

Banesto

D. JUAN MANUEL DELIBES LINIERS, EN NOMBRE Y REPRESENTACIÓN DE BANESTO ESPAÑOL DE CRÉDITO, S.A., Y DEBIDAMENTE FACULTADO AL EFECTO, ANTE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES,

CERTIFICA

Que el contenido del Folleto “Participaciones Preferentes Serie 1/2009” de Banco Español de Crédito, S.A., inscrito por la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 28 de mayo de 2009, coincide exactamente con el que se presenta en soporte informático junto con esta certificación.

AUTORIZA

La difusión del contenido del Folleto de “Participaciones Preferentes Serie 1/2009” de Banco Español de Crédito, S.A., a través de la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Y para que conste a los efectos oportunos, se expide la presente en Madrid, a 28 de mayo de 2009.

D. Juan Manuel Delibes Liniers

BANCO ESPAÑOL DE CRÉDITO, S.A.

NOTA DE VALORES DE LA EMISIÓN DE
PARTICIPACIONES PREFERENTES SERIE 1/2009
DE BANCO ESPAÑOL DE CRÉDITO, S.A.

La presente Nota de Valores (elaborada conforme al Anexo V del Reglamento (CE) nº 809/2004 de la Comisión de 29 de abril de 2004), ha sido inscrita en los Registros Oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 28 de mayo de 2009 y se complementa con el Documento de Registro de Banco Español de Crédito, S.A. inscrito en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 23 de septiembre de 2008, el cual se incorpora por referencia.

ÍNDICE

I.	RESUMEN	5
II.	FACTORES DE RIESGO	14
III.	NOTA DE VALORES	19
1.-	PERSONAS RESPONSABLES	19
1.1.-	Personas que asumen la responsabilidad del contenido de la nota de valores	19
2.-	FACTORES DE RIESGO	19
3.-	INFORMACIÓN FUNDAMENTAL	19
3.1.-	Interés de las personas físicas y jurídicas participantes en la oferta	19
3.2.-	Motivo de la oferta y destino de los ingresos	19
4.-	INFORMACIÓN RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A OFERTARSE	21
4.1.-	Descripción del tipo y la clase de valores	21
4.2.-	Legislación de los valores	21
4.3.-	Representación de los valores	22
4.4.-	Divisa de la Emisión	22
4.5.-	Orden de Prelación	22
4.6.-	Descripción de los derechos vinculados a los valores y procedimiento para el ejercicio de los mismos	23
4.6.1.-	Derechos económicos	23
4.6.1.1.-	Derecho a percibir la Remuneración predeterminada de carácter no acumulativo y condicionada a la existencia de beneficios distribuibles	23
4.6.1.2.-	Derecho a percibir el Precio de Amortización	27
4.6.1.3.-	Derecho a percibir las Cuotas de Liquidación — Límites	28
4.6.1.4.-	Derecho de suscripción preferente	29
4.6.2.-	Derechos políticos	29
4.7.-	Tipo de remuneración y disposiciones relacionadas	30
4.7.1.-	Determinación del importe de la Remuneración	30
4.7.2.-	Descripción del subyacente	31
4.7.3.-	Fechas de devengo y pago de los intereses	32
4.7.4.-	Fórmula para el cálculo de la Remuneración	33
4.7.5.-	Plazo válido en el que se puede reclamar la Remuneración	34
4.7.6.-	Fechas, lugar, entidades y procedimiento para el pago de las Remuneraciones	34
4.7.7.-	Agente de Pagos y Agente de Cálculo	34
4.8.-	Precio de amortización y disposiciones relativas al vencimiento de los Valores	34
4.8.1.-	Precio de amortización	34
4.8.2.-	Supuestos, fecha, lugar y procedimiento de amortización	34

4.8.3.- Adquisición por entidades del Grupo para su amortización	35
4.9.- Indicación del rendimiento para el inversor y método de cálculo	35
4.10.- Representación de los tenedores de los Valores	36
4.11.- Resoluciones, autorizaciones y aprobaciones en virtud de las cuales se emiten los Valores	36
4.12.- Fecha de emisión	36
4.13.- Restricciones a la libre transmisibilidad de los Valores	36
4.14.- Fiscalidad de los valores	36
4.14.1.- Imposición Indirecta en la adquisición y transmisión de Participaciones Preferentes Serie 1/2009	37
4.14.2.- Imposición Directa sobre las rentas derivadas de la titularidad, transmisión, amortización o reembolso de Participaciones Preferentes Serie 1/2009	37
5.- CLÁUSULAS Y CONDICIONES DE LA OFERTA	41
5.1.- Condiciones, estadísticas de la oferta, calendario previsto y procedimiento para la suscripción de la oferta	41
5.1.1.- Condiciones a las que está sujeta la oferta	41
5.1.2.- Importe de la oferta	41
5.1.3.- Periodo de suscripción. Suscripción incompleta	42
5.1.4.- Lugar y forma de tramitar la suscripción	42
5.1.5.- Procesamiento cronológico de Órdenes de Suscripción	44
5.1.6.- Desembolso	44
5.2.- Plan de colocación y adjudicación	45
5.2.1.- Categorías de inversores a los que se ofertan los Valores.	45
5.2.2.- Plazo y forma de entrega de las Participaciones Preferentes	45
5.3.- Precios	46
5.3.1.- Precio al que se ofertarán los Valores o método para determinarlo y gastos para el suscriptor.	46
5.4.- Colocación y aseguramiento	46
5.4.1.- Entidades coordinadoras y participantes en la colocación	46
5.4.2.- Agente de pagos y entidades depositarias	46
5.4.3.- Entidades aseguradoras y colocadoras y procedimiento de colocación	46
5.4.4.- Fecha del acuerdo de aseguramiento	46
6.- ACUERDOS DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y NEGOCIACIÓN	46
6.1.- Solicitudes de admisión a cotización	46
6.2.- Mercados regulados en los que están admitidos a cotización valores de la misma clase	47
6.3.- Entidades de liquidez	48

7.- INFORMACIÓN ADICIONAL	50
7.1.- Personas y entidades asesoras de la emisión	50
7.2.- Información de la Nota de Valores revisada por los auditores	50
7.3.- Otras informaciones aportadas por terceros	50
7.4.- Vigencia de las informaciones aportadas por terceros	50
7.5.- Ratings	50
7.6.- Hechos más relevantes ocurridos con posterioridad a la fecha de registro del Documento de Registro del Emisor	53
ANEXO 1- Opinión de los Expertos Independientes AFI e Intermoney	

ADVERTENCIA DE LA CNMV SOBRE LA EMISIÓN DE PARTICIPACIONES PREFERENTES DE BANESTO

Este producto ofrece una rentabilidad sensiblemente inferior (en torno a un 0,4% anual tal y como recogen los informes de valoración incorporados al folleto informativo) a la que en estos momentos están exigiendo los inversores profesionales y cualificados, atendiendo al riesgo que incorpora, e inferior asimismo a la ofrecida por productos equiparables de otros emisores comparables. Por tanto, el valor de mercado de este instrumento sería sensiblemente inferior (alrededor de un 6%) a su valor nominal, por lo que si el suscriptor quisiera vender estos valores en el mercado secundario podría perder una parte significativa de su inversión inicial.

Por otra parte, este producto es un título perpetuo (aunque el emisor puede ejercer su opción de amortización a partir del 5º año) y ultra-subordinado, por lo que el titular se sitúa en el penúltimo lugar en el orden de cobro (sólo por delante de los accionistas en caso de producirse una liquidación del emisor en un proceso concursal). Asimismo, podrían dejarse de pagar los cupones cuando la entidad deje de repartir beneficios por cualquier motivo, como eventuales dificultades financieras futuras o la incorporación de otros acreedores con mejor posición en el orden de prelación.

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

I.- RESUMEN

En el presente resumen, el Documento de Registro del Emisor y la Nota de Valores serán referidos, conjuntamente, como el "Folleto". Existe un Documento Registro de Banco Español de Crédito, S.A., inscrito en los registros oficiales de la CNMV el 23 de septiembre de 2008.

Se hace constar expresamente que:

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

1.- ASPECTOS RELEVANTES A TENER EN CUENTA POR EL INVERSOR

La inversión en Participaciones Preferentes Serie 1/2009, está sujeta a RIESGOS específicos que se resumen a continuación.

- Las Participaciones Preferentes Serie 1/2009, son un producto complejo y de carácter perpetuo.
- La presente emisión no constituye un depósito bancario y, en consecuencia, no se incluye entre las garantías del Fondo de Garantías de Depósitos.
- El adjetivo "preferente" que la legislación española otorga a las participaciones preferentes NO significa que sus titulares tengan la condición de acreedores privilegiados.

Factores de riesgo de los valores

Riesgo de no percepción de las remuneraciones

El pago de la Remuneración estará condicionado a la obtención de Beneficio Distribuible (tal y como este término se define en el apartado III.4.6.1.1) y a la existencia de recursos propios suficientes de conformidad con la normativa bancaria que resulte de aplicación en cada momento.

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

El Beneficio Distribuible correspondiente a los tres últimos ejercicios ha sido el siguiente: 671.388 miles euros (2008), 660.286 miles euros (2007), 1.487.484 miles euros (2006). A efectos meramente teóricos, y suponiendo que la Emisión se suscriba íntegramente, el importe total en concepto de Remuneración estimada correspondiente al ejercicio de 2009 sobre el total de participaciones preferentes emitidas o garantizadas por el Emisor, supone un 6,49% sobre el Beneficio Distribuible del ejercicio 2008 (en el supuesto de que la emisión se amplíe hasta dicho importe hasta el máximo previsto (500 millones de euros), la carga teórica sería del 8,72%).

Riesgo de absorción de pérdidas

En supuestos extremos de insuficiencia patrimonial del Emisor, se podría liquidar la Emisión por un valor inferior al nominal de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009, con la consiguiente pérdida para sus titulares del principal invertido. Precisamente, por esta capacidad potencial de absorber pérdidas, la legislación considera las participaciones preferentes como "recursos propios" de las entidades de crédito.

Riesgo de perpetuidad

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

No obstante, transcurridos cinco años desde la Fecha de Desembolso, el Emisor podrá, en cualquier momento, amortizar las participaciones preferentes con autorización previa del Banco de España.

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

Riesgo de orden de prelación

Las Participaciones Preferentes Serie 1/2009, se sitúan en orden de prelación, tal y como se describe en el Folleto por detrás de todos los acreedores privilegiados, comunes y subordinados el Emisor; y al mismo nivel que cualquier otra serie de participaciones preferentes del Emisor (o garantizadas por el Emisor) con un mismo rango que las Participaciones Preferentes Serie 1/2009, que haya emitido o, en su caso, pueda emitir en el futuro.

Riesgo de mercado

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

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

Riesgo de liquidez

Aunque se vaya a solicitar la admisión a negociación de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 en AIAF Mercado de Renta Fija, no es posible asegurar que el inversor pueda venderlas con carácter inmediato, ya que no existen garantías de que vaya a producirse una negociación activa en el mercado.

Riesgo de liquidación de la Emisión

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

1. Liquidación o disolución del Emisor; o
2. Determinados supuestos de reducción del capital social del Emisor descritos en el presente Folleto.

La liquidación de la Emisión en estos supuestos no garantiza necesariamente a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 la percepción del 100% de la cuota de liquidación correspondiente a las mismas (que equivalen a su valor nominal más, en su caso, un importe igual a la Remuneración devengada y no satisfecha correspondiente al periodo de Remuneración en curso y hasta la fecha de pago).

Riesgo de variación de la calidad crediticia

Las agencias de calificación Fitch, Moody's y Standard & Poor's han asignado la calificación provisional de A+ (Perspectiva Negativa), A1 (en revisión por posible rebaja) y A-, respectivamente, a esta emisión de Participaciones Preferentes Serie 1/2009. Estas agencias se reservan el derecho a variar en cualquier momento estas calificaciones. La perspectiva negativa de la calificación asignada a la emisión por Fitch es consecuencia de la perspectiva negativa del rating a largo plazo del Emisor. Asimismo, la calificación en revisión por posible rebaja asignada a la emisión por Moody's es consecuencia de la situación de revisión por posible rebaja de la calificación a largo plazo del Emisor.

El Emisor remitirá copia de las calificaciones definitivas a la CNMV.

Asimismo, las calificaciones de Banco Español de Crédito, S.A., son las siguientes:

	Largo	Corto	Última revisión	Perspectiva
FITCH	AA	F1+	Octubre 2008	Negativa
Moody's (*)	Aa2	P-1	Julio 2008	Largo: en revisión por posible rebaja. Corto: Estable
Standard & Poor's	AA	A1+	Marzo 2009	Negativa

Una variación de los ratings asignados a Banco Español de Crédito, S.A. podría afectar a los ratings asignados a la emisión, y en consecuencia, a su valor de mercado.

Factores de riesgo del Emisor

Son los siguientes:

- Riesgo de crédito;
- Riesgo de mercado;
- Riesgo operacional;
- Riesgo reputacional;

La descripción completa de los factores de riesgo puede consultarse en el Documento de Registro de Banco Español de Crédito, S.A., inscrito en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 23 de septiembre de 2008.

2.- PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

Emisor: BANCO ESPAÑOL DE CRÉDITO, S.A.

Importe total de la emisión Hasta doscientos cincuenta millones de euros

(250.000.000 €), ampliables hasta un máximo de quinientos millones de euros (500.000.000 €).

