell, S.A." cuyo reglamento se adjunta como Anexo I de las presentes Condiciones Finales.

Se nombra Comisario del Sindicato a D^a. Sonia Quibus Rodríguez, quien ha aceptado el cargo de Comisario y conoce los términos del Reglamento del Sindicato de Bonistas de la Emisión de Bonos Simples Febrero 2012 de Banco de Sabadell, S.A., y quien tendrá las facultades que le atribuye el mismo.

Considerando el importe de la presente emisión, el límite disponible de emisión al amparo del Folleto Base, una vez realizada la presente emisión, será de 6.700 millones de Euros y 6.500 millones de Euros en el caso de ampliarse a 500 millones de Euros.

ACUERDOS DE ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN

En virtud de las facultades conferidas en el acuerdo del Consejo de Administración de fecha 24 de febrero de 2011, al amparo de la autorización concedida por la Junta General de Accionistas de 25 de marzo de 2010, se solicitará la admisión a negociación de los Valores descritos en las presentes "Condiciones Finales" en AIAF Mercado de Renta Fija, a través de Sistema Electrónico de Negociación de Deuda de

dicho Mercado, y se asegura su cotización en un plazo inferior a un mes desde la Fecha de Desembolso.

La liquidación se realizará a través de Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal (Iberclear) y sus entidades participantes.

5. **LEGISLACIÓN APLICABLE**

Los Valores se han emitido de conformidad con la legislación española que resulta aplicable al Emisor y a los mismos. En particular, se emiten de conformidad con el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores, y su normativa de desarrollo.

Banco de Sabadell, S.A.
p.p.

D. Jose Luis Negro Rodríguez

Sant Cugat del Vallés, a 30 de enero de 2012

Anexo I

REGLAMENTO DEL SINDICATO DE BONISTAS DE LA EMISIÓN DE BONOS SIMPLES FEBRERO 2012 DE BANCO DE SABADELL, S.A.

Artículo 1. Con la denominación "SINDICATO DE LA EMISIÓN DE BONOS SIMPLES FEBRERO 2012 DE BANCO DE SABADELL, S.A.", queda constituida una Asociación, con personalidad jurídica propia, que tiene por objeto la defensa de los intereses y derechos de los titulares de Bonos Simples emitidos por Banco de Sabadell, S.A.

Artículo 2. El Sindicato durará mientras subsistan los referidos Bonos Simples, extinguiéndose de pleno derecho una vez amortizados y reembolsados los títulos.

Artículo 3. El domicilio del Sindicato se fija en Sabadell, Plaza Sant Roc, número 20.

Artículo 4. El gobierno del Sindicato corresponde:

- a) A la Asamblea General de Bonistas.
- b) Al Comisario.

El órgano supremo de representación del Sindicato de Bonistas es la Asamblea General de Bonistas.

La Asamblea de Bonistas podrá acordar la creación de una Secretaría a los efectos de certificar los acuerdos de la misma.

Artículo 5. El Comisario será el Presidente del Sindicato de Bonistas, y además de las competencias que le atribuya la Asamblea General, tendrá la representación legal del Sindicato y podrá ejercitar las acciones que a éste correspondan y las que considere oportunas para la defensa general y particular de los titulares de los Bonos. En todo caso, el Comisario será el Órgano de relación entre la Entidad Emisora y el Sindicato, y como tal, podrá asistir con voz y sin voto, a las deliberaciones de la Junta 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 Bonistas, interesen a éstos.

El Comisario podrá conferir poderes a favor de terceras personas para que ejerciten total o parcialmente las facultades que le atribuyen la Ley y el presente Reglamento.

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

Artículo 7. Los acuerdos adoptados por la Asamblea con asistencia de los Bonistas que representen dos terceras partes de los Bonos en circulación, tomados por la mayoría absoluta de los asistentes, vincularán a todos los Bonistas, incluso a los no asistentes o disidentes.

Cuando no se lograse la asistencia de las dos terceras partes de los Bonistas de los Bonos en circulación, podrá ser convocada nuevamente la Asamblea un mes después de su primera reunión, pudiendo entonces tomarse los acuerdos por mayoría absoluta de los asistentes. Estos acuerdos vincularán a los Bonistas en la misma forma establecida en el párrafo anterior.

Los acuerdos de la Asamblea podrán ser impugnados en los mismos casos que establece la Ley de Sociedades de Capital.

Artículo 8. Será de aplicación el Capítulo IV, Título XI de la vigente Ley de Sociedades Capital en todo lo relativo a la convocatoria y competencia de la Asamblea de Bonistas.

Artículo 9. En todo lo no previsto en el presente Reglamento será de aplicación el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Capital, de 2 de julio de 2010, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010.

Madrid, 30 de enero de 2012

A la atención de D. Albert Cortés, Director de ALM

Muy señores nuestros:

De acuerdo con la solicitud realizada desde su entidad, adjunto les remito el informe independiente de la emisión de deuda *senior* que próximamente tienen pensado llevar a cabo.

Quedamos a vuestra disposición para cualquier aclaración o información adicional que precisen.

Atentamente,



Ana Castañeda Ortega
Directora General

InterMoney Valora Consulting, S.A.

Pza. Pablo Ruiz Picasso, 1,
Torre Picasso, planta 23 - 28020 Madrid
T. + 34 914 326 464 - F. + 34 914 326 452
www.grupocimd.com



Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

enero 2012

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

Contenidos

Introducción	4
1. Características de la emisión.....	5
2. Análisis del riesgo crediticio del emisor	5
3. Situación del mercado primario	6
4. Análisis del mercado secundario	8
4.1. Método de análisis.....	8
4.2. Marco de referencia.....	9
4.3. Razonabilidad de la rentabilidad	15
5. Análisis de la emisión de Banco Sabadell	15
5.1. Valoración de la emisión	15
5.2. Razonabilidad de la rentabilidad de la emisión.....	16
6. Conclusiones	17
Anexo 1. Metodologías de valoración	19
Anexo 2. <i>Inputs</i> de valoración.....	23
Anexo 3. Tabla de equivalencia <i>rating</i> -indicador riesgo IM Valora.....	25

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

Introducción

A petición de Banco de Sabadell, S.A. (en adelante Banco Sabadell), InterMoney Valora Consulting realiza en el presente documento un análisis sobre la emisión de deuda *senior* que dicha entidad tiene previsto emitir próximamente.

