

Comisión Nacional del Mercado de Valores

Calle Miguel Ángel, 11

28014 Madrid

D. José 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 trípico de la Emisión de Bonos Simples Septiembre 2011 de Banco de Sabadell, S.A. que se acompañan 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 trípico sea puesto a disposición del público a través de su página *web*.

Y para que así conste y surta los efectos oportunos, en Sant Cugat del Valles, a 1 de septiembre de de 2011.

Banco de Sabadell, S.A.

p.p.

D. José Luis Negro Rodríguez

Interventor General de Banco de Sabadell, S.A.

CONDICIONES FINALES

Emisión de Bonos Simples Septiembre 2011

de

Banco de Sabadell, S.A.

Importe Nominal: hasta 300.000.000 de Euros

Septiembre de 2011

**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 SEPTIEMBRE 2011 DE
BANCO DE SABADELL, S.A.
POR UN IMPORTE NOMINAL DE HASTA 300.000.000 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. José 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 29 de julio de 2011 de D. José Oliu Creus y D. Tomás Varela Muiña, y asume la responsabilidad de las informaciones contenidas en estas Condiciones Finales.

D. José 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 Bonos Simples Septiembre 2011 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:** hasta 300.000.000 de Euros. Existe la posibilidad de suscripción incompleta, en el caso de que, finalizado el periodo de suscripción, no hayan sido suscritos la totalidad de los Valores.
- 3.5.2 **Efectivo:** hasta 300.000.000 de Euros.
- 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:** hasta 300.000.
- 3.7 **Fecha de Emisión:** 29 de septiembre de 2011.
- 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 4,25% 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 29 de marzo 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 4,25%.

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:** Fecha de Emisión, el 29 de septiembre de 2011.

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 29 de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año, comenzando el 29 de diciembre de 2011 y finalizando el 29 de marzo 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.

3.14 **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:** 29 de marzo 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 provisionales de la Emisión:** Los rating provisionales de la Emisión, de fecha 23 de agosto de 2011, son:

"A-" por Fitch Ratings

"A3" por Moody's Investors Service

"A" por Standard & Poor's

Se prevé la confirmación de los mismos después de la Fecha de Desembolso.

Las agencias de calificación crediticia mencionadas vienen desarrollando su actividad en la Unión Europea con anterioridad al 7 de junio de 2010 y han solicitado su registro de acuerdo con el Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de septiembre de 2009 sobre agencias de calificación crediticia.

- *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 5 de septiembre de 2011 hasta las 15:00 horas (CET) del 27 de septiembre de 2011.
- 3.21 **Tramitación de la suscripción:** Personalmente en cualquiera de las oficinas de las Entidades Colocadoras en horario de oficina.

La formulación, recepción y tramitación de las órdenes de suscripción, se ajustará 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.

- 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 órdenes de suscripción serán irrevocables, salvo en el caso que durante el periodo de suscripción en curso:
 - (i) cualquiera de las agencias de calificación crediticia que califican al Emisor rebajasen la calificación crediticia del Emisor respecto de la última actualización emitida por Fitch Ratings el 29 de junio de 2011, Moody's Investors Service el 24 de marzo de 2011 y Standard & Poor's el 22 de febrero de 2011 (A-, A3 y A, respectivamente); y/o
 - (ii) las calificaciones definitivas de la emisión de Bonos otorgadas por las agencias de calificación se modificaran a la baja respecto a las Calificaciones Provisionales.

En estos casos, 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 comunicando el descenso de la calificación del Emisor o de la emisión de Bonos en la web de la CNMV.

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

Prorrato: N.A.

- 3.23 **Fecha de Desembolso:** El 29 de septiembre de 2011, 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. y 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 firmado entre Banco Guipuzcoano, S.A. y el Emisor, en virtud del cual Banco Guipuzcoano, S.A. se compromete a introducir órdenes de compra y venta en el mercado de acuerdo con lo establecido en el citado contrato.

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.

3.29 **Restricciones de venta o a la libre circulación de los Valores:** No existen restricciones de venta o a la libre circulación de los Valores.

3.30 **Representación de los inversores:** Ver el punto 4 de las presentes Condiciones Finales.

3.31 **TIR para el tomador de los Valores:** 4,322%

3.32 **Interés efectivo previsto para el Emisor:** 4,324%. Este tipo se ha calculado asumiendo los siguientes gastos de la emisión:

Gastos CNMV: 3.000 Euros

Gastos AIAF: 3.000 Euros

Gastos Iberclear: 590 Euros

Total gastos de la emisión: 6.590 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 29 de julio de 2011.

Se procede a la constitución del Sindicato de Bonistas denominado "Sindicato de la Emisión de Bonos Simples Septiembre 2011 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. Antonio Molina Solano, quien ha aceptado el cargo de Comisario y conoce los términos del Reglamento del Sindicato de Bonistas de la Emisión de Bonos Simples Septiembre 2011 de Banco de Sabadell, S.A., y quien tendrá las facultades que le atribuye el mismo.

Considerando el importe máximo de la presente emisión, el límite disponible de emisión al amparo del Folleto Base, una vez realizada la presente emisión, será de 9.450 millones de Euros.

5. 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.

6. 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.

7. COMPARACIÓN CON OTRAS EMISIONES

A fin de evaluar si las Condiciones Finales de la emisión de Bonos se adecúan a las condiciones de mercado teniendo en cuenta sus características, Banco de Sabadell, S.A. ha obtenido opiniones de dos expertos independientes especializados, Intermoney Valora Consulting, S.A. y KPMG Asesores, S.L., cuyos informes se adjuntan como Anexo II a las presentes Condiciones Finales.

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

D. José Luis Negro Rodriguez

Sant Cugat del Vallés, a 31 de agosto de 2011

Anexo I

Reglamento del Sindicato de la Emisión de Bonos Simples Septiembre 2011 de Banco de Sabadell, S.A.

REGLAMENTO DEL SINDICATO DE BONISTAS DE LA EMISIÓN DE BONOS SIMPLES SEPTIEMBRE 2011 DE BANCO DE SABADELL, S.A.

Artículo 1. Con la denominación "SINDICATO DE LA EMISIÓN DE BONOS SIMPLES SEPTIEMBRE 2011 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 emitidas 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.

Anexo II
Informes de expertos independientes

Madrid, 31 de agosto de 2011

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



Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

agosto 2011

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.....	8
4.3. Razonabilidad de la rentabilidad	14
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.....	15
6. Conclusiones	16
Anexo 1. Metodologías de valoración	18
Anexo 2. <i>Inputs</i> de valoración.....	22
Anexo 3. Tabla de equivalencia <i>rating</i> -indicador riesgo IM Valora.....	24

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

Introducción

A petición de Banco Sabadell, InterMoney Valora 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 los márgenes asociados a la emisión se encuentran 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:

- Proyecto de Ley por el 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, su estructura de flujos y sus elementos de opcionalidad. En el segundo se analiza el riesgo de crédito del Emisor. En el tercero se lleva a cabo un análisis previo de la situación actual del mercado financiero. En el cuarto 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 rentabilidad y 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
- Vencimiento: Transcurridos 18 meses desde la fecha de emisión.
- Estructura de pagos: 4.25% 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/A/A-, otorgadas por las agencias de *rating* Moody's, S&P y Fitch, respectivamente, situándola dentro del grado de inversión. La perspectiva de dichas calificaciones es negativa.