Valor nominal unitario:	MIL EUROS (1.000 euros)
Importe mínimo de las órdenes de suscripción:	Tres (3) Participaciones Preferentes Serie 1/2009
Prima de emisión	0 euros (se emiten a la par).
Plazo:	Perpetuo, con posibilidad de que el Emisor amortice anticipadamente a partir del quinto año.
Remuneración	<p>La Remuneración, predeterminada y no acumulativa, será:</p> <ul style="list-style-type: none">- Durante el periodo comprendido entre la Fecha de Emisión y Desembolso (inclusive) y el 29 de junio de 2010 (no incluido): 6,00% nominal anual fijo- Desde el 29 de junio de 2010 (inclusive) hasta el 29 de junio de 2011 (no incluido): 5,00% nominal anual fijo.- Desde el 29 de junio de 2011 (inclusive) en adelante: variable, referenciado al Euribor a 3 meses, más un diferencial de 2,30 %, con un mínimo nominal anual del 4,00 %.
Periodicidad de Remuneración:	Trimestral (trimestres vencidos a partir de la Fecha de Desembolso).
Período de Solicitudes de Suscripción:	<p>Comenzará el día 3 de junio de 2009 a las 9:00 horas (hora peninsular) y finalizará el día 25 de junio de 2009 a las 14:00 horas (hora peninsular). Las órdenes de suscripción se deberán realizar en horario de oficina.</p> <p>Podrá terminar anticipadamente cuando se hayan recibido solicitudes por el importe total de la Emisión.</p>
Sistema de Colocación:	Orden cronológico de recepción de las órdenes en las oficinas de Banco Español de Crédito, S.A..
Fecha de Emisión y Desembolso:	Único desembolso el día 29 de junio de 2009. No obstante, se podrá solicitar a los peticionarios una provisión de fondos para asegurar el pago de los importes de las suscripciones. En este caso, el

depósito se remunerará al 4,00 % nominal anual.

Cotización:

A.I.A.F. Mercado de Renta Fija.

Liquidez

No se garantiza una liquidez rápida y fluida. No obstante, los valores cotizarán en A.I.A.F. Mercado de Renta Fija. Adicionalmente, se ha suscrito un Contrato de Liquidez con Banco Popular, S.A. por el que éste se compromete a dar liquidez al valor mediante la cotización de precios de compra y venga, hasta el 10% del importe efectivo de la Emisión.

Entidad Colocadora.

Banco Español de Crédito, S.A.

Régimen Fiscal

Se incluye en el apartado III.4.14 de la Nota de Valores un breve análisis del actual régimen fiscal de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 o para sus tenedores.

BANCO ESPAÑOL DE CRÉDITO, S.A. ha obtenido la opinión de Intermoney Valora Consulting, S.A. (Intermoney) y de Analistas Financieros Internacionales (AFI), consultoras independientes especializadas, sobre las condiciones financieras de la Emisión. Dichos informes se adjuntan como Anexo al presente Folleto.

3.- PRINCIPALES MAGNITUDES DEL EMISOR

GRUPO BANESTO - BALANCES DE SITUACIÓN CONSOLIDADOS (Miles de Euros)

ACTIVO	2008	2007	% Var.
Caja y Depósitos en Bancos Centrales	1.688.153	1.412.871	19,5%
Cartera de Negociación	5.083.815	4.605.807	10,4%
Otros activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias	2.191.162	1.492.762	48,8%
Activos Financieros disponibles para la venta	6.742.582	5.969.913	12,9%
Inversiones crediticias	98.209.587	94.711.217	3,7%
Cartera de Inversión a vencimiento	—	—	—
Ajustes Financieros por Macrocoberturas	—	—	—
Derivados de Cobertura	1.194.849	537.352	n.s.
Activos no corrientes en venta	1.556.174	120.730	n.s.
Participaciones	16.722	16.258	3,2%
Contratos de Seguro vinculados a pensiones	248.025	257.633	-0,4%
Activos por reaseguros	199.411	121.162	64,6%
Activo Intangible	58.524	51.828	12,9%
Activos fiscales	1.099.929	1.102.996	-0,1%
Resto de activos	964.494	369.566	n.s.
Total activo	120.478.973	111.945.991	8,5%
PASIVO Y PATRIMONIO NETO	2008	2007	% Var.
Cartera de Negociación	3.950.718	2.628.898	50,3%
Otros pasivos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias	—	—	—
Pasivos financieros a coste amortizado	103.445.656	98.432.494	6%
Ajustes a pasivos financieros por Macro-coberturas	440.135	(516.725)	n.s.
Derivados de Cobertura	557.091	1.090.616	-51,1%
Pasivos asociados con activos no corrientes en venta	—	—	—
Pasivos por contratos de seguros	3.435.629	2.226.588	54,3 %
Provisiones	2.532.290	2.614.307	-3,3%
Pasivos fiscales	394.822	76.305	n.s.
Resto de Pasivos	548.442	713.312	-24,1%
Total pasivo	115.324.783	107.265.795	7,5%
Fondos Propios	5.069.766	4.747.892	6,8%
Ajustes por valoración	41.541	(114.424)	n.s.
Intereses minoritarios	42.883	46.728	-8,3%
Total Patrimonio Neto	5.154.190	4.680.196	10,1%
Total pasivo y Patromio Neto	120.478.973	111.945.991	7,6%

GRUPO BANESTO - CUENTAS DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADAS (Miles de Euros)

Ingresos/(Gastos)	2008	2007	% Var.
MARGEN DE INTERÉS	1.715.066	1.481.846	15,7%
MARGEN BRUTO	2.478.698	2.317.204	7%
RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN	1.117.139	1.069.941	4,4%
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	1.081.287	1.099.110	-1,6%
RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS	775.009	763.456	1,5%
RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	775.009	763.456	1,5%

BANCO ESPAÑOL DE CRÉDITO, S.A. BALANCES DE SITUACIÓN INDIVIDUALES (Miles de Euros)

ACTIVO	2008	2007	% Var
Caja y Depósitos en Bancos Centrales	1.688.142	1.412.860	19,5%
Cartera de Negociación	5.677.350	5.517.853	2,9%
Otros activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias	-	504	---
Activos financieros disponibles para la venta	10.992.558	9.858.716	11,5%
Inversiones crediticias	98.762.850	94.379.377	4,6%
Derivados de cobertura	1.196.011	537.621	122,4%
Activos no corrientes en venta	355.821	92.902	n.s.
Participaciones	659.720	766.071	-13,8%
Contratos de Seguros vinculados a pensiones	1.496.732	1.500.282	-0,2%
Activo material	1.111.582	1.081.599	2,7%
Activo intangible	55.981	44.231	26,6%
Activos fiscales	873.866	1.048.619	-16,7%
Resto de activos	297.601	83.362	n.s.%
Total Activo	123.174.214	116.323.997	5,9%
Promemoria			
Riesgos contingentes	11.026.642	11.993.742	-8,1%
Compromisos contingentes	16.904.405	16.961.201	-0,3%
PASIVO Y PATRIMONIO NETO	2008	2007	% Var.
Pasivo			
Cartera de negociación	4.447.440	3.499.984	27,1%
Pasivos Financieros a coste amortizado	109.658.146	104.675.980	4,8%
Ajustes a pasivos financieros por macro-coberturas	440.136	(516.725)	-185,2%
Derivados de Cobertura	577.261	1.090.740	-47,1%
Provisiones	2.477.127	2.563.792	-3,4%
Pasivos Fiscales	347.751	17.382	n.s.
Resto de Pasivos	454.979	587.033	-22,5%
Total Pasivo	118.402.840	111.918.186	5,8%
Patrimonio Neto			
Ajustes por valoración	39.625	(151.275)	-126,2%
Fondos propios	4.731.749	4.557.086	3,8%
Total Patrimonio Neto	4.771.374	4.405.811	8,3%
Total Pasivo y Patrimonio Neto	123.174.214	116.323.997	5,9%

BANCO ESPAÑOL DE CRÉDITO, S.A. - CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS INDIVIDUALES
(Miles de Euros) Ingresos /(Gastos)

	2008	2007	% Var.
MARGEN DE INTERÉS	1.546.365	1.363.119	13,5%
MARGEN BRUTO	2.262.024	2.078.455	8,9%
RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN	947.369	921.341	2,8%
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	947.179	956.165	-0,9%
RESULTADO DE LA ACTIVIDAD ORDINARIA	671.388	660.286	16,8%
RESULTADO DEL EJERCICIO	671.388	660.286	16,8%

La información financiera relativa al Ejercicio de 2006 se puede consultar en el Documento de Registro del Emisor inscrito en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 23 de septiembre de 2008.

Se reproducen a continuación los datos financieros del Grupo Banesto correspondientes al primer trimestre de 2009. Estos datos financieros no se encuentran auditados.

GRUPO BANESTO – BALANCE DE SITUACIÓN CONSOLIDADO
Datos a Marzo 2009 y comparación con 2008 (Miles de Euros)

ACTIVO	31/03/09	31/03/08	Diferencia	
			Absoluta	Relativa
Caja y Depósitos en Bancos Centrales	937.458	900.920	36.538	4,1
Cartera de Negociación, derivados y otros activos financieros	16.375.804	9.171.202	7.204.602	78,6
Crédito a la clientela	77.171.163	76.476.243	694.920	0,9
Otras Inversiones Crediticias	16.724.240	21.154.996	-4.430.756	-20,9
Participaciones	317.147	276.642	40.505	14,6
Activos Materiales	1.154.532	1.144.895	9.637	0,8
Activos Intangibles	56.118	42.978	13.140	30,6
Otros Activos	5.310.975	2.820.020	2.490.955	88,3
Total	118.047.437	111.987.896	6.059.541	5,4

PASIVO	31/03/09	31/03/08	Diferencia	
			Absoluta	Relativa
Cartera de Negociación y otros pasivos financieros	5.943.219	3.320.422	2.622.797	79,0
Depósitos de la Clientela	59.121.972	52.824.724	6.297.248	11,9
Débitos representados por valores negociables	27.544.746	31.520.349	-3.975.603	-12,6
Pasivos subordinados	2.219.544	2.114.032	105.512	5,0
Otros pasivos financieros a coste amortizado	14.397.933	14.115.823	282.110	2,0
Otros pasivos	936.601	779.403	157.198	20,2
Provisiones	2.525.906	2.567.476	-41.570	-1,6
Intereses minoritarios	1.770	1.151	619	53,8
Ajustes al patrimonio por valoración	187.699	-60.956	248.655	-407,9
Capital y Reservas	4.957.194	4.587.843	369.351	8,1
Resultado del Ejercicio	210.853	217.629	-6.776	-3,1
Total	118.047.437	111.987.896	6.059.541	5,4

GRUPO BANESTO - RESULTADOS CONSOLIDADOS
Datos a Marzo 2009 y comparación con 2008 (Miles de Euros)

	31/03/09	31/03/08	Diferencia	
			Absoluta	Relativa
MARGEN DE INTERESES	418.404	387.642	30.762	7,9
MARGEN BRUTO	625.379	602.359	23.020	3,8
MARGEN DE EXPLOTACIÓN	376.654	358.829	17.825	5,0
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	288.173	299.202	-11.029	-3,7
RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	210.902	217.639	-6.737	-3,1
RESULTADO ATRIBUIBLE AL GRUPO	210.853	217.629	-6.776	-3,1

II.- FACTORES DE RIESGO

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

Riesgo de no percepción de las Remuneraciones

Las Participaciones Preferentes son un producto complejo y de carácter perpetuo. La presente Emisión no constituye un depósito bancario y, en consecuencia, no se incluye entre las garantías del Fondo de Garantía de Depósitos.

El devengo y pago de la Remuneración tal y como este término se define en la presente Nota de Valores, estarán condicionados a:

- a) que la suma de las Remuneraciones pagadas durante el ejercicio en curso y que se propone pagar durante el trimestre en curso a todas las participaciones preferentes del Emisor y de sus Filiales (tal y como este término se define en la Nota de Valores) que se encuentren garantizadas por Banco Español de Crédito, S.A., no supere el Beneficio Distribuible del ejercicio anterior auditado, y
- b) las limitaciones impuestas por la normativa bancaria sobre recursos propios.

No obstante, los titulares de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 tendrán derecho a percibir una remuneración parcial hasta el límite que, de acuerdo con los cálculos que resulten de lo previsto en el apartado anterior, fuere posible. En el supuesto de pago parcial, las remuneraciones sobre las Participaciones Preferentes y otras equiparables, se declararán a prorrata, de forma que el porcentaje de las remuneraciones pagadas sobre las debidas para cada Participación Preferente Serie 1/2009 u otras equiparables del Emisor o de cualquier filial del Grupo BANESTO se fijará en proporción a los valores nominales de cada una de ellas. En consecuencia, el importe que por remuneraciones percibirán los titulares de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 estará en función, en este supuesto, del importe nominal total de Participaciones Preferentes en circulación en el momento del pago.

Si en alguna fecha de pago de remuneraciones, éstas no se abonaran en todo o en parte por darse alguna de las circunstancias anteriores, los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 perderán el derecho a recibir la remuneración correspondiente a dicho período, no teniendo el Emisor obligación alguna de pagar ninguna remuneración respecto de dicho período ni de pagar intereses sobre el mismo, con independencia de que se declaren o no remuneraciones respecto de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 en cualquier período de remuneración futuro.