El objetivo último de este análisis es examinar si la rentabilidad asociada a la emisión se encuentra dentro de límites adecuados a las actuales circunstancias institucionales y de mercado. A tal efecto, la metodología del estudio descansa en el análisis del binomio rentabilidad-riesgo de la emisión y su comparación con el marco de referencia determinado. Todo ello se ha realizado teniendo en consideración, tanto la evolución de las condiciones de mercado, como la incorporación a la caracterización financiera de la emisión de los recientes desarrollos del entorno normativo de referencia materializados en los siguientes documentos:

- Ley 6/2011, de 11 de abril, por la que se modifica la Ley 13/1985 de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el Real Decreto legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre Adaptación del Derecho vigente en materia de Entidades de Crédito al de las Comunidades Europeas.
- El Real Decreto Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero, de obligado cumplimiento a partir del 10 de marzo de 2011.

El documento está organizado como sigue. En el primer apartado se describen sucintamente las condiciones del instrumento financiero y su estructura de flujos. En el segundo, se analiza el riesgo de crédito del Emisor. En el tercero, se lleva a cabo un análisis de la situación actual del mercado financiero. En el cuarto apartado, se establece el método de análisis utilizado y se define el marco comparativo de referencia para concluir con el nivel de rentabilidad razonable de la emisión objeto de estudio. En el quinto, se lleva a cabo el análisis de la emisión de Banco Sabadell en términos de rentabilidad y precio. El documento finaliza en la sección sexta con la conclusión sobre si las condiciones de la rentabilidad y el precio de la emisión se ajustan a las circunstancias actuales del mercado y los productos equiparables.

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

1. Características de la emisión

La emisión de deuda *senior* de Banco Sabadell presenta las siguientes características principales:

- Emisor: Banco Sabadell.
- Importe nominal de la emisión: 300,000,000 euros ampliables a 500,000,000 euros.
- Vencimiento: Transcurridos 18 meses desde la fecha de emisión.
- Estructura de pagos: 4.20% fijo anual.
- Frecuencia de pago: Trimestral.
- Opcionalidad:
 - *Cap/Floor*: No dispone de *cap* ni de *floor*.
 - Cancelabilidad: No dispone de opción de cancelación
- Inversores: Banca minorista.

2. Análisis del riesgo crediticio del emisor

Las emisiones *senior*, dentro del orden de prelación de los pagos, se sitúan por delante de las acciones ordinarias del Emisor, de las participaciones preferentes y de las emisiones de deuda subordinada del mismo.

Respecto a la calidad crediticia, Banco Sabadell dispone de unas calificaciones A3/BBB/BBB+, otorgadas por las agencias de *rating* Moody's, S&P y Fitch, respectivamente, situándola dentro del grado de inversión. Las revisiones (*credit watch*) por parte de S&P y de Fitch son negativas.

A efectos comparativos, en la Tabla 1 se recogen las calificaciones crediticias atribuidas por las principales agencias especializadas para los bancos y cajas de ahorro españoles. Se incluye, asimismo, la información acerca de sus correspondientes revisiones (*credit watch*) y perspectivas (*outlook*), ambas en caso de haberlas.

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

Tabla 1. Calificaciones crediticias de las principales cajas y bancos españoles

Agencias	MOODY'S			S&P			FITCH		
	EMISOR	Rating	Credit Watch	Outlook	Rating	Credit Watch	Outlook	Rating	Credit Watch
Santander	Aa3	-	NEGATIVO	AA-	*	-	AA-	-	NEGATIVO
BBVA	Aa3	-	NEGATIVO	A+	*	-	A+	*	-
Banesto	A2	-	NEGATIVO	AA-	*	-	AA-	*	-
CaixaBank	Aa3	*	-	A	*	-	A	-	NEGATIVO
La Caixa	A2	*	-	BBB+	*	-	A	*	-
Bankinter	A2	-	NEGATIVO	BBB+	*	-	-	-	-
Banco Popular	A2	-	-	BBB+	*	-	BBB+	*	-
Banco Sabadell	A3	-	-	BBB	*	-	BBB+	*	-
Bankia	Baa2	-	-	BBB+	*	-	A-	*	-
BBK	Baa3	+	-	BBB+	*	-	-	-	-
Ibercaja	Baa1	-	-	BBB+	*	-	-	-	-
Banco Guipuzcoano	-	-	-	-	-	-	BBB+	*	-
Liberbank	Baa1	-	NEGATIVO	-	-	-	BBB+	-	NEGATIVO
Banca Cívica	-	-	-	BBB	-	NEGATIVO	BBB	-	NEGATIVO
NovaCaixaGalicia	Baa3	-	-	-	-	-	BB+	-	ESTABLE
Caixa Catalunya	Ba1	-	NEGATIVO	-	-	-	-	-	-
Banco Pastor	Ba1	+	-	-	-	-	-	-	-
CAM	Ba1	-	-	-	-	-	-	-	-
Banco de Valencia	Ba2	-	-	-	-	-	BB-	-	ESTABLE

Puede observarse que, en términos de calificación crediticia, Banco Sabadell se encuentra por debajo de entidades como Santander, BBVA o La Caixa, aproximadamente al mismo nivel que Banco Popular y por encima de Bankia o BBK.

3. Situación del mercado primario

La incertidumbre en el entorno financiero internacional unido a los últimos desarrollos normativos en el marco de los Acuerdos de Basilea han generado un escenario actual caracterizado por la falta de profundidad y dinamismo en los mercados primarios de deuda. En España, el mercado doméstico no ha sido una excepción, lo que queda patente por la escasez de referencias tanto de deuda *senior* como de deuda subordinada emitidas durante el pasado año 2011 y hasta el momento presente. En las Tablas 2 y 3 se muestran, respectivamente, las últimas emisiones de deuda *senior* y subordinada del mercado primario español.