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

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

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

Agencias EMISOR	MOODY'S			S&P			FITCH		
	Rating	Credit Watch	Outlook	Rating	Credit Watch	Outlook	Rating	Credit Watch	Outlook
Banco Santander	Aa2	–	NEGATIVO	AA	–	NEGATIVO	AA	–	ESTABLE
BBVA	Aa2	–	NEGATIVO	AA	–	NEGATIVO	AA-	–	ESTABLE
Banesto	A2	–	NEGATIVO	AA	–	NEGATIVO	AA	–	ESTABLE
La Caixa	–	–	NEGATIVO	A-	–	ESTABLE	A+	–	ESTABLE
Bankinter	A2	–	NEGATIVO	A	–	NEGATIVO	–	–	–
Banco Popular	A2	–	NEGATIVO	A-	–	NEGATIVO	A-	–	NEGATIVO
Banco Sabadell	A3	–	NEGATIVO	A	–	NEGATIVO	A-	–	NEGATIVO
Ibercaja	Baa1	–	NEGATIVO	A	–	NEGATIVO	–	–	–
Banco Guipuzcoano	–	–	–	–	–	–	A-	–	NEGATIVO
Caixanova	A3	–	NEGATIVO	–	–	–	–	–	–
Bankia	Baa2	–	NEGATIVO	A-	–	ESTABLE	A-	–	ESTABLE
BBK	Baa3	–	NEGATIVO	–	–	–	A	–	NEGATIVO
Cajastur	Baa2	*-	–	–	–	–	A-	*-	–
Banca Cívica	–	–	–	–	–	–	BBB+	–	ESTABLE
Caja Murcia	–	–	–	–	–	–	BBB+	–	ESTABLE
CajaGranada	–	–	–	–	–	–	BBB+	–	ESTABLE
Caixa Penedés	–	–	–	–	–	–	BBB+	–	ESTABLE
Sa Nostra	–	–	–	–	–	–	BBB+	–	ESTABLE
Caja Cantabria	Baa2	*-	–	–	–	–	–	–	–
Caja Duero	Baa3	–	NEGATIVO	–	–	–	–	–	–
Caixa Galicia	Baa3	–	NEGATIVO	–	–	–	–	–	–
Banco de Valencia	Ba1	*-	–	–	–	–	BBB-	*-	–
Caixa Catalunya	Ba1	–	NEGATIVO	–	–	–	–	–	–
Banco Pastor	Ba1	–	NEGATIVO	–	–	–	–	–	–

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 este año. 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*
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*
Banco Popular	ES0213790019	29/07/2011	29/07/2021	150 M €	Cupón fijo anual 8% diez años; y cancelabilidad a partir 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 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 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 Gallego	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 3º 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.

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

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

vencimientos más cortos, todas ellas están emitidas a plazos más largos que la emisión de Banco Sabadell.

Por otro lado, en el año 2011 sólo ha habido una nueva emisión de deuda *senior*, la realizada por Banco Español de Crédito el mes de marzo. Dicha entidad no es comparable en términos de *rating* a Banco Sabadell y, además, tiene un vencimiento a 5 años, claramente superior a la que es objeto de análisis.

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.

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 CDSs.

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

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 cuya vida residual es similar a la 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/A-/A-	A2/A-/A-	19/04/2011	19/04/2013	500.000.000	Cupón fijo anual 4.625%	274 pb
ES0314950587	Bankia	Baa2/A-/A-	Baa2/A-/A-	16/03/2010	16/09/2011	1.000.000.000	Cupón fijo anual 2.25%	321 pb
ES0313679492	Bankinter	A2/A/A	A2/A/A	21/01/2010	21/01/2013	78.800.000	Cupón fijo anual 3.00%	277 pb
ES0313679484	Bankinter	A2/A/_	A2/A/_	15/01/2010	15/01/2013	900.000.000	Cupón vble EUR3M+95pb	255 pb
ES0313860258	Banco Sabadell	A3/A/A-	A3/A/A-	20/11/2009	20/02/2012	800.000.000	Cupón vble EUR3M+80pb	213 pb
ES0313860233	Banco Sabadell	A3/A/A-	A3/A/A-	22/05/2009	22/05/2012	750.000.000	Cupón fijo anual 4.375%	219 pb
ES0313679443	Bankinter	A2/A/_	A2/A/_	21/06/2007	21/06/2012	1.000.000.000	Cupón vble EUR3M+14pb	221 pb
ES0314975022	Caja Cantabria	Baa2/_/_	Baa2/_/_	12/04/2007	12/04/2012	300.000.000	Cupón vble EUR3M+19pb	403 pb
ES0314977267	Bankia	Baa2/A-/A-	Baa2/_/A-	21/03/2007	21/03/2012	300.000.000	Cupón vble EUR3M+15pb	361 pb
ES0313980023	Banco de Valencia	Ba1/_/BBB-	Ba1/_/BBB-	23/02/2007	23/02/2012	1.000.000.000	Cupón vble EUR3M+20pb	869 pb
ES0314977259	Bankia	Baa2/A-/A-	Baa2/_/A-	24/01/2007	24/01/2012	1.500.000.000	Cupón vble EUR3M+15pb	377 pb
ES0214977136	Bankia	Baa2/A-/A-	Baa2/_/A-	22/09/2006	23/09/2013	650.000.000	Cupón vble EUR3M+20pb	470 pb
ES0214950158	Bankia	Baa2/A-/A-	Baa2/A-/A-	09/06/2006	09/02/2012	826.000.000	Cupón vble EUR3M+12.5pb	326 pb
ES0214977128	Bankia	Baa2/A-/A-	Baa2/_/A-	26/05/2006	26/05/2013	500.000.000	Cupón fijo anual 4.25%	355 pb
ES0215474216	Caja Duero	Baa3/_/_	Baa3/_/_	17/05/2006	17/05/2013	300.000.000	Cupón vble EUR3M+18pb	598 pb
ES0214840250	Caixa Catalunya	Ba1/_/_	Ba1/_/_	06/07/2005	06/07/2012	1.250.000.000	Cupón vble EUR3M+15pb	744 pb
ES0214977086	Bankia	Baa2/A-/A-	Baa2/_/A-	06/06/2005	06/06/2012	1.200.000.000	Cupón vble EUR3M+15pb	353 pb
ES0214950133	Bankia	Baa2/A-/A-	Baa2/A-/A-	01/06/2005	01/06/2012	1.307.000.000	Cupón vble EUR3M+12.5pb	323 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.

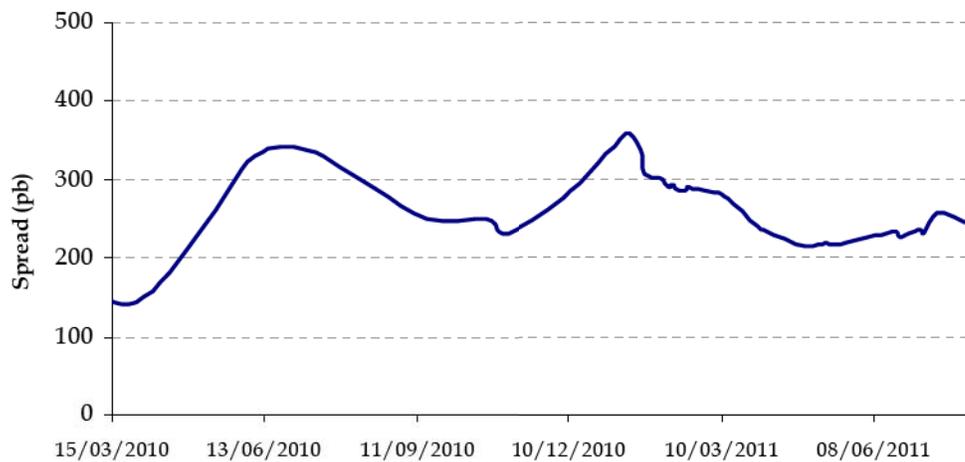
La valoración de estas emisiones, que no incorporan opcionalidad, se ha realizado sencillamente descontando los flujos que se espera las mismas generen. Para aquellas con cupones variables, los pagos se han estimado utilizando los tipos *forward* implícitos en la Curva Cupón Cero (CCC) del mercado. La 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, igualmente, la base para hallar la curva de descuento aplicada a los flujos. Las