El Beneficio Distribuible correspondiente a los tres últimos ejercicios ha sido el siguiente: 671.388 miles euros (2008), 660.286 miles euros (2007), 1.487.484 miles euros (2006). A efectos meramente teóricos, y suponiendo que el 1 de enero de 2009 se hubieran emitido Participaciones Preferentes Serie 1/2009 por importe de DOSCIENTOS CINCUENTA MILLONES (250.000.000) DE EUROS, el pago de la remuneración de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 correspondiente a un ejercicio supondría una carga teórica del 2,23% del Beneficio Distribuible del ejercicio 2008 (en el supuesto de que se hubiese ampliado el

importe de la Emisión hasta el máximo previsto (500.000.000 euros), la carga teórica sería del 4,47%). Dicha cifra ha sido calculada considerando una remuneración constante durante el ejercicio 2009 del 6,00% anual y tomando como Beneficio Distribuible 671.388 miles euros, correspondiente al beneficio neto individual de Banco Español de Crédito, S.A. del ejercicio 2008 (que es el menor del beneficio neto de Banco Español de Crédito, S.A. y de su Grupo en el ejercicio 2008).

Por otro lado, el pago de la remuneración correspondiente al ejercicio 2008 de las Participaciones Preferentes Serie 1/2003 emitidas el 23 de diciembre de 2003 por Banesto Preferentes, S.A., y garantizadas por el Emisor, de las Participaciones Preferentes Serie 1/2004 emitidas el 29 de octubre de 2004 por el Emisor, de las Participaciones Preferentes Serie 2/2004 emitidas el 5 de noviembre de 2004 por el Emisor, y de las Preference Shares, Series A, emitidas por Banesto Holdings, LTD y garantizadas por el Emisor, ha supuesto una carga teórica del 4,33 % del Beneficio Distribuible del ejercicio 2007

En el supuesto teórico de que a 1 de enero de 2009 se hubiesen emitido las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 por importe de DOSCIENTOS CINCUENTA MILLONES (250.000.000) de euros, la remuneración correspondiente al ejercicio 2009 de las Participaciones Preferentes Serie 1/2003, de las Participaciones Preferentes Serie 1/2004, de las Participaciones Preferentes Serie 2/2004, de las Preference Shares, Series A, y las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 habría supuesto una carga teórica del 6,49% del Beneficio Distribuible del ejercicio 2008 (en el supuesto de que se hubiese ampliado el importe de la Emisión hasta el máximo previsto (500.000.000 euros), la carga teórica sería del 8,72%). La remuneración teórica de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 para el año 2009 se ha calculado considerando una remuneración constante durante el ejercicio 2009 del 6,00 % anual, mientras que la remuneración teórica del resto de Participaciones Preferentes se ha calculado asumiendo que es la misma que la del ejercicio 2008.

Añadiendo el nominal de esta Emisión (250 millones de euros) a los 456.144.450 euros y los 77.285.400 USD de valor nominal de las participaciones preferentes del Emisor a 31 de diciembre de 2008 (correspondiente a las Participaciones Preferentes Serie 1/2003, a las Participaciones Preferentes Serie 1/2004, a las Participaciones Preferentes Serie 2/2004 y a las Preference Shares, Series A), el importe nominal de las participaciones preferentes en circulación del Grupo se eleva a 749.985 miles de euros, que representa un 13,65% de los recursos propios básicos estimados a nivel consolidado del Grupo Banesto tras la Emisión. Para el cálculo de este porcentaje se ha tomado la cifra de recursos propios básicos computables del Grupo Banesto a 31 de diciembre de 2008 (5.246.012 miles de euros) y se ha incluido como recursos propios el importe de esta Emisión (250 millones de euros); en el supuesto de que se hubiese ampliado el importe de la Emisión hasta el máximo previsto, el importe nominal de las participaciones preferentes en circulación del Grupo se elevaría a 999.985 miles de euros, que representa un 17,40% de los recursos propios básicos estimados a nivel consolidado del Grupo Banesto tras la Emisión.

Riesgo de absorción de pérdidas

En supuestos extremos de insuficiencia patrimonial del Emisor, se podría liquidar la Emisión por un valor inferior al nominal de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009, con la

consiguiente pérdida para sus titulares del principal invertido. Precisamente, por esta capacidad potencial de absorber pérdidas, la legislación considera las participaciones preferentes como "recursos propios" de las entidades de crédito.

Riesgo de perpetuidad

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

No obstante, transcurridos cinco años desde la Fecha de Desembolso, el Emisor podrá, en cualquier momento, amortizar las participaciones preferentes con autorización previa del Banco de España.

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

Riesgo de orden de prelación

Las Participaciones Preferentes Serie 1/2009, se situarán en orden de prelación:

- i. por detrás de todos los acreedores privilegiados, comunes y subordinados del Emisor.
- ii. al mismo nivel que cualquier otra serie de participaciones preferentes emitidas o garantizadas por el Emisor con un mismo rango que las Participaciones Preferentes Serie 1/2009; y
- iii. por delante de las acciones ordinarias del Emisor y de cualesquiera otros valores representativos del capital social del Emisor, u otros valores emitidos por éste que se sitúen por detrás de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 a efectos de prelación;

Riesgo de mercado

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

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

Riesgo de liquidez

Aunque se vaya a solicitar la admisión a negociación de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 en AIAF Mercado de Renta Fija, no es posible asegurar que el inversor pueda venderlas con carácter inmediato, ya que no existen garantías de que vaya a producirse una negociación activa en el mercado.

El Emisor ha suscrito un contrato de liquidez con Banco Popular, S.A. Las características de dicho contrato se detallan en el apartado 6.3 de la Nota de Valores.

Riesgo de liquidación de la Emisión

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

1. Liquidación o disolución del Emisor; o
2. Reducción del capital social del Emisor (en los términos del artículo 169 del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre ("la LSA")).

La liquidación de la Emisión en estos supuestos no garantiza necesariamente a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 la percepción del 100% de la cuota de liquidación correspondiente a las mismas (que equivalen a su valor nominal más, en su caso, un importe igual a la Remuneración devengada no satisfecha correspondiente al periodo de Remuneración en curso y hasta la fecha de pago).

Riesgo de variación de la calidad crediticia

Las agencias de calificación Fitch, Moody's y Standard & Poor's han asignado la calificación provisional de A+ (Perspectiva Negativa), A1 (en revisión por posible rebaja) y A-, respectivamente, a esta emisión de Participaciones Preferentes Serie 1/2009. Estas agencias se reservan el derecho a variar en cualquier momento estas calificaciones. La perspectiva negativa de la calificación asignada a la emisión por Fitch es consecuencia de la perspectiva negativa del rating a largo plazo del Emisor. Asimismo, la calificación en revisión por posible rebaja asignada a la emisión por Moody's es consecuencia de la situación de revisión por posible rebaja de la calificación a largo plazo del Emisor.

El Emisor remitirá copia de las calificaciones definitivas a la CNMV.

Asimismo, las calificaciones de Banco Español de Crédito, S.A., son las siguientes:

	Largo	Corto	Última revisión	Perspectiva
FITCH	AA	F1+	Octubre 2008	Negativa
Moody's (*)	Aa2	P-1	Julio 2008	Largo: en revisión por posible rebaja. Corto: Estable
Standard & Poor's	AA	A1+	Marzo 2009	Negativa

Una variación de los ratings asignados a Banco Español de Crédito, S.A. podría afectar a los ratings asignados a la emisión, y en consecuencia, a su valor de mercado.

Ratio de Solvencia:

Ratio BIS

Miles de euros

	31/03/09	31/12/08	31/12/07
Total recursos propios	7.308.026	7.260.891	7.562.122
Capital Tier I	5.330.771	5.246.012	2.506.090
Capital Ties II	1.977.255	2.014.879	2.506.090
Coefficiente de recursos propios (%)	10,57%	10,66%	10,46%
Tier I (%)	7,71%	7,70%	6,98%
Tier II (%)	2,86%	2,96%	3,45%
Superávit de recursos propios	1.776.880	1.811.817	1.761.837

Ratio de Morosidad e índice de cobertura:

Datos Consolidados	31/03/09	31/12/08	31/12/07
Ratio de morosidad (%)	1,97%	1,62%	0,47%
Índice de cobertura (%)	83,61%	105,37%	329,48%

Factores de riesgo del Emisor

Son los siguientes:

- Riesgo de crédito;
- Riesgo de mercado;
- Riesgo operacional;
- Riesgo reputacional;

La descripción completa de los factores de riesgo puede consultarse en el Documento de Registro de Banco Español de Crédito, S.A., inscrito en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 23 de septiembre de 2008.

III.- NOTA DE VALORES

1.- PERSONAS RESPONSABLES

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

D. Juan Delibes Liniers., con DNI núm. 784.036-N, en nombre y representación de Banco Español de Crédito, S.A. ("Banesto", "el Banco" o "el Emisor"), en calidad de Consejero del Banco y debidamente facultado al efecto según acuerdo adoptado por la Comisión Ejecutiva del Consejo de Administración en su sesión de fecha 9 de marzo de 2009, asume la responsabilidad de las informaciones contenidas en esta Nota de Valores.

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

2.- FACTORES DE RIESGO

Véase la Sección II del presente documento.

3. - INFORMACIÓN FUNDAMENTAL

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

No existen intereses particulares de las personas que participan en la presente emisión de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 que sean importantes para la misma.

3.2.- Motivo de la oferta y destino de los ingresos

Los fondos obtenidos de la emisión de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 objeto del presente Folleto ("la Emisión") se destinarán a fortalecer los recursos propios de Banco Español de Crédito, S.A. y podrán ser destinados a la compensación de pérdidas, tanto en la liquidación como en el saneamiento general del Banco, una vez agotadas las reservas y reducido a cero el capital ordinario.

Banco Español de Crédito, S.A. ha solicitado al Banco de España con fecha 23 de abril de 2009, el cómputo de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 objeto de la presente Emisión como recursos propios computables del Banco. La obtención de dicha calificación será comunicada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV").

Si la calificación como recursos propios mencionada en el párrafo anterior fuera denegada a los Valores objeto de este Folleto, el Emisor comunicará dicho extremo como hecho relevante a la CNMV.

Si la denegación de la calificación como recursos propios a las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 tuviera lugar una vez finalizado el Período de Suscripción, el Emisor se compromete a mantener la Emisión en los términos y condiciones recogidos en este Folleto, sin perjuicio de las eventuales adaptaciones que el citado hecho pudiera requerir.

Tanto en el supuesto de que la calificación como recursos propios fuera denegada, como en el caso de que se produzca cualquier modificación de la legislación española relativa a esta materia que afecte a la posibilidad de computar la presente Emisión de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 como recursos propios del Banco, el Emisor o cualesquiera de sus Filiales, con sujeción a la legislación aplicable, podrán, en cualquier momento, adquirir las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 que estén en circulación mediante los mecanismos que sean aplicables de conformidad con la legislación vigente en el momento de la adquisición.

A los efectos de lo previsto en la presente Nota de Valores, se entenderá por "Filial", cualquier entidad sobre la que el Banco pueda tener, directa o indirectamente, control de conformidad con el artículo 42 del Código de Comercio, por remisión del artículo 4 de la Ley 24/1 988, de 28 de julio, del Mercado de Valores ("la LMV").

Igualmente, se entenderá por "Grupo", el Emisor junto con sus Filiales consolidadas, de acuerdo con lo establecido en el artículo 8.3 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros, según la redacción dada, respectivamente, por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, por la Ley 19/2003, de 3 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales ("la Ley 19/2003"), por la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, por la Ley 23/2005, de 18 de noviembre, de reformas en materia tributaria para el impulso a la productividad y por la Ley 4/2008, de 23 de diciembre, por la que se suprime el gravamen del Impuesto sobre el Patrimonio, se generaliza el sistema de devolución mensual en el Impuesto sobre el Valor Añadido, y se introducen otras modificaciones en la normativa tributaria (la "Ley 4/2008") (la "Ley 13/1985), en el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras (el "Real Decreto 216/2008) y en Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos (la "Circular 3/ 2008 del Banco de España").

Suponiendo que se suscriba totalmente el importe inicial la Emisión (i.e., 250.000.000 euros), los gastos de emisión previstos para trámites oficiales y otros relacionados con la colocación de la Emisión se desglosan de forma orientativa a continuación:

Concepto en Euros	
Registro en CNMV del Folleto (0,14 por mil, con un máximo de 41.422,13 €)	35.000,00€
Tasas CNMV en concepto de admisión del Folleto (0,03 por mil, con un máximo único de 9.550,87 €)	7.500,00€
Tarifa de admisión a cotización en A.I.A.F (0,05 por mil, con un máximo de 45.000 €)	12.500,00€
Inclusión de la Emisión en el registro de anotaciones en cuenta de Iberclear	500,00 €
TOTAL	55.500,00€

4.- INFORMACIÓN RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A OFERTARSE

4.1.- Descripción del tipo y la clase de valores

Las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 son valores atípicos de carácter perpetuo y su figura está reconocida en el artículo 7 y en la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, en el Real Decreto 216/2008 y en la Circular 3/2008 del Banco de España.

A los efectos de lo previsto en la presente Nota de Valores, el empleo de la expresión *participaciones preferentes* incluye cualesquiera participaciones preferentes emitidas o que en el futuro emita el Emisor o una Filial con garantía del Emisor, con arreglo a la Ley 13/1985, que se sitúen al mismo nivel que las Participaciones Preferentes Serie 1/2009.

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

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

El presente Folleto se formaliza con el objeto de proceder a la emisión de DOSCIENTOS CINCUENTA MILLONES DE EUROS (250.000.000 euros) ampliable hasta QUINIENTOS MILLONES DE EUROS (500.000.000 euros) de participaciones preferentes, de MIL EUROS (1.000 euros) de valor nominal cada una.

Las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 se emiten a la par, no existiendo prima ni descuento en la Emisión. En consecuencia, el precio de suscripción de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 será de 1.000 euros por cada una, siendo el importe mínimo de suscripción de 3 participaciones, es decir, de 3.000 euros.