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

Tabla 2. Emisiones de deuda *senior* en el mercado primario

Emisor	ISIN	Fecha Emisión	Fecha Vencimiento	Nominal	Estructura de pagos	Spread implícito*
CaixaBank	ES0340609058	20/01/2012	20/01/2015	3000 M €	Cupón fijo anual de 4.91%	342 pb
Banco Sabadell	ES0313860316	29/09/2011	29/03/2011	300 M €	Cupón fijo anual 4.25%	263 pb
Banco Popular	XS0616481783	19/04/2011	19/04/2013	500 M €	Cupón fijo anual 4.625%	223 pb
Banco Español de Crédito	ES0313440143	23/03/2011	23/03/2016	488 M €	Cupón fijo anual de 4.08%	114 pb
Bankia	ES0314950686	30/11/2010	30/11/2013	300 M €	Cupón vble EUR3M+275pb	277 pb
CaixaBank	ES0314970163	05/11/2010	05/11/2013	1000 M €	Cupón fijo anual de 3.75%	197 pb
Bilbao Bizkaia Kutxa	ES0314100068	28/09/2010	28/09/2015	470 M €	Cupón fijo anual de 4.38%	239 pb
Bankia	ES0314950587	16/03/2010	16/09/2011	1000 M €	Cupón fijo anual de 2.25%	95 pb
Bankinter	ES0313679484	15/01/2010	15/01/2013	900 M €	Cupón vble EUR3M+95pb	96 pb
Banco Sabadell	ES0313860258	20/11/2009	20/02/2012	250 M €	Cupón vble EUR3M+80pb	92 pb
Caixabank	ES0340609009	20/11/2009	20/11/2014	1000 M €	Cupón fijo anual de 4.125%	154 pb
Banco Sabadell	ES0313860233	22/05/2009	22/05/2012	750 M €	Cupón fijo anual de 4.375%	226 pb

(*)Spread implícito (all-in sobre EUR3M) calculado a fecha de emisión.

Tabla 3. Emisiones de deuda subordinada en el mercado primario

Emisor	ISIN	Fecha Emisión	Fecha Vencimiento	Nominal	Estructura de pagos	Spread implícito*
La Caixa	ES0214970081	15/12/2011	31/01/2017	1500 M €	Cupón fijo anual 7.50% diez años; pagadero trimestralmente	530 pb
Banco Popular	ES0213790027	19/10/2011	19/10/2021	250 M €	Cupón fijo anual 8.25% diez años; y cancelabilidad a partir de 5º año	570 pb
Banco Popular	ES0213790019	29/07/2011	29/07/21	150 M €	Cupón fijo anual 8% diez años; y cancelabilidad a partir de 5º año	507 pb
Caja Madrid	ES0214950224	07/06/2010	07/06/2020	800 M €	Cupón fijo anual 5% 2 años; resto EUR3M+200pb con floor de 5% y cancelabilidad a partir de 5º año	271 pb
La Caixa	ES0214970073	23/03/2010	30/03/2020	3000 M €	Cupón fijo anual 4.909% el primer año; resto EUR3M+100pb con floor de 3.941% y cap de 5.87% y cancelabilidad a partir de 5º año	150 pb
Caja España	ES0215474240	23/02/2010	23/02/2020	98.68 M €	Cupón fijo anual 4.15% 5 años; resto EUR3M+182pb y cancelabilidad a partir de 5º año	375 pb
Caja Guadalajara	ES0214979181	30/12/2009	30/12/2019	8.5 M €	Cupón fijo anual 6% 2 años; resto EUR6M+500pb con step-up de 50pb y cancelabilidad a partir de 5º año	500 pb
Banco Callego	ES0213051057	29/12/2009	29/12/2019	50 M €	Cupón fijo anual 6% 3 años; resto EUR3M+490pb con floor 5.4% con step-up de 10pb y cancelabilidad a partir de 5º año	455 pb
Caixanova	ES0214958136	16/12/2009	16/12/2019	50 M €	Cupón fijo anual 4% primer año; resto EUR3M+280pb con step-up de 10pb y cancelabilidad a partir de 5º año	285 pb
Banco Popular	ES0370412001	23/10/2009	23/10/2013	693 M €	Cupón fijo anual 7% primer año; resto EUR3M+400pb	450 pb
Caixa Terrasa	ES0214974117	29/09/2009	29/09/2019	35 M €	Cupón fijo anual 7.25% dos años; resto EUR3M+475pb floor 6% con step-up de 25pb y cancelabilidad a partir de 5º año	506 pb
Bankinter	ES0213679196	11/09/2009	11/09/2019	250 M €	Cupón fijo anual de 6.375%	300 pb
La Caja de Canarias	ES0214983142	02/09/2009	02/09/2019	21.125 M €	Cupón vble EUR3M+400pb a partir de 5º año cancelable con step-up de 50pb	425 pb
Caja Madrid	ES0214950216	15/07/2009	15/07/2015	250 M €	Cupón fijo anual de 5.116%	205 pb
Caja Duero	ES0214854038	30/06/2009	28/09/2019	200 M €	Cupón fijo anual 5.3% el primer trimestre; cupón vble EUR3M+410pb	430 pb
Sa Nostra	ES0214926034	30/06/2009	30/06/2019	60 M €	Cupón fijo anual 6% primer año; resto EUR3M+500pb y cancelabilidad a partir de 5º año	520 pb
Caja Navarra	ES0214965024	30/06/2009	30/06/2019	250 M €	Cupón fijo anual 6.25% 2 años; EUR3M+300pb con floor 4% tres años, resto step-up 50 pb y cancelabilidad a partir de 5º año	345 pb
Caixa Penedes	ES0214966030	29/06/2009	29/06/2019	260 M €	Cupón fijo anual 6.5% primer año; EUR3M+425pb con floor 5% tres años, resto step-up 75 pb y cancelabilidad a partir de 5º año	482 pb

(*)Spread implícito (all-in sobre EUR3M) calculado a fecha de emisión.

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

Las emisiones que figuran en las tablas anteriores tienen vencimientos que oscilan entre 2 y 5 años para la deuda *senior* y entre 4 y 10 años para las subordinadas. El plazo a vencimiento de la emisión de Banco Sabadell - 18 meses - dificulta la selección de comparables directas del mercado primario. Pese a haberse seleccionado para la muestra aquellas emisiones con vencimientos más cortos, todas ellas están emitidas a plazos más largos que la emisión de Banco Sabadell.