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

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*



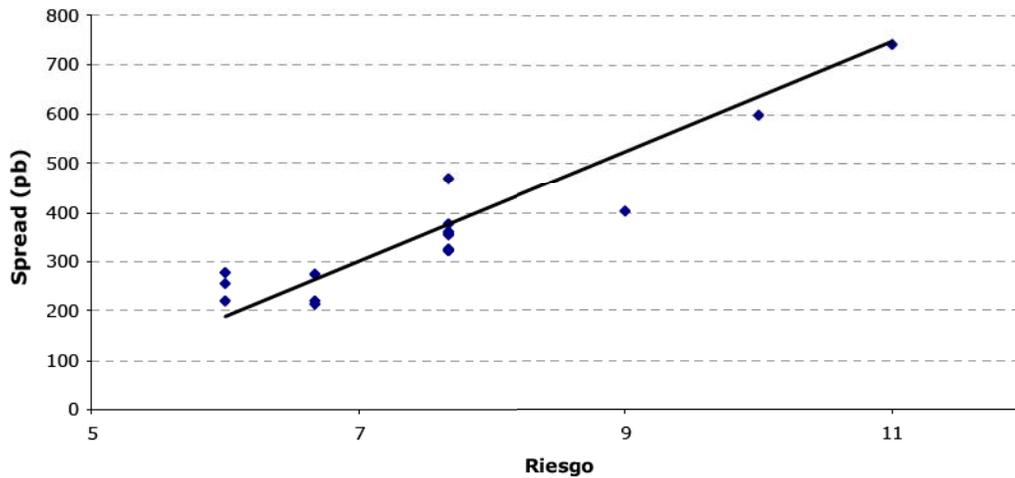
Del gráfico anterior se desprende que hasta finales del primer semestre de 2010, la rentabilidad promedio de las emisiones de deuda *senior* experimentó una etapa de estrés relacionada con la incertidumbre financiera y contagiada por el “caso griego”. A finales de junio 2010, se dio paso a una situación 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.

Analizada la tendencia, por lo que concierne al nivel de rentabilidad, se ha estudiado el comportamiento de las duplas rentabilidad-riesgo de las emisiones, cuya representación figura a continuación¹.

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 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 que, además, se comporta de forma notablemente lineal. Ello permite inferir un nivel de rentabilidad razonable para una emisión con las características de la de Banco Sabadell de **263 p.b.** (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.

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. A fecha 8 de agosto de 2011, el nivel del IBOXX se encuentra en **181 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	Volumen Emisión	Estructura Pagos	Spread implícito
ES0213860051	Sabadell	A3/A/A-	Baa1/A-/A-	26/04/2010	26/04/2020	500 M€	Cupón fijo anual 6.25%	486 pb
ES0213790001	Popular	A2/A-/A-	A3/BBB+/A-	22/12/2009	22/12/2019	336 M€	Cupón fijo anual 5.70% hasta 12/14; resto EUR3M+360pb con call	598 pb
ES0213679196	Bankinter	A2/A/_	A3/A-/ _	11/09/2009	11/09/2019	250 M€	Cupón fijo anual 6.375%	356 pb
ES0214950216	Caja Madrid	BBB-/_/A-	Baa2/BB+/BBB+	15/07/2009	15/07/2015	162 M€	Cupón fijo anual 5.116%	637 pb
XS0327533617	Santander	Aa2/AA/AA	Aa3/AA-/AA-	24/10/2007	24/10/2017	1500 M€	Cupón fijo anual 5.435% hasta 10/12; resto EUR3M+140pb con call	383 pb
XS0301810262	Santander	Aa2/AA/AA	Aa3/AA-/AA-	29/05/2007	29/05/2019	500 M€	Cupón fijo anual 4.75% hasta 05/14; resto EUR3M+80pb con call	306 pb
ES0214954150	Ibercaja	Baa1/A/_	Baa2/A-/ _	25/04/2007	25/04/2019	350 M€	Cupón flotante EUR3M+36pb con call 04/14	636 pb
XS0255291626	Santander	Aa2/AA/AA	Aa3/AA-/AA-	30/05/2006	30/05/2018	500 M€	Cupón fijo anual 4.25% hasta 05/13; resto EUR3M+82pb con call	243 pb
ES0213211099	BBVA	Aa2/AA/AA	Aa3/AA-/A+	20/10/2004	20/10/2019	1000 M€	Cupón fijo anual 4.375% hasta 10/14; resto EUR3M+87pb con call	385 pb
XS0201169439	Santander	Aa2/AA/AA	Aa3/AA-/AA-	30/09/2004	30/09/2019	500 M€	Cupón fijo anual 4.5% hasta 09/14; resto EUR3M+86pb con call	336 pb
ES0214950059	Caja Madrid	BBB-/_/A-	Baa2/BB+/BBB+	10/04/2000	10/04/2012	550 M€	Cupón fijo anual 6.25%	456 pb

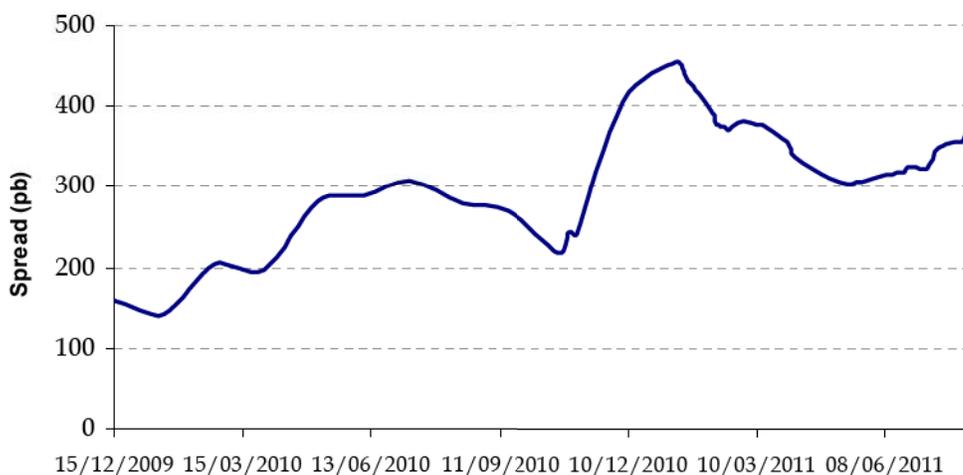
(*) Rating Moody's / S&P / Fitch

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



En el 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 niveles máximos de rentabilidad exigida en mercado. A partir de entonces, comienza una progresiva corrección a la baja durante el primer semestre de 2011.

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, como son las de Bankinter y Banco Popular y teniendo en cuenta la rentabilidad y riesgo de las emisiones de la muestra se infiere una rentabilidad en torno a **394 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 del mes de agosto y los movimientos especulativos los han situado en máximos históricos. A fecha de elaboración del presente informe el CDS español se sitúa en **281 pb**, habiendo alcanzado un máximo histórico de **346 pb** el 4 de agosto.

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.

4.3. Razonabilidad de la rentabilidad

Una vez analizados los indicadores del mercado secundario se puede concluir 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 263 pb (spread all-in sobre Euribor 3 meses).**

Este nivel es superior al del índice IBOXX y está acotado superiormente por la rentabilidad exigible a una emisión de deuda subordinada.

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

5. Análisis de la emisión de Banco Sabadell

5.1. Valoración de la emisión

Dadas las características de la emisión de Banco Sabadell descritas en la primera sección del informe, se ha procedido a su valoración con fecha 8 de agosto de 2011. La valoración de la emisión con un *spread* sobre Euribor 3 meses de 263 pb (el estimado como razonable en la sección anterior) arroja un precio de 99.85%.