El importe total de la Emisión quedará fijado, una vez finalizado el Periodo de Suscripción, por el importe efectivamente suscrito.

Todas las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 serán de idénticas características constituyendo un conjunto de valores homogéneo, estarán representadas mediante anotaciones en cuenta y no tendrán carácter de valores nominativos.

4.2.- Legislación de los valores

La Emisión se realiza al amparo de la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, la cual establece los requisitos y características de las participaciones preferentes y de conformidad con el Real Decreto 216/2008 y la Circular 3/2008 del Banco de España.

Asimismo, en cuanto valores negociables, las Participaciones Preferentes se emiten de conformidad con la Ley del Mercado de Valores y sus normas de desarrollo, en particular el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del

folleto exigible a tales efectos.

La presente Nota de Valores ha sido elaborada siguiendo los modelos previstos en el Reglamento (CE) n° 809/2004, de 29 de abril de 2004, relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE del parlamento Europeo y del Consejo en cuanto a la información contenida en los folletos, así como al formato, la incorporación por referencia, la publicación de dichos folletos y la difusión de publicidad.

4.3.- Representación de los valores

Las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 estarán representadas por medio de anotaciones en cuenta y se inscribirán en los correspondientes registros contables a cargo de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A.U. (IBERCLEAR), entidad domiciliada en Madrid. Plaza de la Lealtad, 1, y de sus entidades participantes.

4.4.- Divisa de la Emisión

Las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 estarán denominadas en euros (€).

4.5.- Orden de Prelación

Las Participaciones Preferentes Serie 1/2009, se situarán en orden de prelación:

- i. por detrás de todos los acreedores privilegiados, comunes y subordinados del Emisor.
- ii. al mismo nivel que cualquier otra serie de participaciones preferentes emitidas o garantizadas por el Emisor con un mismo rango que las Participaciones Preferentes Serie 1/2009; y
- iii. por delante de las acciones ordinarias del Emisor y de cualesquiera otros valores representativos del capital social del Emisor, u otros valores emitidos por éste que se sitúen por detrás de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 a efectos de prelación;

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

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

Ni el Emisor ni ninguna de sus Filiales podrán emitir, o garantizar la emisión de participaciones

preferentes o valores u otros instrumentos equivalentes en rango a las participaciones preferentes, sea directamente o a través de una garantía, que estén por delante de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009, salvo que los términos y condiciones de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 se modifiquen para que tengan un rango equivalente al de dicha emisión.

En el momento de inscripción del presente Folleto, existen cuatro emisiones de participaciones preferentes con rango similar al de la presente emisión (tal y como se recoge en el punto 6.2. de la Nota de Valores) por un importe total de 456.144.450 euros y 77.285.400 USD.

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

Las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 otorgan a sus titulares exclusivamente los derechos económicos y políticos que se describen a continuación.

Los inversores que adquieran las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 tendrán derecho a participar en la aprobación de determinados acuerdos en la asamblea general de titulares de participaciones preferentes del emisor (la "Asamblea General"), según se describe más adelante.

4.6.1.- Derechos económicos.

4.6.1.1.- Derecho a percibir la Remuneración predeterminada de carácter no acumulativo y condicionada a la existencia de beneficios distribuibles

Los titulares de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 tendrán derecho a percibir una remuneración predeterminada y de carácter no acumulativo pagadera por trimestres vencidos (la "Remuneración"), que se devengará diariamente, desde la Fecha de Emisión y Desembolso (inclusive), prevista para el 10 de junio de 2009, sobre el importe nominal de las Participaciones Preferentes, en base Act/365:

- Durante el periodo comprendido entre la Fecha de Emisión y Desembolso (inclusive) y el 29 de junio de 2010 (no incluido): 6,00 % nominal anual fijo
- Desde el 29 de junio de 2010 (inclusive) hasta el 29 de junio de 2011 (no incluido): 5,00 % nominal anual fijo.
- Desde el 29 de junio de 2011 (inclusive) en adelante: variable, referenciado al Euribor a 3 meses, más un diferencial de 2,30 %, con un mínimo nominal anual del 4,00 %.

El cálculo del Euribor a 3 meses aparece reflejado en el apartado 4.7 siguiente.

BANCO ESPAÑOL DE CRÉDITO, S.A. ha obtenido la opinión de Intermoney Valora Consulting, S.A. (Intermoney) y de Analistas Financieros Internacionales (AFI), consultoras independientes especializadas, sobre las condiciones financieras de la Emisión. Dichos informes se adjuntan como Anexo al presente Folleto.

La Remuneración de las Participaciones Preferentes está condicionada a que la entidad consiga Beneficios Distribuibles y a la existencia de recursos propios suficientes de acuerdo con la normativa bancaria aplicable al Emisor.

Régimen de percepción de Remuneración por los titulares de Participaciones Preferentes Serie 1/2009

A. Supuestos de no percepción

El derecho de los inversores a recibir la Remuneración está condicionado a lo siguiente:

- a) Que la suma global de cualesquiera remuneraciones previamente pagadas durante el ejercicio fiscal en curso y cualesquiera remuneraciones que se proponga abonar durante el Periodo de Devengo de Remuneración (según se define en el apartado 4.7.2 de la presente Nota de Valores) corriente, en cada caso respecto de todas las participaciones preferentes (incluidas las Participaciones Preferentes Serie 1/2009), no exceda del Beneficio Distribuible del ejercicio anterior.

Se entiende por "Beneficio Distribuible", de un ejercicio fiscal, el menor entre los beneficios netos de Banco Español de Crédito, S.A. y su Grupo, tal y como se reflejan, de acuerdo con las normas dictadas por el Banco de España para su cálculo, en los estados contables reservados a que se refieren las normas 69ª y 70ª de la Circular 4/2004 del Banco de España o a la normativa que resulte de aplicación en cada momento. Dichos resultados anuales deberán haber sido aprobados, al menos, por el Consejo de Administración del Emisor y verificados por sus auditores externos. Cuando dichos resultados se aparten materialmente de los atribuidos al grupo en las cuentas anuales consolidadas de carácter público a las que se refiere la Circular 4/2004 o a la normativa que en su caso la sustituyese, su importe y las causa de dicha diferencia recibirán publicidad adecuada en la Memoria que forme parte de dichas cuentas.

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

El Beneficio Distribuible correspondiente a los tres últimos ejercicios ha sido el siguiente: 671.388 miles euros (2008), 660.286 miles euros (2007), 1.487.484 miles euros (2006). A efectos meramente teóricos, y suponiendo que el 1 de enero de 2009 se hubieran emitido Participaciones Preferentes Serie 1/2009 por importe de DOSCIENTOS CINCUENTA MILLONES (250.000.000) DE EUROS, el pago de la remuneración de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 correspondiente a un ejercicio supondría una carga teórica del 2,23% del Beneficio Distribuible del ejercicio 2008 (en el supuesto de que se hubiese ampliado el importe de la Emisión hasta el máximo previsto (500.000.000 euros), la carga teórica sería del 4,47%). Dicha cifra ha sido calculada considerando una remuneración constante durante el ejercicio 2009 del

6,00% anual y tomando como Beneficio Distribuible 671.388 miles euros, correspondiente al beneficio neto individual de Banco Español de Crédito, S.A. del ejercicio 2008 (que es el menor del beneficio neto de Banco Español de Crédito, S.A. y de su Grupo en el ejercicio 2008).

Por otro lado, el pago de la remuneración correspondiente al ejercicio 2008 de las Participaciones Preferentes Serie 1/2003 emitidas el 23 de diciembre de 2003 por Banesto Preferentes, S.A., y garantizadas por el Emisor, de las Participaciones Preferentes Serie 1/2004 emitidas el 29 de octubre de 2004 por el Emisor, de las Participaciones Preferentes Serie 2/2004 emitidas el 5 de noviembre de 2004 por el Emisor, y de las Preference Shares, Series A, emitidas por Banesto Holdings, LTD y garantizadas por el Emisor, ha supuesto una carga teórica del 4,33 % del Beneficio Distribuible del ejercicio 2007

En el supuesto teórico de que a 1 de enero de 2009 se hubiesen emitido las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 por importe de DOSCIENTOS CINCUENTA MILLONES (250.000.000) de euros, la remuneración correspondiente al ejercicio 2009 de las Participaciones Preferentes Serie 1/2003, de las Participaciones Preferentes Serie 1/2004, de las Participaciones Preferentes Serie 2/2004, de las Preference Shares, Series A, y las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 habría supuesto una carga teórica del 6,49% del Beneficio Distribuible del ejercicio 2008 (en el supuesto de que se hubiese ampliado el importe de la Emisión hasta el máximo previsto (500.000.000 euros), la carga teórica sería del 8,72%). La remuneración teórica de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 para el año 2009 se ha calculado considerando una remuneración constante durante el ejercicio 2009 del 6,00 % anual, mientras que la remuneración teórica del resto de Participaciones Preferentes se ha calculado asumiendo que es la misma que la del ejercicio 2008.

Añadiendo el nominal de esta Emisión (250 millones de euros) a los 456.144.450 euros y los 77.285.400 USD de valor nominal de las participaciones preferentes del Emisor a 31 de diciembre de 2008 (correspondiente a las Participaciones Preferentes Serie 1/2003, a las Participaciones Preferentes Serie 1/2004, a las Participaciones Preferentes Serie 2/2004 y a las Preference Shares, Series A), el importe nominal de las participaciones preferentes en circulación del Grupo se eleva a 749.985 miles de euros, que representa un 13,65% de los recursos propios básicos estimados a nivel consolidado del Grupo Banesto tras la Emisión. Para el cálculo de este porcentaje se ha tomado la cifra de recursos propios básicos computables del Grupo Banesto a 31 de diciembre de 2008 (5.246.012 miles de euros) y se ha incluido como recursos propios el importe de esta Emisión (250 millones de euros); en el supuesto de que se hubiese ampliado el importe de la Emisión hasta el máximo previsto, el importe nominal de las participaciones preferentes en circulación del Grupo se elevaría a 999.985 miles de euros, que representa un 17,40% de los recursos propios básicos estimados a nivel consolidado del Grupo Banesto tras la Emisión.

- b) Que el Emisor no se encuentre obligado a limitar sus pagos respecto de sus acciones ordinarias o de las participaciones preferentes emitidas por el mismo, aún cuando los Beneficios Distribuibles sean suficientes, de acuerdo con las disposiciones de la Ley

13/1985, del Real Decreto 216/2008 y de la Circular 3/2008 del Banco de España, o la normativa que en su caso la sustituyese.

De acuerdo con las mencionadas disposiciones, en el supuesto de que el Emisor o su Grupo consolidado presenten un déficit de recursos propios computables superior al 20% de los mínimos requeridos, o sus recursos propios básicos caigan por debajo del 50% de dichos mínimos, todas las entidades del Grupo deberán destinar a reservas la totalidad de sus beneficios o excedentes netos, salvo que el Banco de España autorice otra cosa al aprobar el programa de retorno, tal y como establece la Norma Octava de la Circular 3/2008, de Recursos Propios, del Banco de España. Si el déficit de recursos propios computables fuera igual o inferior al 20%, la propuesta de distribución de resultados del Emisor y de cada una de las entidades pertenecientes al Grupo se someterá a la autorización previa de Banco de España, quien establecerá el porcentaje mínimo a destinar a reservas a fin de retomar al cumplimiento de las normas de solvencia. Si la insuficiencia de recursos propios anteriormente mencionada impidiera realizar el pago de la Remuneración, ya sea de manera total o parcial, dicho supuesto será comunicado a la CNMV y publicado en un periódico de difusión nacional por el Emisor.

B. Supuestos de percepción parcial

No obstante lo anterior, los titulares de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 tendrán derecho a percibir la parte de la Remuneración que les corresponda hasta el límite que, de acuerdo con los cálculos que resulten de lo previsto en los supuestos anteriores, fuere posible, conforme se describe en el apartado siguiente.

C. Supuestos de percepción total

Cuando los titulares de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 tuvieran derecho a percibir Remuneración por no darse los supuestos del sub-apartado (a) anterior, el Emisor estará obligado a pagar la Remuneración en cada Fecha de Pago de Remuneración (según se define en el apartado 4.7.2 de la presente Nota de Valores).

Carácter no acumulativo de la Remuneración

Existen determinados supuestos en los que los tenedores de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 pueden no recibir ninguna Remuneración, dado que ésta tiene carácter no acumulativo, no teniendo derecho posteriormente a su reclamación.

Si el Emisor dejara de abonar la remuneración por razones distintas a las contempladas en el apartado anterior los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 podrán ejercitar sus derechos contra el Emisor.

En este sentido, si por darse alguno de los supuestos previstos en el apartado anterior, el Emisor no pagara la totalidad de la Remuneración en una Fecha de Pago de Remuneración (según se define en el apartado 4.7.2 de la presente Nota de Valores) determinada, los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009, de acuerdo con lo dispuesto en la Ley 13/1985, perderán su derecho a recibirla y el Emisor no tendrá obligación de pagar ni la

Remuneración devengada en ese periodo, ni intereses sobre la misma, aún cuando en Fechas de Pago de Remuneración (según se define en el apartado 4.7.2 de la presente Nota de Valores) posteriores el Emisor cumpla con sus obligaciones de abonar la Remuneración a las Participaciones Preferentes Serie 1/2009.