Por el contrario, se han realizado tres emisiones en el año 2011 y una en 2012. Tanto la emisión de Banco Popular (abril 2011) como la del propio Banco Sabadell (septiembre 2011) no son lo suficientemente cercanas a la emisión objeto de estudio y por tanto no son representativas de la situación actual del mercado. Respecto a las otras dos emisiones, una fue realizada por Banco Español de Crédito en el mes de marzo de 2011 con un vencimiento a 5 años y la otra fue realiza por CaixaBank en enero de 2012 con un vencimiento a 3 años (ambas con *rating* emisor y vencimientos superiores al de la emisión objeto de análisis y por tanto no comparables).

A raíz de la falta de profundidad en el mercado primario y dado que las emisiones recogidas en las muestras anteriores no son lo suficientemente cercanas a la emisión objeto de estudio ni en fecha de emisión, ni en vida residual, ni en *rating* crediticio, éstas no pueden ser consideradas emisiones de referencia y, por tanto, el método de análisis descansa principalmente en el estudio del mercado secundario.

4. Análisis del mercado secundario

4.1. Método de análisis

Las características propias de la emisión objeto de este informe requieren fundamentalmente del estudio de los mercados de deuda *senior* en tanto que la nueva emisión tiene dicho grado de subordinación. Adicionalmente, se analiza el mercado de deuda subordinada con el objetivo de acotar superiormente la rentabilidad exigida en mercado.

En este contexto, el método de análisis ha consistido en el estudio de los binomios rentabilidad-riesgo observados en el mercado secundario para emisiones de deuda *senior* y deuda subordinada de entidades con calidad crediticia similar a la de Banco Sabadell, prestando, asimismo, atención a otros indicadores que pudieran ser considerados relevantes tales como los niveles de IBOXX, CDSs, etc. El propósito último del estudio es definir un rango de rentabilidad razonable para la emisión objeto de análisis.

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

4.2. Marco de referencia

En la configuración del marco de referencia para la emisión de deuda *senior* de Banco Sabadell se han tenido en cuenta los siguientes conjuntos de información, que son analizados a lo largo de esta sección:

- Mercado secundario doméstico de deuda *senior*.
- Evolución del índice IBOXX.
- Mercado secundario doméstico de deuda subordinada.
- Mercado de CDS.

Situación y evolución de la rentabilidad de emisiones de deuda senior en el mercado secundario español.

Las emisiones de deuda *senior* seleccionadas, y que se muestran en la siguiente tabla, son aquellas que presentan, actualmente, una mayor liquidez y cuyo riesgo es similar al de la emisión objeto de estudio.

Tabla 4. Mercado secundario de emisiones de deuda *senior*

ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Rating Emisión*	Fecha Emisión	Fecha Vencimiento	Volumen Emisión	Estructura Pagos	Spread implícito
XS0616481783	Banco Popular	A2/BBB+/_	A2/BBB+/_	19/4/2011	19/04/2013	500 M €	Cupón fijo anual 4.625%	277 pb
ES0313860258	Banco Sabadell	A3/BBB/BBB+	A3/BBB/BBB+	20/11/2009	20/2/2012	800 M €	Cupón vble EUR3M+80pb	265 pb
ES0313860233	Banco Sabadell	A3/BBB/BBB+	A3/BBB/BBB+	22/05/2009	22/05/2012	750 M €	Cupón fijo anual 4.375%	178 pb
ES0214950133	Bankia	Baa2/BBB+/_	Baa2/BBB+/_	06/01/2005	01/06/2012	1,307 M €	Cupón vble EUR3M+12.5pb	335 pb
ES0214977086	Bankia	01/01/1900	Baa2/BBB+/_	06/06/2005	06/06/2012	1,200 M €	Cupón vble EUR3M+15pb	380 pb
ES0313679484	Bankinter	A2/BBB+/_	A2/BBB+/_	15/01/2010	15/01/2013	900 M €	Cupón vble EUR3M+95pb	288 pb
ES0313679443	Bankinter	A2/BBB+/_	A2/BBB+/_	21/6/2007	21/6/2012	1,000 M €	Cupón vble EUR3M+14pb	217 pb
ES0314970163	CaixaBank	Aa3/A/A	Aa3/A/A	11/05/2010	11/05/2013	1,000 M €	Cupón fijo anual 3.75%	242 pb
ES0340609009	CaixaBank	Aa3/A/A	_/_/_	20/11/09	20/11/2014	1,000 M €	Cupón fijo anual 4.125%	289 pb

(*) Rating Moody's / S&P / Fitch

Para las emisiones recogidas en la tabla superior, se ha calculado su rentabilidad en términos de *spread* implícito (*spread all-in* sobre Euribor 3 meses), para lo cual ha sido necesario valorar las emisiones.

La valoración de estas emisiones, en tanto que no incorporan opcionalidad, se ha realizado, sencillamente, descontando los flujos que se espera las mismas generen. Para aquellas con cupones variables, los pagos se han estimado utilizando los tipos *forward* implícitos en la Curva Cupón Cero (CCC) del mercado. La CCC se estima a partir de las cotizaciones de los depósitos y los *swaps* registradas en el mercado en la fecha de valoración. Esta CCC es,

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

igualmente, la base para hallar la curva de descuento aplicada a los flujos. Las metodologías y los *inputs* necesarios en materia de valoración se recogen de forma detallada en los Anexos 1 y 2, respectivamente.

Por otro lado, para analizar la evolución de la rentabilidad de las emisiones en los últimos años, se ha integrado la información en un único indicador construido como la media aritmética de las rentabilidades del conjunto de emisiones. En el Gráfico 1 se muestra la evolución temporal del *spread* medio de las emisiones desde principios de 2010 hasta la fecha del presente informe.