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 4,25% pagadero trimestral vencimiento 18 meses	A3/A/A-	08/08/2011	263 pb	99.85%

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

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 263 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 **394 pb**, superior a la estimada para la emisión objeto de estudio, como es de esperar.
- El nivel del **índice IBOXX** se sitúa en **181 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 **263 pb** arroja un resultado de **99.85%**, valor razonable si bien ligeramente por debajo de la par.

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 que se encuentra dentro de un rango razonable, ligeramente por debajo de la par.

El presente trabajo se ha desarrollado en el periodo comprendido entre el 25 de julio y el 31 de agosto de 2011. La validez de sus resultados y conclusiones está circunscrita estrictamente a la información de mercado y a las emisiones existentes hasta el 8 de agosto de 2011.

Madrid, 31 de agosto de 2011.



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

Informe de Emisión de Deuda Senior de Banco Sabadell

sus socios y empleados, asumen responsabilidad alguna en relación con la información proporcionada por dichas fuentes.

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

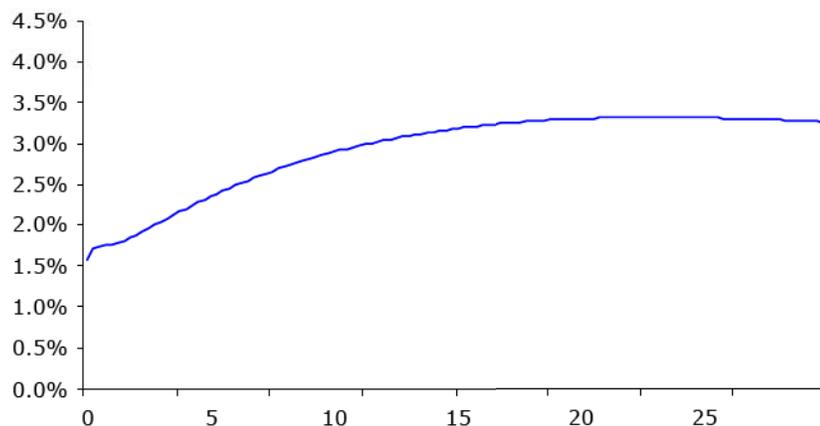
Fecha Valor: 8 de agosto de 2011

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	0.814%	2Y	1.516%
1W	1.219%	3Y	1.706%
1M	1.347%	4Y	1.941%
2M	1.399%	5Y	2.184%
3M	1.518%	6Y	2.395%
4M	1.584%	7Y	2.575%
5M	1.660%	8Y	2.714%
6M	1.745%	9Y	2.828%
9M	1.906%	10Y	2.948%
12M	2.094%	12Y	3.097%
		15Y	3.262%
		20Y	3.294%
		25Y	3.243%
		30Y	3.142%
		40Y	3.113%
		50Y	3.127%

La estimación de la curva cupón cero se obtiene mediante un ajuste por mínimos cuadrados de las tasas de rendimiento teóricas a las observadas en el mercado. La curva resultante se muestra gráficamente a continuación:

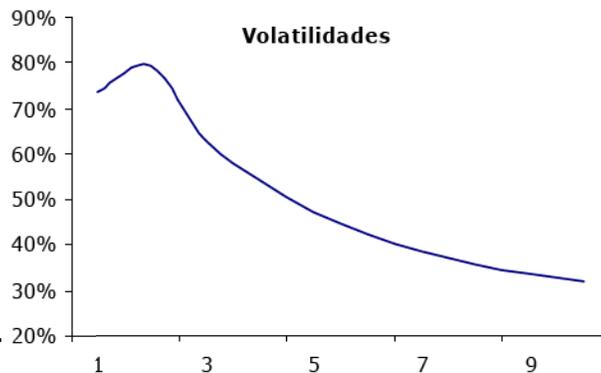
Curva Cupón Cero



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	1.31%	73.40%
2	1.52%	79.20%
3	1.71%	62.80%
4	1.94%	54.00%
5	2.18%	47.20%
6	2.40%	42.10%
7	2.58%	38.40%
8	2.71%	35.60%
9	2.83%	33.50%
10	2.95%	31.80%



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

a	Sigma
0.25058	0.01719

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

Banco Sabadell S.A.

Informe de Emisión
de Bonos de
Banco Sabadell S.A.



KPMG Asesores S.L.
Edificio Torre Europa
Paseo de la Castellana, 95
28046 Madrid

Banco Sabadell, S.A.
C/ Senna 12, Polígono Can Sant Joan
Sabadell - Barcelona

A la atención de:
D. Alberto Cortes Mendoza

29 de julio de 2011

Emisión de bonos de Banco Sabadell

Muy Señor Nuestro:

Atendiendo a su solicitud, a continuación les presentamos nuestros cálculos para el estudio del valor y rendimiento de una posible emisión de bonos al 4,25% de interés durante 18 meses por parte de Banco Sabadell, S.A. (en adelante, Banco Sabadell).

Objetivo, alcance y otras consideraciones relevantes

El objetivo final de nuestra colaboración ha sido el estudio del valor de una emisión dirigida al mercado minorista.

Para ello, hemos realizado fundamentalmente los siguientes procedimientos:

1.- Cálculo del valor esperado y rendimiento esperado de la emisión:

- Expresaremos el valor de la emisión como un porcentaje sobre el nominal invertido,
- Expresaremos el rendimiento esperado como spread constante sobre Euribor de un bono de tipo flotante de la misma duración que la emisión, y

2.- Razonabilidad del spread medido en puntos básicos¹ (pp. bb.) sobre Euribor calculado en el punto anterior para un bono emitido por Banco Sabadell con duración de 18 meses comenzando en septiembre. Para ello se tendrán en cuenta, entre otros, los siguientes aspectos:

- Calidad crediticia de Banco Sabadell según las agencias de rating.
- Análisis de la información disponible relativa al spread del CDS sobre Banco Sabadell correspondiente a los meses anteriores a la fecha de este informe.
- Comparación de los ratings, CDS y probabilidades de default de Banco Sabadell con entidades similares españolas y europeas.
- Contraste del rendimiento planteado con emisiones comparables realizadas por otras entidades en el mercado español.
- Contraste del rendimiento planteado con emisiones comparables realizadas por la propia entidad.
- Contraste del rendimiento planteado con la cotización reciente del CDS.

¹ 1 punto básico equivale a un 0,01%, así 100 pp. bb. es un 1,00%

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1. Descripción de la operación analizada

Estudiamos en este informe Bonos Senior Unsecured con vencimiento en 18 meses. La categoría de Senior les confiere un lugar precedente en el orden de prelación de pago a acreedores mientras que al ser Unsecured tienen como respaldo la garantía de Banco Sabadell, no teniendo ningún tipo de colateral u otro activo que haga de garantía de cobro.

La presente emisión no se encontrará cubierta por el Fondo de Garantía de Depósitos en Entidades de Crédito.

Las características principales de esta emisión de Bonos por Banco Sabadell para el mercado minorista sobre la que hemos realizado nuestros análisis son:

- Emisor: Banco Sabadell
- Garante: Banco Sabadell
- Fecha de emisión y desembolso: Septiembre de 2011
- Importe: 300 millones de euros
- Rating del emisor: A/A3 (resp. Fitch/Moody's)
- Rating provisional de la emisión: [A / A- / A3] (resp. S&P/Fitch/Moody's)
- Mercado de cotización: AIAF - SEND
- Plazo: 18 meses
- Amortización: Amortización a vencimiento, tipo bullet.
- Fórmula del cupón: 4,25% fijo anual que se pagará trimestralmente durante los 18 meses de la emisión, siendo el primer flujo tres meses después de la fecha de suscripción.
- Opción de cancelación: No está prevista la cancelación anticipada.

2. Equivalencia de la estructura

El bono a analizar paga un tipo fijo del 4,25% anual durante los 18 meses de vida de la emisión. Los pagos se realizan de manera trimestral.