Disposiciones generales

- a) El impago de Remuneraciones por el Emisor será comunicado a la CNMV por el Emisor como hecho relevante.
- b) En el supuesto de pago parcial descrito en el apartado B anterior, la Remuneración sobre las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 y la remuneración sobre el resto de participaciones preferentes, se declararán a prorrata, teniendo en cuenta la proporción existente entre: (1) la cantidad total disponible para el pago de la Remuneración y la remuneración correspondiente al resto de participaciones preferentes, si existieren; y (2) la cantidad que se hubiese pagado a las Participaciones Preferentes y al resto de participaciones preferentes de no haber existido limitación alguna al pago de la Remuneración. En consecuencia, el importe que por la Remuneración percibirán los titulares de Participaciones Preferentes de la Serie 1/2009 estaría en función, en este supuesto, del importe total de participaciones preferentes (incluidas las Participaciones Preferentes Serie 1/2009) en circulación en el momento del pago y de la remuneración a la que pudieran tener derecho el resto de participaciones preferentes.
- c) Si, por razón del Beneficio Distribuible o por las limitaciones derivadas de la normativa bancaria sobre recursos propios, no se pagaran en su totalidad las Remuneraciones a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 en un ejercicio, el Emisor no pagará en ese mismo ejercicio dividendos o retribuirá de ninguna otra forma a sus acciones ordinarias o a cualesquiera otros valores representativos del capital social del Emisor, u otros valores emitidos por éste que a efectos de prelación se sitúen por detrás de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009.
- d) Los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 no tendrán más derechos a participar en los beneficios del Emisor que los establecidos en el presente Folleto.

4.6.1.2.- Derecho a percibir el Precio de Amortización

En los supuestos de amortización contemplados en el apartado 4.8 siguiente, los titulares de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 tendrán derecho a percibir un Precio de Amortización (según se define en el apartado 4.8.1 de la presente Nota de Valores) por cada Participación Preferente. Dicho Precio de Amortización consistirá en un importe igual a su valor nominal más una cantidad igual a la Remuneración devengada y no satisfecha, desde la última Fecha de Pago de Remuneración (según se define en el apartado 4.7.2 de la presente Nota de Valores) hasta la fecha fijada para la amortización.

4.6.1.3.- Derecho a percibir las Cuotas de Liquidación — Límites

a) Disolución o Liquidación del Emisor

En caso de liquidación o disolución, voluntaria o involuntaria, del Emisor o de una reducción del capital social del Emisor conforme al artículo 169 del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre ("la LSA"), los titulares de participaciones preferentes (incluidos los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009) existentes en ese momento tendrán derecho a percibir, de los activos del Emisor que puedan ser distribuidos entre los titulares de participaciones preferentes, importes de liquidación en la cuantía fijada para cada serie más un importe igual a las remuneraciones devengadas y no pagadas correspondientes al Periodo de Devengo de Remuneración en curso y hasta la fecha de pago del correspondiente importe de liquidación (dichos importes de liquidación junto con los importes por remuneraciones citados se denominarán "Cuota de Liquidación").

Para los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009, la Cuota de Liquidación se ha fijado en 1.000 euros por cada Valor (igual a su valor nominal), más la Remuneración devengada y no pagada correspondiente al Período de Devengo de la Remuneración en curso y hasta la fecha de pago de la Cuota de Liquidación.

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

Los titulares de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 y de cualesquiera otras participaciones preferentes del Emisor, percibirán dichas cantidades con carácter previo a la distribución de activos entre los accionistas ordinarios o entre los titulares de cualquier otra clase de valores del Emisor que se sitúen, en orden de prelación, por detrás de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009, de conformidad con el orden de prelación establecido en el apartado 4.5 de la presente Nota de Valores.

b) Pagos a prorrata

Si, al producirse la liquidación, las Cuotas de Liquidación no se hicieran efectivas en su totalidad debido a las limitaciones descritas en el apartado a) anterior, dichas cantidades se abonarán a prorrata en proporción a las cantidades que se habrían pagado si no hubiera existido dicho límite. Teniendo en cuenta que la Cuota de Liquidación puede ser distinta para cada emisión de participaciones preferentes, su importe se distribuirá a prorrata del total del importe efectivo que corresponda a cada titular, y no del número de participaciones preferentes que los titulares posean.

Una vez hecha efectiva la Cuota de Liquidación a la que tienen derecho los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 de acuerdo con los apartados anteriores, éstos no tendrán otro derecho de reclamación frente al Emisor.

4.6.1.4.- Derecho de suscripción preferente

De conformidad con lo dispuesto en la Ley 13/1985, los titulares de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 no tienen derecho de suscripción preferente en las nuevas emisiones de participaciones preferentes que pueda realizar el Emisor en el futuro.

4.6.2.- Derechos políticos

De conformidad con lo dispuesto en la Ley 13/1985, salvo por lo que se expone a continuación, los titulares de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 no tendrán derecho de asistencia ni de voto en las Juntas Generales de Accionistas de Banco Español de Crédito, S.A. Para evitar dudas, los titulares de las Participaciones Preferentes no tendrán derecho a recibir notificación, asistir ni votar en ninguna junta general, ordinaria o extraordinaria, de accionistas del Emisor.

Cualquier modificación a los términos y condiciones de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009, excepto lo relativo a la amortización y cancelación de las mismas, deberá ser aprobada por los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009. Dichas modificaciones serán aprobadas mediante un acuerdo por escrito de los titulares de al menos dos terceras partes de todas las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 en circulación o mediante acuerdo de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 en circulación, reunidos en Asamblea General convocada a tal efecto con los requisitos de quórum y mayorías establecidos a continuación.

Dicho acuerdo se adoptará por mayoría absoluta de los titulares de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 presentes o representados con un quórum de al menos dos tercios de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 en circulación y será vinculante para todos los titulares de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 emitidas y en circulación, incluidos los que no estén presentes y los que disientan.

Si dos tercios de los titulares de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 en circulación no estuvieran representados por los asistentes, los titulares de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 podrán reunirse en segunda convocatoria un día después de la primera reunión y el acuerdo podrá ser adoptado por una mayoría absoluta de los asistentes a la reunión en segunda convocatoria. El acuerdo será vinculante para los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 según lo descrito con anterioridad.

Las Asambleas Generales de titulares de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 serán convocadas por el Emisor mediante la publicación del correspondiente anuncio en el Boletín de Cotización del Mercado AIAF de Renta Fija así como en un periódico de difusión nacional con un mes de antelación a la fecha de celebración de la Asamblea General correspondiente.

Tendrán derecho a asistir con derecho de voz y voto todos los titulares de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 que puedan demostrar que son titulares cinco días antes de la fecha de la Asamblea General. Los titulares de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 demostrarán que tienen Participaciones Preferentes Serie 1/2009 en la manera y de acuerdo con los requisitos que se establezcan en el anuncio publicado en el momento de convocar dicha Asamblea General. Los titulares de participaciones preferentes podrán delegar su representación en otra persona, mediante un poder otorgado para cada Asamblea General.

La Asamblea General de titulares de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 podrá nombrar un representante (el "Representante"), quien ostentará la representación legal de los tenedores de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 y podrá ejercer las acciones que a éstos correspondan y las que considere oportunas para la defensa general y particular de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009. En todo caso, el Representante será el órgano de relación entre el Emisor y los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009.

Aunque las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 confieren el derecho al voto en cualquiera de las circunstancias descritas anteriormente, ni el Emisor ni ninguna de sus Filiales, en la medida en que sean titulares de participaciones preferentes del Emisor, tendrán derecho a votar.

En todo lo no previsto en el presente apartado, será de aplicación la Ley de Sociedades Anónimas.

Banco Español de Crédito, S.A., podrá libremente (previo cumplimiento de las condiciones legales necesarias) (i) emitir Participaciones Preferentes adicionales, o autorizar, crear o emitir una o más series de Participaciones Preferentes que se sitúen al mismo nivel que estas Participaciones Preferentes en cuanto a la participación en los beneficios y los activos del Emisor, en cada caso sin límite alguno de la cantidad; o (ii) autorizar, crear o emitir una o más clases o series de acciones del Emisor con un rango inferior en cuanto a participación en beneficios o activos del mismo.

4.7.- Tipo de remuneración y disposiciones relacionadas

4.7.1.- Determinación del importe de la Remuneración

La Remuneración no acumulativa será:

- Durante el período comprendido entre la Fecha de Emisión y Desembolso (inclusive) y el 29 de junio de 2010 (no incluido): 6,00 % nominal anual fijo. Siendo el importe nominal de 1.000 euros por Participación Preferente Serie I la remuneración bruta a percibir será durante los 4 primeros periodos de remuneración y según la fórmula descrita en el apartado 4.7.4. posterior la siguiente:

Periodo	Remuneración (en euros)
1º	15.12
2º	14.96
3º	14.79
4º	15.12

- Desde el 29 de junio de 2010 (inclusive) hasta el 29 de junio de 2011 (no incluido): 5,00 % nominal anual fijo.

Periodo	Remuneración (en euros)
5º	12.60

6º	12.47
7º	12.33
8º	12.60

- Desde el 29 de junio de 2011 (inclusive) en adelante: variable, referenciado al Euribor a 3 meses, más un diferencial de 2,30 %, con un mínimo nominal anual del 4,00 %.

4.7.2.- Descripción del subyacente

Salvo en los ocho primeros Periodos de Devengo de la remuneración indicados en el punto anterior (4.7.1), la Remuneración está referida al tipo Euribor a 3 meses, tal y como éste se define a continuación.

A estos efectos, se entiende por Euribor (*Euro Interbank Offered Rate*) a 3 meses el tipo de referencia del Mercado Monetario del Euro que resulte de la aplicación de la Convención vigente en cada momento, bajo el patrocinio de la *Fédération Bancaire de l'Union Européene (FBE)* y la *Financial Market Association (ACI)*.

La fijación del Euribor a 3 meses se realizará para cada Periodo de Devengo de Remuneración y se tomarán como referencia los datos publicados en la pantalla Reuters, página EURIBOR01 (o cualquier otra que la pudiera sustituir) a las 11:00 horas de la mañana de Madrid del segundo día hábil inmediatamente anterior al día en que comience el Periodo de Devengo de Remuneración de que se trate.

Este tipo de remuneración se tomará por su valor facial publicado sin aplicar ningún tipo de transformación. A efectos meramente informativos, se indica a continuación la evolución del tipo Euribor tres meses entre el 22 de abril de 2009 y el 33 de mayo de 2009:

22-Abr-09	1.405
23-Abr-09	1.406
24-Abr-09	1.400
27-Abr-09	1.392
28-Abr-09	1.384
29-Abr-09	1.372
30-Abr-09	1.365
4-May-09	1.354
5-May-09	1.344
6-May-09	1.334
7-May-09	1.327
8-May-09	1.313
11-May-09	1.299
12-May-09	1.291
13-May-09	1.281
14-May-09	1.266
15-May-09	1.250
18-May-09	1.244
19-May-09	1.237
20-May-09	1.244
21-May-09	1.252
22-May-09	1.259

El tipo aplicable a cada Período de Devengo de la Remuneración, será comunicado por el Emisor a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 antes del quinto día hábil posterior al inicio de cada Período de Devengo de la Remuneración mediante su publicación en un periódico de difusión nacional y anuncio en el Boletín Diario de Operaciones del Mercado AIAF de Renta Fija.

Por imposibilidad de obtención del Euribor a 3 meses en la forma determinada anteriormente, se tomará como Remuneración en tanto por ciento a aplicar sobre el importe efectivo para el cálculo de la Remuneración, el tipo de interés que resulte de aplicar la media aritmética simple de los tipos de interés interbancarios de oferta para operaciones de depósitos en euros a 3 meses de vencimiento y por importe equivalente al importe de la emisión, el segundo día hábil inmediatamente anterior al día en que comience el periodo de cálculo de que se trate, que declaren las entidades reseñadas a continuación:

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

En el supuesto de imposibilidad de obtención del Euribor a 3 meses por no suministrar alguna o algunas de las citadas entidades la declaración de cotizaciones, será de aplicación el tipo de interés que resulte de aplicar la media aritmética simple de los tipos de interés declarados por al menos dos de las entidades restantes.

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

4.7.3.- Fechas de devengo y pago de los intereses

Durante el periodo comprendido entre la Fecha de Emisión y Desembolso (inclusive), prevista para el 29 de junio de 2009, y el 29 de junio de 2010 (no incluido), cada una de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 otorgará a su titular el derecho a percibir una Remuneración fija del 6,00 % nominal anual fijo sobre el importe nominal de las mismas, con sujeción a las limitaciones establecidas en el apartado 4.6.1.1.1 anterior. En este periodo, la Remuneración será pagadera por trimestres vencidos, quedando fijadas las siguientes fechas de pago por parte del Emisor: 29 de septiembre, 29 de diciembre, 29 de marzo y 29 de junio, cada una de ellas una "Fecha de pago de Remuneración a Tipo Fijo I".

A partir del primer año, cada una de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 otorgará a su titular el derecho a percibir una Remuneración fija del 5,00 % nominal anual fijo sobre el importe nominal de las mismas, con sujeción a las limitaciones establecidas en el apartado 4.6.1.1.1 anterior. En este periodo, la Remuneración será pagadera por trimestres vencidos, quedando fijadas las siguientes fechas de pago por parte del Emisor: 29 de septiembre de 2010, 29 de diciembre de 2010, 29 de marzo de 2011 y 29 de junio de 2011, cada una de ellas

una "Fecha de pago de Remuneración a Tipo Fijo II".

A partir del 10 de junio de 2011 (inclusive), en adelante, cada una de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 otorgará a su titular el derecho a percibir una Remuneración variable igual a la que resulte de aplicar el Euribor a 3 meses, más un diferencial de 2,30%, con un mínimo nominal anual del 4,00%, sobre el importe nominal de las mismas, con sujeción a las limitaciones establecidas en el apartado 4.6.1.1.1 anterior. En este periodo, la Remuneración será pagadera por trimestres vencidos, quedando fijadas las siguientes fechas de pago por parte del Emisor: 29 de septiembre, 29 de diciembre, 29 de marzo y 29 de junio, cada una de ellas una "Fecha de Pago de Remuneración a Tipo Variable".