Gráfico 1. Evolución de la rentabilidad media de emisiones de deuda *senior*



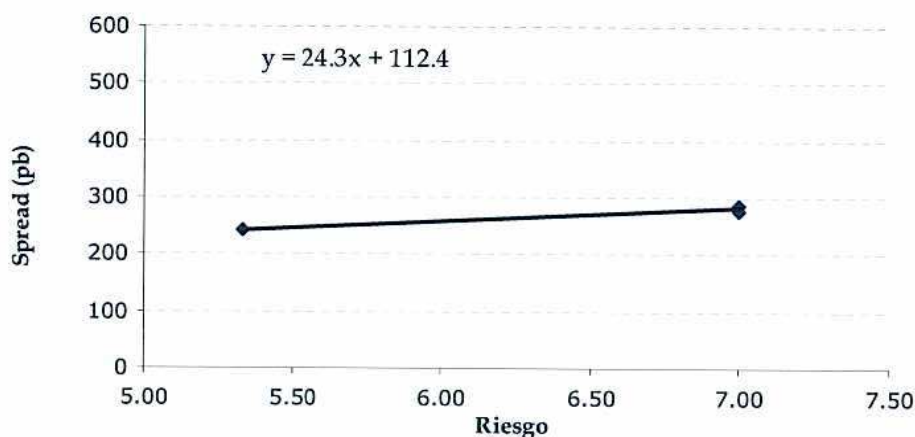
Del gráfico anterior se desprende que hasta finales del primer semestre de 2010, la rentabilidad promedio de las emisiones de deuda *senior* experimentó una etapa de estrés relacionada con la incertidumbre financiera y contagiada por el "caso griego". A finales de junio 2010, se dio paso a una situación de mercado más relajada hasta comienzos de noviembre 2010 desde donde comienza otra etapa de estrés de rentabilidad en los mercados. Posteriormente, a partir del primer semestre de 2011 comienza una progresiva corrección a la baja. Dicha tendencia se invierte durante el segundo semestre de 2011, produciéndose el periodo de mayor subida y estrés en el mercado el pasado noviembre de 2011, donde se alcanzan los niveles máximos históricos. Desde entonces y hasta la actualidad se ha producido una fuerte recuperación volviendo a niveles cercanos a los existentes en septiembre 2011.

Analizada la tendencia, por lo que concierne al nivel de rentabilidad, se ha estudiado el comportamiento de las duplas rentabilidad-riesgo de aquellas

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

emisiones de la tabla 4 cuya vida residual es más próxima a la emisión objeto de análisis. Su representación gráfica figura a continuación:¹.

Gráfico 2. Mapa rentabilidad-riesgo de las emisiones líquidas de deuda *senior*



Como no puede ser de otra forma, existe una relación creciente entre ambos factores. Ello permite inferir un nivel de rentabilidad razonable para una emisión con las características de la de Banco Sabadell de **307 pb en términos de spread implícito (spread all-in sobre Euribor 3 meses).**

Evolución del índice IBOXX.

En línea con el estudio del mercado secundario de deuda *senior*, se ha tomado en consideración el nivel asociado al índice IBOXX. Dicho índice está compuesto por las emisiones de deuda *senior* dentro del grado de inversión más líquidas de los mercados europeos y, por tanto, representa una cota de referencia para la rentabilidad mínima exigible a la emisión objeto de estudio.

En el Gráfico 3 se muestra la evolución de dicho índice desde inicios de 2008 hasta la fecha de realización del presente informe.

¹ Para la elaboración del Gráfico 2, InterMoney Valora ha utilizado un indicador sintético del riesgo construido a partir de los *ratings* de cada emisión con el objeto de aunar en una sola medida las calificaciones otorgadas por las diferentes agencias. Las equivalencias en riesgo figuran en el Anexo 3.

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

Gráfico 3. Índice de rentabilidad IBOXX



Como se puede observar en el gráfico superior, el índice IBOXX ha experimentado una tendencia al alza desde finales de 2008 hasta el último trimestre de 2010. Desde entonces hasta la fecha del presente informe, esta tendencia ha ido suavizándose y los valores del índice se han estabilizado en niveles entre los 170 y 185 pb. A fecha 26 de enero de 2012, el nivel del IBOXX se encuentra en 184 pb.

Situación y evolución de la rentabilidad de emisiones de deuda subordinada en el mercado secundario español.

En lo que respecta al mercado secundario de deuda subordinada, en la Tabla 5 se muestra el detalle de las referencias en circulación consideradas representativas a efectos del presente informe ordenadas por fecha de emisión.

Tabla 5. Mercado secundario de emisiones de deuda subordinada

ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Rating Emisión*	Fecha Emisión	Fecha Vencimiento	Spread implícito*	Estructura Pagos	Spread implícito
ES0213860051	Banco Sabadell	Baa3/BBB-/BBB	Baa3/BBB+/BBB	26/04/2010	26/04/2020	500 M €	Cupón fijo anual 6.25%	669 pb
ES0213679196	Bankinter	Baa1/BBB/_	Baa1/BBB+/_	11/09/2009	11/09/2019	250 M €	Cupón fijo anual 6.375%	576 pb
XS0301810262	Santander	A2/A/A+	A2/A/A+	29/05/2007	29/05/2019	500 M €	Cupón fijo anual 4.75% hasta 05/14; resto EUR3M+80pb con call	620 pb
ES0213495007	Santander	A2/A/A+	Baa1/A/A+	28/09/2006	28/09/2016	500 M €	Cupón EUR3M+30pb con step-up a EUR3M+85pb el 09/11	644 pb
ES0213860036	Banco Sabadell	Baa3/BBB-/BBB	Baa3/BBB+/BBB	25/05/2006	25/05/2016	1000 M €	Cupón EUR3M+30pb con step-up a EUR3M+80pb el 05/11	777 pb
ES0213211099	BBVA	A2/A/_	A2/A/_	20/10/2004	20/10/2019	1000 M €	Cupón fijo anual 4.375% hasta 10/14; resto EUR3M+87pb con call	460 pb
XS0201169439	Santander	A2/A/A+	A2/A/A+	30/09/2004	30/09/2019	500 M €	Cupón fijo anual 4.5% hasta 09/14; resto EUR3M+86pb con call	541 pb

(*) Rating Moody's / S&P / Fitch

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

Las emisiones presentan, en general, dos tipos de estructuras de pagos. La primera es una estructura de remuneración fija durante la duración de la emisión. La segunda es una estructura de remuneración fija durante los 5 ó 7 primeros años. A partir de entonces se inicia la opción de cancelación por parte del emisor y la remuneración pasa a ser variable, referenciada al Euribor 3 meses, con cupones pagaderos trimestralmente.

Al igual que en la deuda *senior*, para analizar la evolución de la rentabilidad de las emisiones en los últimos años, se ha integrado la información en un único indicador construido como la media aritmética de las rentabilidades del conjunto de emisiones.