Las estimaciones que daremos han sido calculadas con una estimación del spread de crédito medio de la emisión en 500pp. bb. asumiendo que esta tiene un comportamiento aleatorio. Este valor, Z-Spread, ha sido deducido en base al comportamiento histórico de los spreads de CDSs y su relación con otras emisiones de bonos cotizadas.

En esta sección daremos las siguientes estimaciones:

- Valor: Valor porcentual con respecto a la inversión de cada tramo. (Los tramos contemplados son NO aditivos, cada caso excluye al anterior)
- Spread de rendimiento: Spread de un bono de tipo flotante con nivel de riesgo interbancario y con pagos en las mismas fechas que la emisión en estudio y de vencimiento igual a la emisión en estudio.

Bono al 4,25% anual con pagos trimestrales durante 18 meses, comenzando a principios de septiembre de 2011 con vencimiento en marzo de 2013.

Con estas características, la emisión tiene unos valores medios sin riesgo de crédito de 103,12% que representa un rendimiento sobre el Euribor trimestral de 2,19%. Sin embargo dado que la inversión tiene riesgo de crédito debemos dar el valor de mercado contemplando la probabilidad de que Banco Sabadell incumpla en sus pagos. Tras hacer dicho ajuste, podemos dar los siguientes resultados, creemos que conservadores, contemplando todos los riesgos descontados por el mercado:

Valor:	96,84%
Rendimiento equivalente:	-2,3485%

Dichos cálculos han sido calculados en base a la cotización actual del CDS spread y asignando un Z-spread de 500 pp. bb. a la valoración.

Esta valoración crea contraste con la valoración obtenida en base al z-spread de 230 pp.bb. que tiene actualmente alguna emisión de Banco Sabadell. Si bien dicha cotización es menos líquida que los CDS spread, muestra una diferencia muy significativa entre ambas cotizaciones, lo que probablemente sea debido a que la cotización de CDS spread tiene como principales interesados los mercados mayoristas mientras que la cotización de la emisión mencionada está centrada en mercado minorista, influenciado pero con una percepción de Banco Sabadell como entidad financiera más sólida.

Con valores de 230 pp. bb. para situar la valoración con un z-spread que la emisión contemplada, se obtendría un valor de 100,45% y un spread sobre el Euribor 3 meses de 24 pp.bb. lo que la sitúa en una cotización prácticamente a la par si se tiene una percepción del riesgo de Banco Sabadell menor.

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

3.1 Calidad crediticia de Banco Sabadell.

A. Ratings

A.1 Ratings para deuda senior

Emisor	Fitch	Moody's	S&P
Banco Sabadell	A-	(P)A3	-

Emisor	Fitch	Moody's	S&P
Banco Santander	AA	Aa2	-
BBVA	AA-	Aa2	-
Banco Popular	A-	(P)A2	-
La Caixa	A+	Aa2	-
Caja Madrid	A-	Baa2	-
Bankinter	WD	A2	-
CAM	BB+	Ba1	-
Bancaja	A-	Baa2	-
Banco Pastor	NR	Ba1	-
Banesto	AA	A2	-
Caixa Catalunya	WD	Ba1	-

Ratings actuales de bancos españoles (Dato: 25/07/2011)

Emisor	Fitch	Moody's	S&P
UBS	A+	Aa3	-
ING	A	A1	-
Credit Agricole	AA-	Aa1	*-
Deutsche Bank	AA-	Aa3	-
RBS	AA-	A1	*-
HSBC	AA	Aa2	-
Intesa SanPaolo	AA-	Aa3	*-
Natixis	A+	Aa3	-
HSH Nordbank	A-	A3	*-
Fortis	#N/A N/A	#N/A N/A	-

Ratings actuales de bancos españoles (Dato: 25/07/2011)

B. CDS (Credit Default Swaps)

El CDS spread se considera uno de los indicadores de riesgo más puros y en caso de ser su cotización suficientemente líquida se considera el más fiable medidor de riesgo de crédito de los mercados.

Un CDS es un producto que permite proteger al comprador del mismo de impagos por parte de una cierta emisión de deuda o emisor. Para comprar dicha protección se debe pagar una prima denominada CDS spread. En caso de incumplimiento de la emisión o emisor protegidos por el CDS, la entidad que vende la protección deberá comprar la deuda en default al valor de su nominal. El inconveniente que tiene este instrumento como indicador es que no es observable para todos los emisores, sólo para los que realmente se abre su mercado.

El CDS se considera la prima de riesgo anual que está asociada a una emisión y son cotizados por tipo de deuda (Senior o Subordinada), moneda (en nuestro caso sólo tendremos en cuenta el euro) y por vencimiento, 1, 2, 3, 5, 7 y 10 años. Se suele tener una idea de cómo se comporta el riesgo de crédito si se compara el comportamiento de los spreads CDS según varían estos factores.

Los siguientes gráficos representan la evolución de los spreads de los CDS sobre deuda del Banco Sabadell desde el 01/06/2010 para CDSs sobre deuda Senior con vencimiento en 1 año, que es el vencimiento líquido más cercano al vencimiento de la emisión en estudio. Se ha optado por la representación en media móvil, promedio de los últimos 3 meses (MA 90días) para que se tenga una idea progresiva del riesgo. El uso de la media móvil es una práctica que permite observar tendencias y ayuda a la toma de decisión de inversión.

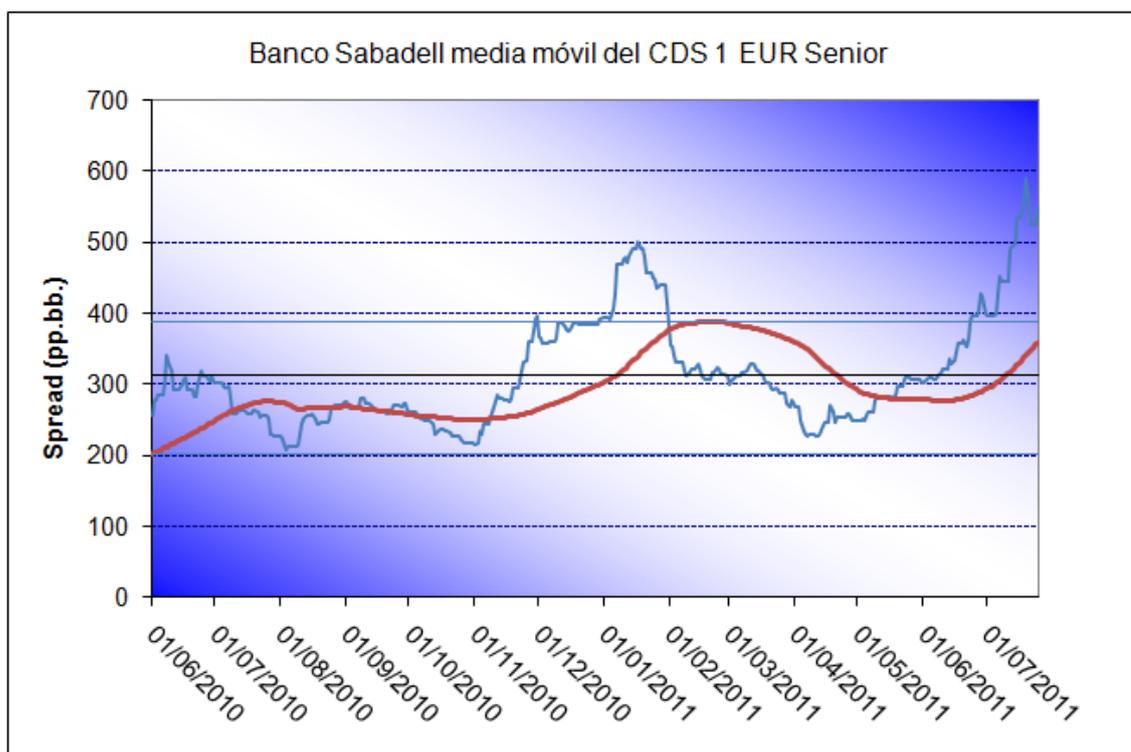


Gráfico del CDS 1Y para deuda senior de Banco Sabadell (Datos: 25/07/2011)