Las Fechas de Pago de Remuneración a Tipo Fijo I, a Tipo Fijo II y a Tipo Variable, serán conjuntamente, las "Fechas de Pago de Remuneración" e indistintamente, cualquiera de ellas, una "Fecha de Pago de Remuneración". El periodo que comience en la Fecha de Emisión y Desembolso, inclusive, prevista para el 29 de junio de 2009, y que finalice en la primera Fecha de Pago de Remuneración, no incluida, y cada período sucesivo que comience en una Fecha de Pago de Remuneración, inclusive, y que finalice en la siguiente Fecha de Pago de Remuneración, no incluida, será un "Período de Devengo de Remuneración" y todos o algunos de ellos, según el contexto, serán, conjuntamente, los "Períodos de Devengo de Remuneración".

Los cálculos para determinar el importe de la Remuneración se llevarán a cabo utilizando como base de cálculo $\text{Act}/365$, tal y como se describe en la fórmula señalada en el apartado 4.7.4 siguiente.

4.7.4.- Fórmula para el cálculo de la Remuneración

La Remuneración se calculará de acuerdo con la siguiente fórmula:

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

Siendo:

R = Remuneración.

NS = Importe nominal.

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

DT = Días transcurridos en el Período de Devengo de Remuneración de referencia.

La remuneración variable se pagará trimestralmente, y será el resultado de aplicar el tipo de la Remuneración al valor nominal de la Participación Preferente, dividir el producto por 365, multiplicarlo por el número de días que comprenda el Período de Devengo de Remuneración de referencia y redondear hasta el céntimo de euro más próximo (en el caso de medio céntimo de euro, al alza).

Esta misma fórmula regirá en el caso de que en un determinado Período de Devengo de Remuneración tuviese duración inferior a un trimestre completo, por amortización anticipada de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 o por cualquier otra razón.

Si alguna Fecha de Pago de Remuneración no fuera día hábil a los efectos de realización de operaciones en euros, el pago de la Remuneración se efectuará el día hábil inmediatamente posterior, sin que ello tenga repercusión de ningún tipo en la cuantía del abono. A estos efectos se entenderá por día hábil cualquier día así considerado por el sistema "TARGET2" *Trans-European Automated Real Time Gross Settlement Express Transfer*).

4.7.5.- Plazo válido en el que se puede reclamar la Remuneración

La acción para reclamar el abono de la Remuneración correspondiente a un Periodo de Devengo de Remuneración concreto, en el supuesto de que haya sido declarada por el Emisor, prescribe a los cinco años contados desde el día siguiente a la Fecha de Pago de Remuneración correspondiente a dicho Periodo de Devengo de Remuneración.

4.7.6.- Fechas, lugar, entidades y procedimiento para el pago de las Remuneraciones

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

El Agente de Pagos y Agente de Cálculo (el "Agente") calculará la cuantía de la Remuneración que deba satisfacerse respecto de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009.

El servicio financiero será atendido por el Agente, quien, con motivo del pago de cada Remuneración, recibirá la cantidad que corresponda por tal concepto para su distribución entre los titulares de Participaciones Preferentes Serie 1/2009.

4.7.7.- Agente de Pagos y Agente de Cálculo

Banco Español de Crédito, S.A. con domicilio social en Gran Vía de Hortaleza, 3, de Madrid.

4.8.- Precio de amortización y disposiciones relativas al vencimiento de los Valores

4.8.1.- Precio de amortización

Las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 tienen carácter perpetuo. Cada Participación Preferente Serie 1/2009 concede a su titular, en el supuesto de amortización total o parcial por parte del Emisor, derecho a percibir un Precio de Amortización que consistirá en su valor nominal más un importe igual a la Remuneración devengada y no satisfecha correspondiente al periodo de Remuneración en curso y hasta la fecha establecida para la amortización (el "Precio de Amortización").

4.8.2.- Supuestos, fecha, lugar y procedimiento de amortización

Las Participaciones Preferentes Serie 1/2009, se emiten por tiempo indefinido. Sin embargo, podrán amortizarse total o parcialmente a voluntad del Emisor, con autorización previa del Banco de España, a partir del quinto aniversario de la Fecha de Emisión y Desembolso (según se define en el apartado 4.12 de la presente Nota de Valores) (la "Primera Fecha de Amortización"), reembolsando a su titular el Precio de Amortización.

En el caso de amortización parcial, ésta se realizará mediante una reducción proporcional del valor nominal de cada una de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009, de tal forma que todos los titulares de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 reciban el mismo trato.

La decisión de amortización anticipada deberá ser notificada, con carácter irrevocable, por el Emisor, a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 entre 60 y 30 días naturales antes de la fecha señalada para la amortización. Dicha decisión de amortización se comunicará a la CNMV como hecho relevante y mediante la publicación del correspondiente anuncio en el Boletín de Cotización del Mercado AIAF de Renta Fija así como en un periódico de difusión nacional en España.

No se requiere autorización de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 para la amortización de las mismas. En ningún caso las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 serán amortizables a solicitud de los inversores.

Este derecho lo tendrá exclusivamente el Emisor y lo ejercerá a su propia conveniencia.

En el caso de amortización total, una vez se haya notificado la amortización a los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009, y se hayan depositado los fondos correspondientes, se extinguirán todos los derechos de los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009, excepto el derecho de los mismos a percibir el Precio de Amortización, y las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 dejarán de estar en circulación y se darán de baja en el registro contable y dejarán de computarse como recursos propios.

4.8.3.- Adquisición por entidades del Grupo para su amortización

La adquisición por el Emisor, o cualquiera de sus Filiales o entidades sujetas a su control, de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 en circulación, se realizará de conformidad con lo dispuesto en la legislación aplicable. En todo caso, los valores así adquiridos se deducirán de los recursos propios de acuerdo con lo establecido en el apartado 1 de la Norma Novena de la Circular 3/2008 de Banco de España, de 22 de mayo,

En el supuesto de que la calificación como recursos propios fuera denegada, la adquisición por el Emisor o cualquiera de sus filiales de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 en circulación y, en su caso, su posterior amortización, se sujetará a lo dispuesto en la legislación aplicable.

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

El rendimiento efectivo de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 para los inversores estará en función del vencimiento de la Emisión, en su caso, y de la evolución del tipo de referencia anteriormente indicado. Suponiendo que se produjera la amortización de la Emisión en su quinto aniversario, tomando como referencia las Fechas de Pago de la Remuneración, y asumiendo un tipo de Remuneración de la Emisión igual al 6,00% (que corresponde al tipo fijo de Remuneración para los cuatro primeros Periodos de Devengo de Remuneración), y al 5,00% (que corresponde al tipo fijo de Remuneración para los cuatro siguientes Periodos de Devengo de la Remuneración) y un tipo variable del 4,00% (que coincide con el mínimo fijado), dicho rendimiento efectivo anual (TIR) sería del 4,73%.

Los inversores no deben basar su decisión de inversión en las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 en virtud de los anteriores cálculos del tipo de interés, ya que estos pueden sufrir variación, dependiendo de las fluctuaciones del tipo de interés que se produzcan a lo largo de la vida de la emisión.

Los inversores deberán tener en cuenta la facultad del Emisor de proceder a la amortización anticipada, total o parcial, de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 una vez transcurridos 5 años desde la Fecha de Emisión y Desembolso (según se define en el apartado 4.12 de la presente Nota de Valores) de las mismas, o en el menor plazo que en su caso, establezca la normativa sobre recursos propios de las Entidades de Crédito, previa autorización del Banco de España, según se refiere en el apartado 4.8 anterior.

4.10.- Representación de los tenedores de los Valores

El régimen de la emisión no requiere de la representación de un sindicato.

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

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

- Acuerdo de Junta General de Accionistas del Emisor de fecha 8 de febrero de 2005;
- Acuerdos del Consejo de Administración del Emisor de fecha 8 de febrero de 2005;
- Acuerdo de la Comisión Ejecutiva de Banco Español de Crédito, S.A. de fecha 16 de marzo de 2009.

4.12.- Fecha de emisión

La fecha de emisión que coincidirá con la fecha de desembolso de los Valores será el 29 de junio de 2009 (la "Fecha de Emisión y Desembolso").

4.13.- Restricciones a la libre transmisibilidad de los Valores

No existen restricciones a la libre transmisibilidad de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009. La transmisión del derecho de cada inversor sobre las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 se instrumentará mediante la pertinente transferencia contable en los registros de Iberclear y sus entidades participantes.

4.14.- Fiscalidad de los valores

A continuación se realiza un breve análisis de las principales consecuencias fiscales derivadas de la adquisición, titularidad y en su caso, posterior transmisión de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009.

Con carácter enunciativo, aunque no excluyente, la normativa aplicable será:

- Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.
- Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido del Impuesto sobre Sociedades y Real Decreto 1777/2004 de 30 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades, y
- Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de No Residentes, modificado por el Real Decreto-Ley 2/2008, de 21 de abril, de medidas de impulso a la actividad económica y Real Decreto 1776/ 2004, de 30 de julio por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de No residentes.
- Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, según la redacción dada por la Disposición Adicional Tercera de la Ley 19/2003 y la Disposición Final Segunda de la Ley 4/2008, así como el artículo 44 del Real Decreto 1065/2007, de 27 de julio, por el que se aprueba el Reglamento General de las actuaciones y los procedimientos de gestión e inspección tributaria y de desarrollo de las normas comunes de los procedimientos de aplicación de los tributos.

Este extracto no pretende ser una descripción comprensiva de todas las consideraciones de orden tributario que pudieran ser relevantes en cuanto a una decisión de adquisición o venta de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009, ni tampoco pretende abarcar las consecuencias fiscales aplicables a todas las categorías de inversores, algunos de los cuales pueden estar sujetos a normas especiales.

Por lo tanto, en cualquier caso es recomendable que cada uno de los inversores interesados en la adquisición de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 consulte con sus abogados o asesores fiscales, quienes les podrán prestar un asesoramiento personalizado a la vista de sus circunstancias particulares. Del mismo modo, los inversores habrán de tener en cuenta los cambios que la legislación vigente en este momento pudiera sufrir en el futuro.

4.14.1.- Imposición Indirecta en la adquisición y transmisión de Participaciones Preferentes Serie 1/2009

La adquisición y, en su caso, la posterior transmisión de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 está exenta del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados y del Impuesto sobre el Valor Añadido, en los términos expuestos en el artículo 108 de la LMV y concordantes de las leyes reguladoras de los impuestos citados:

4.14.2.- Imposición Directa sobre las rentas derivadas de la titularidad, transmisión, amortización o reembolso de Participaciones Preferentes Serie 1/2009

A).- Inversores personas físicas y jurídicas residentes fiscales en España

La información contenida en esta sección se basa en la normativa vigente en la fecha de revisión del presente Folleto: la Ley 35/2006, de 28 de noviembre del Impuesto sobre la Renta

de las Personas Físicas, y por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, así como sus reglamentos de desarrollo aprobados por el Real Decreto 439/2007 de 30 de marzo y el Real Decreto 1777/2004, de 30 de julio, respectivamente.

En particular, por lo que respecta al Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y al Impuesto sobre Sociedades, el importe de los cupones y/o la diferencia entre el valor de suscripción o adquisición del activo y su valor de transmisión o reembolso tendrán la consideración de rendimiento del capital mobiliario.

Asimismo, de acuerdo con lo establecido en el artículo 74 y siguientes del Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, aprobado por el Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo y el artículo 58 y siguientes del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades aprobado por el Real Decreto 1777/2004 de 30 de julio, los rendimientos del capital mobiliario obtenidos de las Participaciones Preferentes quedarán sujetos a retención a un tipo actual del 18% (o del tipo vigente en cada momento).

Por consiguiente los pagos de cupones y/o la diferencia entre el valor de suscripción o adquisición del título y su valor de transmisión o reembolso deberá ser sometida a retención al tipo vigente en cada un momento, actualmente un 18%, por parte del Emisor o la entidad financiera encargada de la operación o, en su caso, por el fedatario público que obligatoriamente intervenga en la operación. Dichas rentas deberán ser integradas en la base imponible del ahorro del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

A.1.)- Excepción a la obligación de retener para personas jurídicas

No obstante el régimen general expuesto en los párrafos anteriores, el artículo 59 q) del Reglamento del Impuesto de Sociedades, establece, para las emisiones posteriores al 1 de enero de 1999, la exención de retención para las rentas obtenidas por personas jurídicas residentes en España, cuando procedan de activos financieros que cumplan las condiciones de estar representados mediante anotaciones en cuenta y estar negociados en un mercado secundario oficial de valores español. En estos casos, la excepción a la obligación de practicar retención se aplicará tanto con ocasión del pago del cupón como, en su caso, sobre el rendimiento del capital mobiliario positivo que pudiera ponerse de manifiesto con ocasión de la transmisión o reembolso de los valores.

A.2.)- Excepción a la obligación de retener para personas físicas

Por otra parte, el artículo 75.3 e) del Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, establece la exención de retención para las rentas obtenidas por personas físicas residentes en España derivadas de la transmisión o reembolso de activos financieros con rendimiento explícito, siempre que estén representados mediante anotaciones en cuenta y se negocien en un mercado secundario oficial de valores español.