Gráfico 4. Evolución de la rentabilidad media de emisiones de deuda subordinada



Del gráfico anterior se puede observar que la rentabilidad promedio de la deuda subordinada ha seguido una senda de crecimiento constante desde finales de 2009 para estabilizarse en el segundo semestre de 2010. A finales de 2010 se produce un fuerte crecimiento registrándose los niveles máximos de rentabilidad exigida en mercado hasta entonces. A partir de entonces comienza una progresiva corrección a la baja durante el primer semestre de 2011. Dicha tendencia se invierte durante el segundo semestre de 2011, llegando a registrarse en el último mes los niveles máximos de rentabilidad exigida en mercado.

Respecto al nivel de la rentabilidad de la deuda subordinada a fecha del presente informe, tomando aquellas referencias con mayor liquidez y representatividad, próximas en términos de riesgo a la de Banco Sabadell se infiere una rentabilidad en torno a **655 pb**.

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

Situación y evolución de los CDSs del Reino de España.

El análisis del riesgo crediticio inherente a la emisión de una entidad puede considerar, adicionalmente, la observación de la cotización de los *credit default swaps*. Éstos suponen una referencia complementaria, si bien las conclusiones que se derivan de su análisis deben contemplarse desde la consideración de las actuales circunstancias de mercado. No en vano, los CDSs son indicadores en cuya evolución influye el riesgo de insolvencia de la entidad, pero también un conjunto adicional de variables relativas a la microestructura del mercado, macroeconómicas, de confianza en los mercados, etc.

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

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

Lo mismo ocurre en este periodo con los CDSs de la deuda soberana española. La convulsión que han experimentado los mercados, la menor liquidez y los movimientos especulativos del último semestre de 2011 los han situado en máximos históricos. Como se observa en el gráfico mostrado a continuación, a fecha de elaboración del presente informe el CDS español se sitúa en **318 pb**, habiendo alcanzado un máximo histórico de **384 pb** el 24 de noviembre de 2011.

En el caso nos ocupa, existe una razón adicional por la cual los CDSs no pueden utilizarse como referencia: la desigualdad en los plazos a vencimiento. Mientras que la emisión de Banco Sabadell es a 18 meses, los plazos habitualmente más líquidos de los CDSs son considerablemente superiores.

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

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



4.3. Razonabilidad de la rentabilidad

Una vez analizados los indicadores del mercado secundario se concluye que la rentabilidad de partida o umbral mínimo para la emisión objeto de estudio viene marcado por el propio mercado secundario de deuda *senior*, el cual se estima, en términos de spread, en 307 pb (*spread all-in* sobre Euribor 3 meses).

Este nivel está acotado superiormente por la rentabilidad exigible a una emisión de deuda subordinada, 655 pb.

5. Análisis de la emisión de Banco Sabadell

5.1. Valoración de la emisión

Teniendo en consideración las características de la emisión de Banco Sabadell descritas en la primera sección del informe, se ha procedido a su valoración con fecha 26 de enero de 2012. La valoración de la emisión en aplicación del *spread* sobre Euribor 3 meses estimado como razonable en la sección anterior, 307 pb, arroja un precio de 100%.

Tabla 6. Resultado de la valoración de la emisión de deuda *senior* de Banco Sabadell

Emisor	Tipo Emisión	Estructura de pagos	Rating Emisor*	Fecha Valoración	Spread Implícito	Precio Emisión
Banco Sabadell	Deuda Senior	Cupón fijo 4,20% pagadero trimestral vencimiento 18 meses	A3/BBB/BBB+	26/01/2012	307 pb	100.00%

(*) Rating Moody's/S&P/Fitch

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

5.2. Razonabilidad de la rentabilidad de la emisión

La síntesis del análisis presentado en las secciones anteriores permite extraer los siguientes resultados:

- La rentabilidad de una emisión de **deuda senior para una entidad con calidad crediticia equivalente a la de Banco Sabadell y similar plazo a vencimiento se estima en 307 pb**, en términos de *spread* implícito (*spread all-in* sobre Euribor 3 meses).
- La rentabilidad exigida en mercado para una emisión de **deuda subordinada** de una entidad con calidad crediticia equivalente a la de Banco Sabadell se sitúa en torno a **655 pb**, superior a la estimada para la emisión objeto de estudio, como es de esperar.
- El nivel del índice **IBOXX** se sitúa en **184 pb**. Este nivel es inferior a la rentabilidad ofrecida por la emisión de Banco Sabadell.
- La valoración de la emisión de Banco Sabadell con un *spread* sobre Euribor 3 meses de **307 pb** arroja un resultado de **100 %**.

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

6. Conclusiones

En el presente estudio IM Valora Consulting actúa en calidad de experto independiente con el fin de determinar si las condiciones de la emisión de deuda *senior* de Banco Sabadell, cuya colocación está dirigida al mercado minorista, son adecuadas en las actuales circunstancias del mercado.

Sobre la base del análisis realizado, IM Valora Consulting considera que la citada emisión presenta un precio y nivel de rentabilidad razonables.

El presente trabajo se ha desarrollado en el periodo comprendido entre el 2 de enero y el 30 de enero de 2012. La validez de sus resultados y conclusiones está circunscrita estrictamente a la información de mercado y a las emisiones existentes hasta el 26 de enero de 2012.

Madrid, 30 de enero de 2012.



Ana Castañeda Ortega
Directora General

El presente informe ha sido realizado por IM Valora Consulting con propósitos informativos. La información y las opiniones en él contenidas no constituyen en ningún caso una recomendación, invitación, oferta, solicitud u obligación de inversión, ni asesoramiento jurídico, fiscal o de cualquier tipo sobre la emisión u otra operación financiera.

Cualquier inversor interesado en la Emisión deberá solicitar todo el asesoramiento experto que le fuera preciso obtener en cualquier aspecto financiero, contable, fiscal, legal u otros, al objeto de verificar si los productos financieros que se describen en el informe son acordes a sus objetivos y limitaciones como inversor, así como, en su caso, una valoración independiente y personalizada del producto, sus riesgos y retribuciones. Ni IM Valora Consulting, ni su sociedad matriz o sociedades del mismo grupo, ni sus socios y empleados serán responsables de ninguna pérdida financiera ni decisión de cualquier tipo tomada por terceros sobre la base de la información contenida en este informe.