A continuación facilitamos la cotización de las primas de los CDS senior con vencimiento en 1 año de varias entidades financieras a nivel nacional y europeo:

CDS 1 año DEUDA SENIOR

Entidad	CDS 1Y SR	Dif vs Banco Sabadell
Banco Sabadell	548,82	0,00
<i>BBVA</i>	190,52	358,31
<i>Banco Popular</i>	-	-
<i>La Caixa</i>	260,25	288,58
<i>Caja Madrid</i>	295,50	253,32
<i>Bankinter</i>	-	-
<i>CAM</i>	632,77	-83,95
<i>Bancaja</i>	375,23	173,60
<i>Banco Santander</i>	177,01	371,81
<i>UBS</i>	41,88	506,94
<i>ING</i>	63,59	485,23
<i>Credit Agricole</i>	94,74	454,08
<i>BNP</i>	70,26	478,57
<i>Deutsche Bank</i>	40,59	508,23
<i>RBS</i>	106,22	442,60
<i>HSBC</i>	-	-
<i>Barclays</i>	67,90	480,93
<i>Intesa SanPaolo</i>	162,77	386,05
<i>Natixis</i>	108,37	440,46

CDS 1Y para deuda Senior de las principales entidades financieras (Datos:25/07/2011)

Podemos observar que el mercado descuenta que el riesgo de crédito de Banco de Sabadell es bastante alto siendo la segunda entidad más arriesgada de las que hemos encontrado cotización de CDS con estas características.

A continuación facilitamos la comparación de la evolución reciente de las primas de los CDS senior más líquidos (5 años) entre Banco Sabadell y una media de entidades financieras similares a nivel nacional y europeo agrupadas por rating de la agencia Fitch:

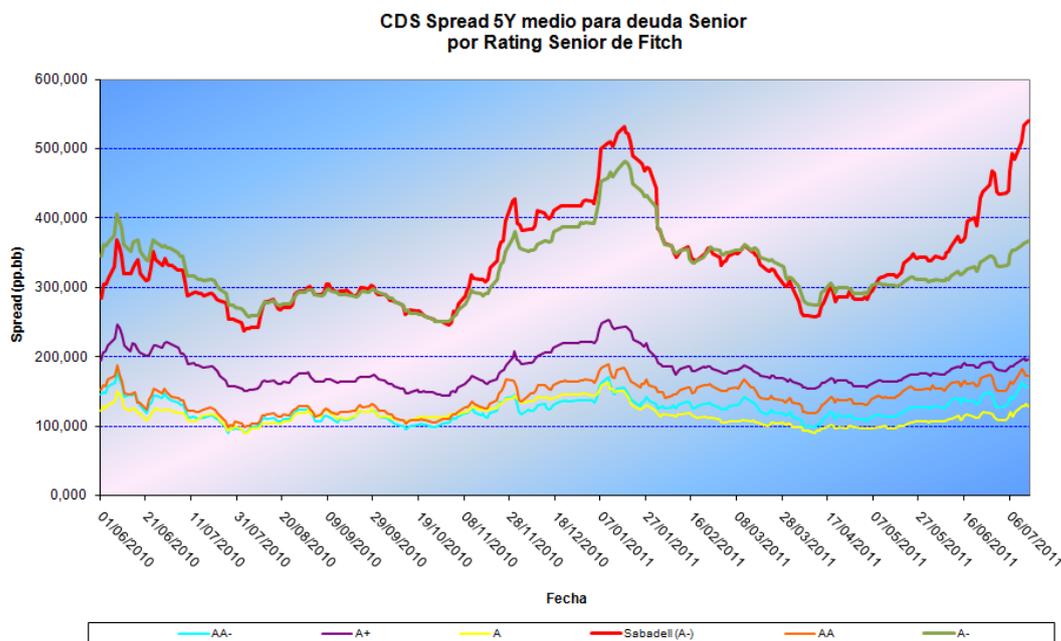


Gráfico del CDS 5Y para deuda senior de Banco Sabadell (Datos: 25/07/2011)

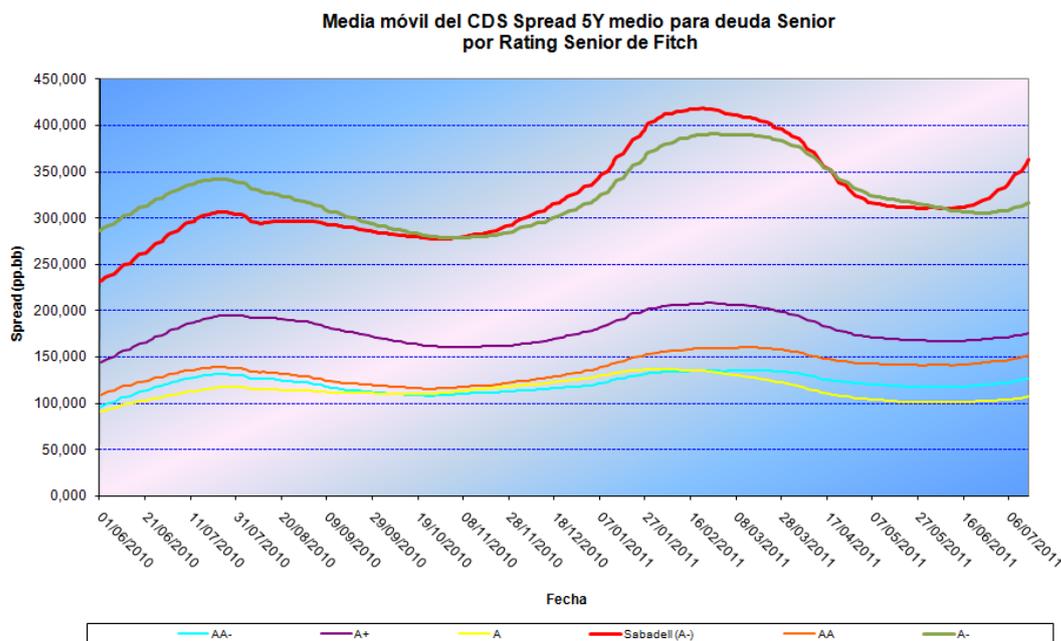


Gráfico del CDS 5Y para deuda senior de Banco Sabadell (Datos: 25/07/2011)

Podemos observar que el comportamiento del Banco Sabadell se encuentra cercano a la categoría A-, viéndose en los últimos meses un leve distanciamiento, así que en este caso la categoría de rating asignada por la agencia y el comportamiento del CDS son congruentes.

3.2 Referencias comparables en mercados para una emisión de bonos con vencimiento en marzo de 2013 (18 meses) de Banco Sabadell.