No obstante, quedará sujeta a retención la parte del precio que equivalga al cupón corrido en las transmisiones de activos efectuadas dentro de los treinta días inmediatamente anteriores al vencimiento del cupón, cuando el adquirente sea una persona o entidad no residente en territorio español o sea sujeto pasivo del Impuesto sobre Sociedades, y los rendimientos

explícitos derivados de los valores transmitidos estén exceptuados de la obligación de retener en relación con el adquirente (artículo 75.3 e) del Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas).

A.3.)- Impuesto sobre el Patrimonio

Con fecha 25 de diciembre de 2008 se ha publicado en el Boletín Oficial del Estado la Ley 4/2008, de 23 de diciembre, por la que se suprime el gravamen del Impuesto del Patrimonio, se generaliza el sistema de devolución mensual en el Impuesto sobre el Valor Añadido, y se introducen otras modificaciones en la normativa tributaria.

Esta norma introduce en la Ley 19/1991, una bonificación del 100% en la cuota íntegra y elimina la obligación de declarar con efectos a partir del 1 de enero de 2008.

Las personas jurídicas no están sujetas al Impuesto sobre el Patrimonio.

A.4.)- Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones

De conformidad con la Ley 29/1987, de 18 de diciembre, del Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones (ISD), las adquisiciones a título lucrativo por personas físicas están sujetas al ISD en los términos previstos por la normativa de este impuesto. En algunas Comunidades Autónomas se han regulado normas especiales que prevén determinadas exenciones o reducciones, por lo que deberían ser consultadas.

En el caso de transmisión gratuita a favor de un sujeto pasivo del Impuesto sobre Sociedades, la renta obtenida tributa conforme a las normas del Impuesto sobre Sociedades, no siendo aplicable el ISD.

B.)- Inversores no residentes en España

Tal y como ha sido confirmado por la Administración Tributaria en contestación vinculante de la Dirección General de Tributos (DGT) de fecha 9 de febrero de 2005, lo dispuesto por la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, según la redacción dada por la Disposición Adicional Tercera de la Ley 19/2003, será de aplicación a las emisiones de cualquiera instrumentos de deuda, tanto si son emitidos directamente por una entidad de crédito como si se realiza a través de una filial, siempre que se cumplan los restantes requisitos exigidos por la citada Disposición Adicional, relativos fundamentalmente a que los valores coticen en un mercado secundario organizado.

Por consiguiente, de acuerdo con el tenor de dicha contestación, el citado régimen fiscal será de aplicación a las emisiones cotizadas que se realicen al amparo de este Folleto.

La citada Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, en su redacción dada por la Disposición Adicional Tercera de la Ley 19/2003, dispone que las rentas derivadas de las emisiones amparadas por la misma, obtenidas por personas o entidades no residentes en territorio español que actúen en él sin la mediación de un establecimiento permanente, estarán exentas del Impuesto sobre la Renta de No Residentes en los mismos términos establecidos para los rendimientos derivados de la Deuda Pública en el artículo 14.d) del Texto Refundido

de la Ley del Impuesto sobre la Renta de No Residentes. El citado precepto, modificado por el Real Decreto-Ley 2/2008 de 21 de abril, de medidas de impulso a la actividad económica, prevé que, en el supuesto de que los tenedores sean personas físicas o jurídicas no residentes en España que no operen mediante establecimiento permanente los rendimientos derivados de estos títulos, tanto si proceden del cobro de cupón como si proceden de la transmisión o reembolso de los valores, estarán exentos de tributación en España.

Para hacer efectiva la exención anteriormente descrita, es necesario cumplir con la obligación de suministro de información, prevista en el apartado 3 de la Disposición Adicional 2ª de la Ley 13/1985, según la redacción dada por la Ley 4/2008, de 23 de diciembre, por la que se suprime el gravamen del Impuesto sobre el Patrimonio, se generaliza el sistema de devolución mensual en el Impuesto sobre el Valor Añadido, y se introducen otras modificaciones en la normativa tributaria. De acuerdo con lo señalado en este apartado deberá informarse a la Administración tributaria de la identidad de los contribuyentes del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y los sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades, que sean titulares de los valores a los que se refiere este folleto, así como de la identidad de los contribuyentes del Impuesto sobre la Renta de los no Residentes que obtengan rendimientos derivados de estos valores mediante establecimiento permanente situado en territorio español.

No obstante, hasta que sea aprobado el desarrollo reglamentario de este apartado actualmente en tramitación, las obligaciones de información se cumplimentarán conforme a lo dispuesto en la redacción actualmente vigente del artículo 44 del Real Decreto 1065/2007, de 27 de julio, por el que se aprueba el Reglamento General de las actuaciones y los procedimientos de gestión e inspección tributaria y de desarrollo de las normas comunes de los procedimientos de aplicación de los tributos.

En el caso de que la obligación de suministro de información no se lleve a cabo correctamente por parte del inversor obligado a ello, el emisor, deberá aplicar una retención del 18% sobre los rendimientos que abone.

En el supuesto de suscriptores no residentes que operen en España con establecimiento permanente se les aplicará a efectos del régimen de retenciones, los criterios establecidos anteriormente para las personas jurídicas residentes.

B.1.)- Impuesto sobre el Patrimonio

Con fecha 25 de diciembre de 2008 se ha publicado en el Boletín Oficial del Estado la Ley 4/2008, de 23 de diciembre, por la que se suprime el gravamen del Impuesto del Patrimonio, se generaliza el sistema de devolución mensual en el Impuesto sobre el Valor Añadido, y se introducen otras modificaciones en la normativa tributaria.

Esta norma introduce en la Ley 19/1991, una bonificación del 100% en la cuota íntegra y elimina la obligación de declarar con efectos a partir del 1 de enero de 2008.

Las personas jurídicas no están sujetas al Impuesto sobre el Patrimonio.

B. 2.) Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones

Las adquisiciones a título lucrativo por personas físicas no residentes en España, cualquiera que sea el estado de residencia del transmitente, estarán sujetas al ISD cuando la adquisición lo sea de bienes situados en territorio español o de derechos que puedan ejercitarse en ese territorio. En general, el gravamen por ISD de las adquisiciones de no residentes sujetas al impuesto se realiza de la misma forma que para los residentes, todo ello sin perjuicio de los Convenios para evitar la Doble Imposición que pudieran resultar aplicables.

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

C).- Obligaciones de información

A estas emisiones les son de aplicación las obligaciones de suministro de información establecidas en el apartado 3 de la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, según la redacción dada por la Disposición Adicional Tercera de la Ley 19/2003 y la Disposición Final Segunda de la Ley 4/2008.

En tanto no entre en vigor el desarrollo reglamentario de la nueva redacción de este apartado dada por la Ley 4/2008, las obligaciones de información relativas a estos valores deberán cumplimentarse conforme a lo dispuesto en la redacción actualmente vigente del artículo 44 del Real Decreto 1065/2007, de 27 de julio, por el que se aprueba el Reglamento General de las actuaciones y los procedimientos de gestión e inspección tributaria y de desarrollo de las normas comunes de los procedimientos de aplicación de los tributos.

5.- CLÁUSULAS Y CONDICIONES DE LA OFERTA

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

5.1.1.- Condiciones a las que está sujeta la oferta

La Emisión no está sujeta a ninguna condición.

5.1.2.- Importe de la oferta

El importe total de la Emisión será de DOSCIENTOS CINCUENTA MILLONES DE EUROS (250.000.000 €) ampliable hasta un máximo de QUINIENTOS MILLONES DE EUROS (500.000.000 €).

El número de valores objeto de la presente Emisión es de DOSCIENTAS CINCUENTA MIL (250.000) Participaciones Preferentes Serie 1/2009 ampliable hasta un máximo de QUINIENTAS MIL (500.000) Participaciones Preferentes.

El importe total de la Emisión quedará fijado, una vez finalizado el Periodo de Suscripción (tal y

como se define este término en el apartado 5.1.3 de la presente Nota de Valores), por el importe efectivamente suscrito.

Todas las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 que se ofrecen pertenecen a la misma clase y serie.

5.1.3.- Periodo de suscripción. Suscripción incompleta

La suscripción de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 se iniciará el 3 de junio de 2009 a las 9:00 horas (hora peninsular) y finalizará el 25 de junio de 2009 a las 14:00 horas (hora peninsular), ambos inclusive (el "Período de Suscripción"), y se realizará en horario de oficina.

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

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

No obstante lo anterior, en el caso de que el importe inicial de la emisión (es decir, 250 millones de euros) se cubriera íntegramente antes de la finalización del periodo de suscripción, el emisor podrá ampliar el importe de la misma. La decisión de ampliar el volumen inicial de la emisión será comunicada a la CNMV.

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

El Emisor remitirá copia de las calificaciones definitivas a la CNMV. Asimismo, en caso de que se produzca alguno de los supuestos que den lugar a la revocación de órdenes de suscripción, el Emisor comunicará a CNMV la apertura y cierre de dicho periodo de revocación.

5.1.4.- Lugar y forma de tramitar la suscripción

La suscripción de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 se realizará, de lunes a viernes, en cualquiera de las oficinas de Banco Español de Crédito, S.A. en horario de oficina.

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

Las Órdenes de Suscripción son irrevocables. No obstante lo anterior, existirá la posibilidad de revocación por parte del Suscriptor en el supuesto que se indica al final del presente punto. Los inversores que deseen suscribir Participaciones Preferentes Serie 1/2009 podrán formular Órdenes de Suscripción en el impreso que, a tal efecto, facilitará Banco Español de Crédito, S.A.. Dichas Órdenes de Suscripción deberán ser otorgadas por escrito y/o impresas mecánicamente y deberán ir firmadas por el inversor ordenante interesado ("el Ordenante"), haciéndose entrega de una copia al cliente.

No se aceptará ninguna orden que no posea todos los datos identificativos del Ordenante 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 caso de Órdenes de Suscripción formuladas por menores de edad o incapaces, se deberá consignar su NIF y el NIF del representante legal.

La oficina ante la que se formule la Orden de Suscripción deberá informar a los Ordenantes, que de conformidad con la normativa vigente, están a su disposición la Nota de Valores de la Emisión, el Documento de Registro del Emisor y el Resumen explicativo de la operación. El Emisor entregará al inversor dicho resumen, el cual deberá ser visado y firmado por éste con anterioridad a la contratación de la emisión, y entregado por el mismo a la Oficina. Asimismo, la Oficina deberá entregar copia al Ordenante del resumen explicativo firmado y de la Orden de Suscripción realizada.

Las Órdenes de Suscripción deberán reflejar el número de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 que desea suscribir el Ordenante, que deberá ser, al menos, tres (3) Participaciones Preferentes y el importe en euros que se desea invertir.

No existe un límite máximo para el número de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 que se desee invertir.

En aplicación de la Ley del Mercado de Valores y la normativa de su desarrollo, el Emisor ha clasificado las participaciones preferentes como producto complejo. De acuerdo con dicha clasificación, las oficinas, con anterioridad a la contratación evaluarán si el producto ofrecido es adecuado para el Ordenante según su conocimiento y experiencia, mediante la cumplimentación de un Test de Conveniencia. Asimismo y en el supuesto de que el cliente contrate participaciones preferentes como consecuencia del servicio de asesoramiento financiero, la oficina también realizará el Test de idoneidad.

La oficina ante la que se formule la Orden de Suscripción podrá rechazar aquellas Órdenes que no estén debidamente cumplimentadas.

En el momento de la suscripción, el Ordenante deberá tener abierta una cuenta de efectivo, asociada a una cuenta de valores, en Banco Español de Crédito, S.A..

No se cobrará gasto alguno por la apertura y cancelación de las citadas cuentas de efectivo y de valores. No obstante lo anterior, respecto a los gastos que se deriven del mantenimiento de la cuenta de efectivo, Banco Español de Crédito, S.A. podrá aplicar las comisiones que tenga previstas en sus cuadros de tarifas.

Banco Español de Crédito, S.A. podrá exigir a los Ordenantes una provisión de fondos para asegurar el pago del importe de las suscripciones. El depósito de la provisión de fondos será remunerado por Banco Español de Crédito, S.A. al tipo de interés del 4,00 % anual; se devengarán intereses desde el primer día del depósito hasta la Fecha de Emisión y Desembolso, esta última no incluida. En el supuesto de que dicha provisión de fondos hubiera de ser devuelta, dicha devolución se realizará libre de cualquier gasto o comisión, con fecha

valor no más tarde del día hábil posterior al del cierre del Periodo de Suscripción.

En caso de que se exija la constitución de dicha provisión de fondos, la falta de constitución de la misma en la cuantía suficiente para atender el importe total de la Orden de Suscripción determinará la revocación automática total de la Orden de Suscripción.

Si por causas imputables a Banco Español de Crédito, S.A. se produjera un retraso en la devolución de la provisión de fondos correspondiente, se abonarán los intereses de demora al tipo de interés legal vigente que correspondan, que se devengarán desde la fecha en que hubiera debido efectuarse hasta el día de su devolución efectiva.

Las Órdenes de Suscripción únicamente podrán ser cursadas en las Oficinas de Banco Español de Crédito, S.A.. Por tanto, las Órdenes de Suscripción no podrán ser cursadas telefónicamente ni por Internet o cualquier otro medio telemático.

En el supuesto de que, con anterioridad a la Fecha de Emisión y Desembolso, no fuera confirmada la calificación crediticia definitiva de la Emisión por alguna de las agencias de rating, o se produjera una bajada de la calificación crediticia del Emisor, o de cualquier otra emisión de naturaleza análoga a las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 que tuviera calificación crediticia, se abrirá un periodo de revocación a favor de los inversores de dos (2) días hábiles a contar desde la publicación por el Emisor de un suplemento a la presente Nota de Valores, comunicando el descenso del rating del Emisor, o de cualquier otra emisión de naturaleza análoga a las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 realizada por el Emisor, o cualquiera de las entidades de su Grupo.