En el informe han sido identificadas las distintas fuentes de información utilizadas en su elaboración. Ni IM Valora Consulting, ni su sociedad matriz o sociedades del mismo grupo, ni sus socios y empleados, asumen responsabilidad alguna en relación con la información proporcionada por dichas fuentes.

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

Toda valoración lleva implícitos factores objetivos y subjetivos. Estos últimos implican juicio y, por lo tanto, los resultados obtenidos constituyen únicamente una referencia, por lo que no es posible asegurar que terceras partes estén necesariamente de acuerdo con las conclusiones del informe.

Los resultados y datos presentados no garantizan el futuro rendimiento y condiciones del mercado, ni son necesariamente indicativos del mismo.

Anexo 1. Metodologías de valoración

El objeto del presente documento es describir la metodología de valoración de instrumentos financieros empleada por IM Valora Consulting.

Los modelos de valoración de instrumentos financieros están basados en el cálculo del valor presente de los flujos futuros esperados. Dicho descuento se realiza utilizando lo que se conoce como Curva Cupón Cero (en adelante CCC) que no es sino una estimación de la Estructura Temporal de Tipos de Interés (en adelante, ETTI).

Adicionalmente, cuando los instrumentos tienen asociada opcionalidad es preciso modelar en un contexto de incertidumbre el comportamiento de los subyacentes. Al igual que cuando el instrumento carece de opcionalidad, su valor se obtiene calculando la esperanza del valor descontado de su función de pagos. En algunos instrumentos existen formulas analíticas cerradas para obtener el precio de la opción. Tal es el caso del modelo de Black-Sholes y sus derivados. Sin embargo, en otras ocasiones no existen soluciones cerradas y es necesario utilizar aproximaciones numéricas para calcular el valor razonable de la opción. En estos casos, se utiliza tanto métodos de simulación de Montecarlo como métodos que se apoyan en árboles binomiales o trinomiales para reflejar la evolución del subyacente y su estructura de probabilidad.

En primer lugar se describen el procedimiento y los modelos de valoración empleados. En segundo lugar se detalla la metodología de estimación de la curva cupón cero empleada por IM Valora Consulting. En el Anexo 2 se incluye la descripción de los *inputs* utilizados en la valoración.

Valoración de instrumentos de renta fija sin opcionalidad

Dentro de este grupo quedan incluidos los bonos con cupón fijo y los bonos con pagos flotantes o FRN's que carezcan, todos ellos, de opcionalidad. El método más apropiado de valoración de estos títulos es el consistente en descontar los pagos del instrumento con la función de descuento.

Conocida la curva cupón cero aplicable al instrumento, la valoración de los bonos con cupón fijo es muy sencilla. Dado que se conoce el valor de los flujos futuros con certidumbre, la valoración consiste simplemente en obtener los factores de descuento aplicable en cada fecha de pago de cupón y calcular el valor presente de los flujos futuros.

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

Cuando los flujos de un instrumento son variables y están ligados a un tipo de referencia (p.ej. Euribor), estos se estiman a partir de los tipos *forward* implícitos en la curva cupón cero de los tipos a los que los pagos están referidos. Por tanto, la valoración del instrumento consiste en i) estimar los pagos futuros utilizando los tipos *forward* de la curva de referencia, añadiendo el correspondiente margen aplicable (que viene dado por las características del título) y ii) utilizar los factores de descuento en las fechas de pago utilizando la CCC para calcular el valor presente de los flujos estimados futuros.

Valoración de títulos con opcionalidad simple

Incluimos en este grupo todos aquellos títulos cuya opcionalidad puede valorarse utilizando fórmulas analíticas cerradas. Constituyen un ejemplo de este tipo de activos los siguientes instrumentos:

- Bonos con opción de cancelación única.
- *Caps, floors, collars, etc.*

La valoración de la opción se realiza utilizando la fórmula analítica que se considere adecuada. En la mayoría de los casos estas expresiones están basadas en los modelos de Black-Scholes, Black '76 o alguna variante de los anteriores.

Valoración de títulos de renta fija con opcionalidad compleja o con cupones no lineales en la estructura de tipos

Para la valoración de este tipo de instrumentos con presencia de opcionalidad compleja o donde la no linealidad de los cupones no pueda ser resuelta por medio de fórmula analítica, resulta necesaria la utilización de un modelo de tipos de interés que nos proporcione información sobre la evolución esperada de la estructura temporal de tipos. En IM Valora Consulting, recurrimos a un árbol de simulaciones de tipos de interés calibrado a partir de la volatilidad que cotiza el mercado y la ETTI de acuerdo con la metodología Hull-White. Ésta es una extensión del modelo propuesto por Vasicek, el cual asume que el proceso para el tipo de interés a corto plazo, r , se comporta de la siguiente manera:

$$d(r) = [\theta(t) - ar] + \sigma dz$$

donde a es el parámetro que indica la reversión a la media, σ es la volatilidad instantánea del tipo a corto plazo, $\theta(t)$ es una función del tiempo que asegura la consistencia del modelo con la estructura temporal de tipos de interés observada en el mercado en un momento dado, y dz es un proceso de Wiener.

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

Para valorar estos títulos se estiman en primer lugar, a partir de cotizaciones de las volatilidades de los *caps* y *swaptions*, los argumentos del modelo: volatilidad del tipo a corto plazo (subyacente del modelo) y el parámetro que indica la reversión a la media del proceso. Posteriormente se construye un árbol trinomial, que no es sino una representación discreta en el tiempo del proceso estocástico para el tipo de interés a corto plazo. Dicho árbol permite calcular los pagos contingentes en cada nodo y valorar, en su caso, la opción calculando el valor esperado de los mismos.

En resumen, para la valoración de este tipo de instrumentos el procedimiento puede estructurarse en tres fases: en la primera estimamos los parámetros que caracterizan al proceso estocástico seguido por los tipos de interés a partir de las volatilidades de los *caps* cotizadas en el mercado. En la segunda construimos un árbol de simulaciones de dichos tipos de interés de modo consistente con la estructura temporal de tipos de cada momento del tiempo. Y en la tercera calculamos los pagos en cada nodo del árbol y los vamos descontando de forma recursiva según la probabilidad de alcanzar cada uno de los nodos. Al tiempo que vayamos descontando en el árbol iremos obteniendo el valor de la opcionalidad de cancelación.