3.2.1 Contraste con emisiones comparables del mercado español.

ISIN	Emisor	Rating ²	Importe (mill.)	F. Emisión	F. Vencimiento	Cupón	Cotización	Z-Spread
XS0437421240	BSCH	AA/Aa2/AA	200	6/25/2009	23/07/2012	Euribor + 1,10%	98,75%	-
XS0437422057	BSCH	AA/Aa2/AA	200	6/25/2009	24/07/2012	Euribor + 1,10%	98,75%	-
XS0264382176	BSCH	AA/Aa2/AA	625	8/9/2006	24/08/2012	Euribor + 0,125%	98,36%	-
XS0532723557	BSCH	AA/Aa2/AA	23,5	8/6/2010	27/08/2012	2,21%	97,79%	233,48
XS0462805390	BSCH	AA/Aa2/AA	516	10/23/2009	09/11/2012	2,23%	-	-
XS0627787095	BSCH	AA/Aa2/AA	50	5/10/2011	23/11/2012	Euribor + 1,16%	-	-
XS0562946193	BSCH	AA/Aa2/AA	25	12/3/2010	03/12/2012	Euribor	-	-
XS0569536476	BSCH	- /Aa2/AA	25	12/9/2010	23/12/2012	Euribor + 0,95%	-	-
XS0477243843	BSCH	AA/Aa2/AA	2.000	1/5/2010	18/01/2013	Euribor + 0,45%	97,25%	-
XS0342662631	BSCH	AA/Aa2/AA	8.000	2/4/2008	08/02/2013	1,35%	100,90%	29,25
XS0593970014	BSCH	AA/Aa2/AA	2.000	2/15/2011	28/02/2013	3,75%	99,27%	225,24
XS0542362982	BSCH	AA/Aa2/AA	100	9/9/2010	01/03/2013	2,35%	97,05%	229,33
XS0248513540	BSCH	AA/Aa2/AA	750	3/15/2006	05/04/2013	Euribor + 0,125%	95,99%	-
XS0616562277	BSCH	AA/Aa2/AA	1.500	4/6/2011	19/04/2013	Euribor + 0,145%	98,10%	-
XS0262892549	BSCH	AA/ - /AA	250	8/9/2006	09/08/2013	Euribor	-	-
XS0541340021	BSCH	AA/Aa2/AA	1.000	9/6/2010	20/09/2013	2,88%	97,22%	220,50
XS0540506077	BBVA	AA/Aa2/AA-	1.250,00	9/2/2010	10/09/2012	2,75%	98,85%	184,75
XS0463966936	BBVA	AA/Aa2/AA-	30,00	10/28/2009	13/11/2012	Euribor + 0,44%	97,38%	-
XS0479528753	BBVA	AA/Aa2/AA-	1.500,00	1/11/2010	22/01/2013	Euribor + 0,42%	97,18%	-
XS0284493052	BBVA	AA/Aa2/AA-	15.000,00	1/22/2007	02/02/2013	0,80%	100,02%	31,97
XS0605136273	BBVA	AA/Aa2/AA-	1.750,00	3/7/2011	22/03/2013	4%	99,47%	236,01
XS0250172003	BBVA	AA/Aa2/AA-	600,00	3/31/2006	22/04/2013	4%	99,54%	229,33
ES0313679492	Bankinter	A/A2/ -	78,80	1/20/2010	21/01/2013	3%	97,69%	259,69
XS0616481783	B. Popular	- /A2/A-	500,00	4/5/2011	19/04/2013	4,625%	100,26%	244,76
ES0357080201	B. Popular	- / - / -	29,70	11/30/2010	30/11/2013	4,50%	99,70%	246,68
XS0541946173	B. Popular	A-/A2/ -	30,00	9/2/2010	26/01/2017	4,20%	92,94%	302,99
XS0499252715	B. Popular	- /A2/A-	50,00	3/24/2010	19/04/2012	Euribor +0,48%	98,58%	-
ES0257080020	B. Popular	A-/A2/ -	85,00	9/5/2008	29/12/2028	2,088%	75,54%	381,78
ES0357080177	B. Popular	- / - / -	40,00	6/22/2008	30/12/2014	Euribor + 0,99%	94,33%	-
ES0357080144	B. Popular	A-/A2/A-	678,70	1/11/2007	08/02/2012	Euribor + 0,075%	98,60%	-
XS0372107739	Bankia	- /Baa2/ -	20	6/18/2008	25/06/2013	5,63%	-	-
ES0214977136	Bankia	- /Baa2/A-	650	9/7/2006	23/09/2013	1,71%	91,05%	-
ES0318538073	C. Catalunya	- /Ba1/ -	210	2/28/2011	28/02/2012	1,900%	95,88%	-
ES0214840334	C. Catalunya	- /Ba1/ WD	200	1/24/2007	24/01/2014	0,17%	84,75%	-
ES0214840326	C. Catalunya	- /Ba1/ WD	25	10/24/2006	02/11/2016	0,22%	84,75%	-
ES0214840318	C. Catalunya	- /Ba1/WD	300	10/5/2006	18/10/2013	0,19%	84,75%	-
ES0214840292	C. Catalunya	- /Ba1/WD	50	9/13/2006	26/09/2016	0,21%	84,75%	-
ES0214840284	C. Catalunya	- /Ba1/WD	85	8/23/2006	05/09/2016	0,22%	85%	-
ES0314840101	C. Catalunya	- /WR/WD	1.000	7/11/2006	18/07/2011	0,15%	85%	-
ES0214840250	C. Catalunya	- /Ba1/WD	1.250	6/29/2005	06/07/2012	0,15%	84,75%	-
ES0214840219	C. Catalunya	- /Ba1/WD	90	2/13/2004	19/02/2014	0,28%	84,75%	-

² S&P / Moody's / Fitch

Las emisiones que hemos encontrado en el mercado español con características similares a las del Bono en estudio han sido listadas en la tabla anterior. Dichas emisiones están ordenadas por entidad emisora y vencimiento, siendo los vencimientos seleccionados los más cercanos a la fecha de vencimiento de la emisión de Banco Sabadell.

3.2.3 Contraste con otras emisiones de Banco Sabadell

ISIN	Emisor	Rating	Importe (mill.)	F. Emisión	F. Vencimiento	Cupón	Cotización de cierre	Z-Spread
ES0313860233	Banco Sabadell	A/A3/A-	750,00	5/13/2009	22/05/2012	4,375%	100,36%	181,96

A pesar de que esta emisión tiene un Z-spread bastante bajo, hemos decidido tenerla en cuenta aunque con una ponderación bastante baja dado que su vencimiento tendrá lugar en un plazo cercano a los 12 meses y nos demuestra que el mercado de bonos no está siendo del todo congruente con el mercado de CDS pues su Z-Spread es bastante bajo con respecto al CDS spread.

4. Conclusión

El bono que se emitiría en el mes de septiembre de 2011 y vencería en marzo de 2013, pagando un tipo fijo del 4,25% anual en periodos trimestrales tendría un valor que establecemos en el rango comprendido entre 96,84% y 100,45%. El primero de estos valores sería asociado a la estimación y cuantificación del riesgo de crédito en base a la cotización de CDSs para su deuda senior que situaríamos en torno a 500 pp.bb. y el segundo asociado a la estimación del riesgo de crédito mediante el Z-spread de una emisión cotizada comparable del Banco de Sabadell que estaría cotizando en valores de riesgo de crédito para ese plazo de 230 pp.bb. siendo esta última menos líquida y perteneciente a un mercado menos independiente. Los spreads de rendimientos sobre el Euribor 3 meses para un bono con los mismos valores se situarían entre -2% en el peor caso y 0% en el mejor.

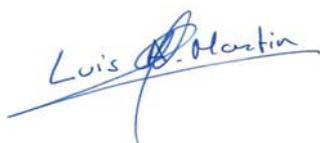
No obstante, nos gustaría destacar que estas cifras de valor son estimaciones de valores reales que podrían situarse en un intervalo cuyo radio estimamos hasta en un 4% en condiciones normales del mercado.

El trabajo se ha realizado durante los días del 25 de julio de 2011 al día 29 de julio de 2011. Nuestro trabajo no incluye la actualización de nuestro informe por hechos u otras circunstancias que pudieran ocurrir con posterioridad a la fecha de emisión del mismo.

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

Atentamente,

KPMG Asesores, S.L.



Luis Martin Riaño

Anexo 1. Inputs de valoración.

A.1 Datos para la construcción de la curva de tipos cupón cero.

		Curva de tipos	
Tipos Euribor	Euribor 1 Week	21/07/2011	1,462
	Euribor 2 Week	28/07/2011	1,463
	Euribor 3 Week	04/08/2011	1,455
	Euribor 1 Month	14/08/2011	1,458
	Euribor 2 Month	14/09/2011	1,495
	Euribor 3 Month	14/10/2011	1,606
	Euribor 4 Month	14/11/2011	1,657
	Euribor 5 Month	14/12/2011	1,733
	Euribor 6 Month	14/01/2012	1,817
	Euribor 7 Month	14/02/2012	1,868
	Euribor 8 Month	14/03/2012	1,924
	Euribor 9 Month	14/04/2012	1,988
Euribor 10 Month	14/05/2012	2,046	
Euribor 11 Month	14/06/2012	2,107	
Euribor 12 Month	14/07/2012	2,176	
Tipos Swap	EUR SWAP ANNUAL 1 YR	14/07/2012	1,8693
	EUR SWAP ANNUAL 2 YR	14/07/2013	1,959
	EUR SWAP ANNUAL 3 YR	14/07/2014	2,121
	EUR SWAP ANNUAL 4 YR	14/07/2015	2,3605
	EUR SWAP ANNUAL 5 YR	14/07/2016	2,574
	EUR SWAP ANNUAL 6 YR	14/07/2017	2,735
	EUR SWAP ANNUAL 7 YR	14/07/2018	2,8995
	EUR SWAP ANNUAL 8 YR	14/07/2019	3,0205
	EUR SWAP ANNUAL 9 YR	14/07/2020	3,1095
	EUR SWAP ANNUAL 10 YR	14/07/2021	3,217
	EUR SWAP ANNUAL 11 YR	14/07/2022	3,302
	EUR SWAP ANNUAL 12 YR	14/07/2023	3,379
	EUR SWAP ANNUAL 13 YR	14/07/2024	3,445
	EUR SWAP ANNUAL 14 YR	14/07/2025	3,4888
	EUR SWAP ANNUAL 15 YR	14/07/2026	3,5395
	EUR SWAP ANNUAL 16 YR	14/07/2027	3,566
	EUR SWAP ANNUAL 17 YR	14/07/2028	3,5865
	EUR SWAP ANNUAL 18 YR	14/07/2029	3,5985
	EUR SWAP ANNUAL 19 YR	14/07/2030	3,6055
	EUR SWAP ANNUAL 20 YR	14/07/2031	3,6085
	EUR SWAP ANNUAL 21 YR	14/07/2032	3,608
	EUR SWAP ANNUAL 22 YR	14/07/2033	3,6015
	EUR SWAP ANNUAL 23 YR	14/07/2034	3,5925
	EUR SWAP ANNUAL 24 YR	14/07/2035	3,58
	EUR SWAP ANNUAL 25 YR	14/07/2036	3,568
	EUR SWAP ANNUAL 26 YR	14/07/2037	3,5575
	EUR SWAP ANNUAL 27 YR	14/07/2038	3,5445
	EUR SWAP ANNUAL 28 YR	14/07/2039	3,5325
	EUR SWAP ANNUAL 29 YR	14/07/2040	3,5205
	EUR SWAP ANNUAL 30 YR	14/07/2041	3,5095
	EUR SWAP ANNUAL 31 YR	14/07/2042	3,487
	EUR SWAP ANNUAL 32 YR	14/07/2043	3,479
	EUR SWAP ANNUAL 33 YR	14/07/2044	3,472
	EUR SWAP ANNUAL 34 YR	14/07/2045	3,466
	EUR SWAP ANNUAL 35 YR	14/07/2046	3,4775
	EUR SWAP ANNUAL 36 YR	14/07/2047	3,458
	EUR SWAP ANNUAL 37 YR	14/07/2048	3,454
	EUR SWAP ANNUAL 38 YR	14/07/2049	3,451
	EUR SWAP ANNUAL 39 YR	14/07/2050	3,449
	EUR SWAP ANNUAL 40 YR	14/07/2051	3,4615
	EUR SWAP ANNUAL 41 YR	14/07/2052	3,446
	EUR SWAP ANNUAL 42 YR	14/07/2053	3,446
	EUR SWAP ANNUAL 43 YR	14/07/2054	3,445
	EUR SWAP ANNUAL 44 YR	14/07/2055	3,445
	EUR SWAP ANNUAL 45 YR	14/07/2056	3,4465
	EUR SWAP ANNUAL 46 YR	14/07/2057	3,446
	EUR SWAP ANNUAL 47 YR	14/07/2058	3,446
	EUR SWAP ANNUAL 48 YR	14/07/2059	3,447
	EUR SWAP ANNUAL 49 YR	14/07/2060	3,448
	EUR SWAP ANNUAL 50 YR	14/07/2061	3,4625

A.2 Datos adicionales para la estimación del índice Euribor 3 meses.

		Curva de tipos	
Tipos Euribor	Euribor 1 Week	21/07/2011	1,462
	Euribor 2 Week	28/07/2011	1,463
	Euribor 3 Week	04/08/2011	1,455
	Euribor 1 Month	14/08/2011	1,458
	Euribor 2 Month	14/09/2011	1,495
	Euribor 3 Month	14/10/2011	1,606
	Euribor 4 Month	14/11/2011	1,657
	Euribor 5 Month	14/12/2011	1,733
	Euribor 6 Month	14/01/2012	1,817
Tipos Swap	EUR SWAP (vs 3m) 1Y	14/07/2012	1,8693
	EUR SWAP (vs 3m) 2Y	14/07/2013	1,959
	EUR SWAP (vs 3m) 3Y	14/07/2014	2,121
	EUR SWAP (vs 3m) 4Y	14/07/2015	2,3605
	EUR SWAP (vs 3m) 5Y	14/07/2016	2,574
	EUR SWAP (vs 3m) 6Y	14/07/2017	2,735
	EUR SWAP (vs 3m) 7Y	14/07/2018	2,8995
	EUR SWAP (vs 3m) 8Y	14/07/2019	3,0205
	EUR SWAP (vs 3m) 9Y	14/07/2020	3,1095
	EUR SWAP (vs 3m) 10Y	14/07/2021	3,217
	EUR SWAP (vs 3m) 11Y	14/07/2022	3,302
	EUR SWAP (vs 3m) 12Y	14/07/2023	3,379
	EUR SWAP (vs 3m) 13Y	14/07/2024	3,445
	EUR SWAP (vs 3m) 14Y	14/07/2025	3,4888
	EUR SWAP (vs 3m) 15Y	14/07/2026	3,5395
	EUR SWAP (vs 3m) 16Y	14/07/2027	3,566
	EUR SWAP (vs 3m) 17Y	14/07/2028	3,5865
	EUR SWAP (vs 3m) 18Y	14/07/2029	3,5985
	EUR SWAP (vs 3m) 19Y	14/07/2030	3,6055
	EUR SWAP (vs 3m) 20Y	14/07/2031	3,6085
	EUR SWAP (vs 3m) 21Y	14/07/2032	3,608
	EUR SWAP (vs 3m) 22Y	14/07/2033	3,6015
	EUR SWAP (vs 3m) 23Y	14/07/2034	3,5925
	EUR SWAP (vs 3m) 24Y	14/07/2035	3,58
	EUR SWAP (vs 3m) 25Y	14/07/2036	3,568
	EUR SWAP (vs 3m) 26Y	14/07/2037	3,5575
	EUR SWAP (vs 3m) 27Y	14/07/2038	3,5445
	EUR SWAP (vs 3m) 28Y	14/07/2039	3,5325
	EUR SWAP (vs 3m) 29Y	14/07/2040	3,5205
	EUR SWAP (vs 3m) 30Y	14/07/2041	3,5095
EUR SWAP (vs 3m) 35Y	14/07/2042	3,487	
EUR SWAP (vs 3m) 40Y	14/07/2043	3,479	
EUR SWAP (vs 3m) 50Y	14/07/2044	3,472	
EUR SWAP (vs 3m) 60Y	14/07/2045	3,466	