Estimación de la Curva Cupón Cero

La estructura temporal de los tipos de interés es la relación existente, en un momento del tiempo, entre los tipos de interés y el plazo de los mismos. La representación gráfica de dicha relación recibe el nombre de curva cupón cero (CCC).

El conocimiento de la estructura temporal de tipos de interés (ETTI) tiene múltiples aplicaciones, entre las cuales tiene especial importancia su utilización en la economía financiera, puesto que permite valorar múltiples activos financieros y diseñar estrategias de inversión o de cobertura.

Desafortunadamente, la ETTI no se observa directamente, ya que los tipos de interés que la componen han de recoger exclusivamente la relación entre el tipo de interés y el plazo. Los tipos observados en los activos que cotizan en el mercado reflejan efectos distintos del plazo, tales como la cuantía y la estructura de pago de los cupones entre otros. Por lo tanto, la obtención de la ETTI requiere, en general, una estimación que elimine las características específicas de los activos considerados. Además la ETTI debe estimarse con instrumentos financieros que sean homogéneos en lo referente a su fiscalidad, liquidez y riesgo de crédito.

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

La estimación de la estructura temporal de tipos de interés ha sido objeto de una atención creciente en la literatura económica de las últimas décadas, distinguiéndose en la actualidad dos grupos metodológicos: métodos no econométricos o recursivos y métodos econométricos que estiman la función de descuento.

El método que se sigue en IM Valora Consulting se encuadra dentro aquéllos que estiman la función de descuento y se puede describir del siguiente modo. Para una divisa, se obtienen precios de mercado de un conjunto de tipos monetarios publicados por la *British Bankers' Association* y tipos *swap* tomados de Bloomberg a las 17 horas. A partir de estos tipos, mediante el método recursivo se obtiene la función de descuento para los diferentes horizontes, interpolándose cuando sea necesario. Una vez que se obtiene esta curva "discreta" se procede a estimar los parámetros de la curva, según la parametrización de Svensson, de tal manera que el tipo cupón cero es función de estos seis parámetros y del tiempo a vencimiento según la ecuación:

$$r(t) = \beta_0 + (\beta_1 + \beta_2) \frac{\tau_1}{t} \left(1 - \exp\left(-\frac{t}{\tau_1}\right) \right) - \beta_2 \exp\left(-\frac{t}{\tau_1}\right) + \beta_3 \frac{\tau_2}{t} \left(1 - \exp\left(-\frac{t}{\tau_2}\right) \right) - \beta_3 \exp\left(-\frac{t}{\tau_2}\right)$$

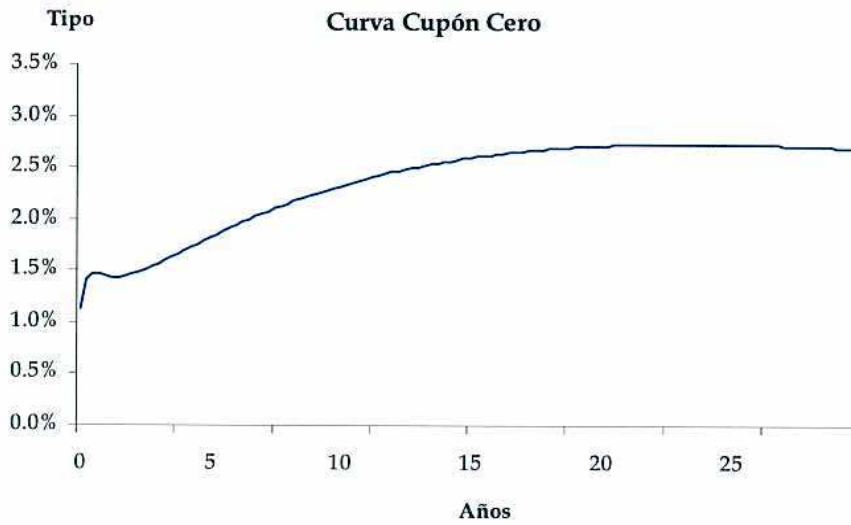
Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell**Anexo 2. Inputs de valoración****Fecha Valor: 26 de enero de 2012**

Para la estimación de la Curva Cupón Cero se ha seguido el modelo tipo Svensson tomando las siguientes tasas de rendimiento observadas en el mercado:

Money Market		Tipos Swap	
O/N	0.283%	2Y	1.158%
1W	0.359%	3Y	1.234%
1M	0.672%	4Y	1.410%
2M	0.858%	5Y	1.614%
3M	1.077%	6Y	1.812%
4M	1.194%	7Y	1.985%
5M	1.289%	8Y	2.128%
6M	1.396%	9Y	2.246%
9M	1.584%	10Y	2.348%
12M	1.750%	12Y	2.532%
		15Y	2.675%
		20Y	2.705%
		25Y	2.645%
		30Y	2.586%
		40Y	2.542%
		50Y	2.538%

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

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell



Además, la siguiente tabla muestra las volatilidades *cap* utilizadas para la calibración y valoración de los instrumentos que han sido objeto de análisis a lo largo del documento.

Plazo	Tipo ATM	Volatilidad
1	0.91%	56.54%
2	1.16%	61.35%
3	1.23%	51.62%
4	1.41%	51.11%
5	1.61%	50.00%
6	1.81%	45.08%
7	1.99%	44.00%
8	2.13%	39.64%
9	2.25%	39.60%
10	2.35%	35.47%



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

a	Sigma
0.04726	0.01051

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell**Anexo 3. Tabla de equivalencia *rating*-indicador riesgo IM Valora**

Rating Crediticio	Indicador IM Valora	Rating Crediticio	Indicador IM Valora
Aaa/AAA	1	Ba1/BB+	11
Aa1/AA+	2	Ba2/BB	12
Aa2/AA	3	Ba3/BB-	13
Aa3/AA-	4	B1/B+	14
A1/A+	5	B2/B	15
A2/A	6	B3/B-	16
A3/A-	7	Caa/CCC+	17
Baa1/BBB+	8	Ca/CCC	18
Baa2/BBB	9	C/CCC-	19
Baa3/BBB-	10	D	20