No obstante lo anterior, está previsto que la calificación definitiva de la presente emisión se otorgue con al menos dos (2) días de antelación al cierre del Periodo de Suscripción previsto para el 25 de junio.

El Periodo de Suscripción se dará por concluido, teniendo en cuenta que las Órdenes de Suscripción se atenderán por orden cronológico, en el momento en el que se cubra la Emisión.

5.1.5.- Procesamiento cronológico de Órdenes de Suscripción

Con el fin de preservar el sistema de suscripción cronológico Banco Español de Crédito, S.A. respetará en todo caso el orden cronológico de recepción de Órdenes. Banco Español de Crédito, S.A. ordenará 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 y atenderán por riguroso orden alfabético, en función del apartado "Nombre y Apellidos o Razón Social" del Ordenante (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 Participaciones Preferentes Serie 1/2009 superior al número que restase por adjudicar, ésta se atenderá exclusivamente por dicho resto.

5.1.6.- Desembolso

Se producirá un único desembolso que tendrá lugar el 29 de junio de 2009, mediante adeudo en la cuenta de efectivo, asociada a una cuenta de valores, que el suscriptor mantenga abiertas

con Banco Español de Crédito, S.A..

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

5.2.- Plan de colocación y adjudicación

5.2.1.- Categorías de inversores a los que se ofertan los Valores.

Banco Español de Crédito, S.A. ha clasificado este producto como producto complejo y de riesgo alto. Por tanto, la Emisión va dirigida a todo tipo de inversores que cumplan con los perfiles y requisitos exigidos por los mecanismos y procedimientos internos establecidos por Banco Español de Crédito, S.A. en virtud de la Ley del Mercado de Valores y su normativa de desarrollo. La presente emisión será colocada a través de la red de oficinas de Banco Español de Crédito, S.A..

Se hace constar que las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 objeto de la presente Emisión no han sido ni serán registradas bajo la *United States Securities Act of 1933* ("*US Securities Act*"), ni aprobadas o desaprobadas por la *Securities and Exchange Commission* ("*SEC*"), ni por ninguna otra autoridad de los Estados Unidos de América. Por tanto, la presente Emisión de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 no está dirigida a personas de los Estados Unidos de América ("*US Persons*") según se definen en la *Regulation S* de la *US Securities Act*.

5.2.2.- Plazo y forma de entrega de las Participaciones Preferentes

Las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 estarán representadas mediante anotaciones en cuenta procediéndose a la inscripción de los mismos en el registro contable de IBERCLEAR y sus entidades participantes a favor de los suscriptores.

Una vez inscritas en el registro contable de IBERCLEAR y de sus entidades participantes, los titulares de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 tendrán derecho a obtener de las entidades participantes los certificados de legitimación correspondientes a dichas Participaciones Preferentes Serie 1/2009, de conformidad con lo dispuesto en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre Representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles. Las entidades participantes expedirán dichos certificados de legitimación antes de que concluya el día hábil siguiente a aquel en que se hayan solicitado por los suscriptores.

Las órdenes de suscripción efectuadas en cualquiera de las oficinas de Banco Español de Crédito, S.A. se atenderán por orden cronológico respetándose lo establecido en el apartado 5.1.5.

5.3.- Precios

5.3.1.- Precio al que se ofertarán los Valores o método para determinarlo y gastos para el suscriptor.

El valor nominal unitario de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 es de 1.000 euros.

Las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 se emiten a la par, no existiendo prima ni descuento en la Emisión.

La suscripción de estas Participaciones Preferentes Serie 1/2009 se hace libre de gastos para los suscriptores, quienes no vendrán obligados a realizar desembolso alguno por dichos conceptos, sin perjuicio de los gastos, corretajes y comisiones previstos expresamente en sus folletos de tarifas que pueden cobrar las Entidades Participantes de Iberclear en función de operaciones distintas de la suscripción de los Valores objeto de esta Nota de Valores.

5.4.- Colocación y aseguramiento

5.4.1.- Entidades coordinadoras y participantes en la colocación

La Entidad coordinadora y colocadora de la emisión de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 será BANCO ESPAÑOL DE CRÉDITO, S.A.

5.4.2.- Agente de pagos y entidades depositarias

El Agente de la presente emisión será BANCO ESPAÑOL DE CRÉDITO, S.A.

5.4.3.- Entidades aseguradoras y colocadora y procedimiento de colocación

No existe Entidad Aseguradora en esta emisión.

5.4.4.- Fecha del acuerdo de aseguramiento

No existe aseguramiento de la Emisión.

6.- ACUERDOS DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y NEGOCIACIÓN

6.1.- Solicitudes de admisión a cotización

El Emisor solicitará la admisión a negociación de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 en AIAF, Mercado de Renta Fija. A tal efecto llevará a cabo las correspondientes solicitudes, elaborará y presentará todos los documentos oportunos en los términos que considere convenientes y realizará cuantos actos sean necesarios para que estén cotizando en el plazo máximo de un mes desde la Fecha de Emisión y Desembolso (esto es, desde el 29 de junio de 2009).

En el caso de que no sea posible obtener la admisión a cotización de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 en AIAF Mercado de Renta Fija en el plazo señalado anteriormente, el Emisor lo hará público mediante un anuncio publicado en un periódico de difusión nacional y

enviará la correspondiente comunicación a la CNMV.

El Emisor conoce los requisitos y condiciones que se exigen para la admisión a negociación, permanencia y exclusión de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 según la legislación vigente y los requisitos de sus organismos reguladores, comprometiéndose a su cumplimiento.

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

A la fecha de registro de esta Nota de Valores, las participaciones preferentes emitidas y admitidas a cotización por el Grupo Banesto, y que son de la misma clase que las Participaciones Preferentes Serie 1/2009, son:

➤ Emisión de BANESTO PREFERENTES, SA: Participaciones Preferentes Serie 1/2003 (Garantizada por Banco Español de Crédito, S.A.)

Coincidiendo con la próxima fecha de pago de cupón, prevista para el 23 de junio de 2009, Banesto Preferentes, S.A., ha tomado los pertinentes acuerdos sociales para proceder a la amortización anticipada del total de la emisión, de acuerdo con los términos y condiciones recogidos en el Folleto de esta emisión de participaciones preferentes (inscrito en los Registros Oficiales de la CNMV con fecha 19 de noviembre de 2003).

Las características principales de esta emisión son las siguientes:

Importe nominal de la Emisión:	131.144.450 euros
Número de valores emitidos:	5.245.775
Nominal unitario:	25 euros
Fecha de Emisión:	23 de diciembre de 2003
Renumeración:	Euribor 3M + 0,20 puntos porcentuales
Cotización:	AIAF, Mercado de Renta Fija
ISIN:	ES0113772000

➤ Emisión de BANCO ESPAÑOL DE CRÉDITO, SA: Participaciones Preferentes Serie 1/2004

Las características principales de esta emisión son las siguientes:

Importe nominal de la Emisión:	125.000.000 euros
Número de valores emitidos:	125.000
Nominal unitario:	1.000 euros
Fecha de Emisión:	29 de octubre de 2004
Renumeración:	Fijo del 6% para el año 1; posteriores años, variable base de acuerdo con criterio EUR CMS) + 0,125
Cotización:	Bolsa de Frankfurt y Mercado Euronext de Ámsterdam
ISIN:	DE000A0DEJU3

➤ **Emisión de BANCO ESPAÑOL DE CRÉDITO, SA: Participaciones Preferentes Serie 2/2004**

Las características principales de esta emisión son las siguientes:

Importe nominal de la Emisión:	200.000.000 euros
Número de valores emitidos:	200.000
Nominal unitario:	1.000 euros
Fecha de Emisión:	5 de noviembre de 2004
Renumeración:	Fijo del 5,5%
Cotización:	Bolsa de Frankfurt y Mercado Euronext de Ámsterdam
ISIN:	DE000A0DE4Q4

➤ **Emisión de BANESTO HOLDINGS, LTD: *Preference Shares, Series A* (Garantizada por Banco Español de Crédito, S.A.)**

Las características principales de esta emisión son las siguientes:

Importe nominal de la Emisión:	USD 100.000.000, de los cuales a cierre de marzo 2009 el saldo vivo ascendía a USD 77.285.400
Número de valores emitidos:	4.000.000, de los cuales a cierre de marzo 2009 siguen vivos 2.708.000.
Nominal unitario:	25 USD
Fecha de Emisión:	12 de enero de 1992
Renumeración:	Fijo del 10,5%
Cotización:	No cotiza en ningún mercado oficial.
ISIN:	US0598731091

6.3.- Entidades de liquidez

Las Participaciones Preferentes Serie 1/2009 de la presente Emisión cotizarán en el Mercado AIAF de Renta Fija.

Adicionalmente, el Emisor ha formalizado un contrato de liquidez (el "**Contrato de Liquidez**") con Banco Popular, S.A. (en adelante la "Entidad de Liquidez") de fecha 23 de abril de 2009.

En virtud de dicho contrato, la Entidad de Liquidez se compromete a ofrecer liquidez en el Mercado AIAF de Renta Fija a los titulares de Participaciones Preferentes Serie 1/2009. En concreto, se obliga a cotizar precios de compra y venta de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009.

Los precios cotizados por la Entidad de Liquidez serán calculados en función de las condiciones de mercado existentes en cada momento, teniendo en cuenta la rentabilidad de la Emisión y la situación de los mercados de renta fija en general, así como de otros mercados financieros, pudiendo la Entidad de Liquidez decidir los precios de compra y venta que cotice y modificar ambos cuando lo considere oportuno y sin que en ningún momento la diferencia entre

el precio de compra y de venta cotizados por la Entidad de Liquidez sea superior al 10 % en términos de TIR, con un máximo de 50 puntos básicos también en términos de TIR y nunca sea superior a un 1% en términos de precio. Dichos precios de compra y venta estarán en función de las condiciones de mercado, pudiendo la Entidad proveedora de liquidez decidir los precios de compra y venta que cotice y cambiarlos cuando lo considere oportuno.

La Entidad de Liquidez cotizará precios de compra y venta de las Participaciones Preferentes Serie 1/2009, que serán vinculantes para un importe nominal máximo de QUINIENTOS MIL EUROS (500.000 €) por operación.

La cotización de precios de venta estará sujeta a la disponibilidad de valores en el mercado.

La Entidad de Liquidez se obliga a hacer difusión diaria de precios por medio de su pantalla Reuters (BPEOPCIONES) y también por vía telefónica en el nº +34.91.577.9763.

Adicionalmente, en el supuesto de que estuviera exonerada del cumplimiento de sus responsabilidades por darse alguno de los supuestos previstos en los párrafos siguientes, queda igualmente obligada a dar a conocer tanto el acaecimiento de dicha circunstancia como el cese de la misma, a través de los medios anteriormente citados (Página de Reuters, así como por teléfono).

La Entidad de Liquidez quedará exonerada de sus responsabilidades ante cambios en las circunstancias estatutarias, legales o económicas del Emisor, cuando se aprecie de forma determinante una disminución significativa de su solvencia o capacidad de pago de las obligaciones del mismo.

La Entidad de Liquidez podrá excusar el cumplimiento de sus obligaciones de dar liquidez cuando las Participaciones Preferentes en libros que ostente, en cumplimiento de su actuación como entidad de liquidez, excedan en un 10% del importe nominal de la emisión.

Igualmente, la Entidad de Liquidez quedará exonerada de sus responsabilidades de liquidez ante el acaecimiento de un supuesto de fuerza mayor o de alteración extraordinaria de las circunstancias de los mercados financieros que hicieran excepcionalmente gravoso el cumplimiento del Contrato de Liquidez. En cualquier caso, una vez las citadas circunstancias hayan desaparecido, la Entidad de Liquidez estará obligada a reanudar el cumplimiento de sus obligaciones establecidas en el Contrato de Liquidez.

El Contrato de Liquidez tendrá una duración indefinida. No obstante se prevé la resolución del mismo por renuncia o incumplimiento, en cuyo caso, tanto el Emisor como la Entidad de Liquidez se obligan a realizar sus mejores esfuerzos para localizar una entidad que siga desarrollando las funciones de la Entidad de Liquidez de manera que el Contrato de Liquidez seguirá desplegando todos sus efectos en tanto el Emisor no haya celebrado un nuevo contrato de características similares a las del Contrato de Liquidez con otra u otras entidades de liquidez y que dicha/s nueva/s entidad/es de liquidez inicie/n sus funciones.

La resolución del Contrato de Liquidez y la sustitución de la Entidad de Liquidez serán notificadas por el Emisor a los titulares de Participaciones Preferentes Serie 1/2009 mediante la publicación del correspondiente anuncio en un periódico de difusión nacional y en el Boletín de

Cotización de AIAF Mercado de Renta Fija. Asimismo, la resolución del Contrato será comunicada a la CNMV y a Iberclear con una antelación mínima de 10 días a su fecha de efecto.

7.- INFORMACIÓN ADICIONAL

7.1.- Personas y entidades asesoras de la emisión

No aplicable.

7.2.- Información de la Nota de Valores revisada por los auditores

En la presente Nota de Valores no se incluye ninguna información que haya sido objeto de auditoría o revisión por los auditores, exceptuando la relativa a los Balances de Situación y Cuenta de Pérdidas y Ganancias del Grupo Banesto.

7.3.- Otras informaciones aportadas por terceros

BANCO ESPAÑOL DE CRÉDITO, S.A. ha encargado a Intermony Valora Consulting, S.A. (Intermony) y de Analistas Financieros Internacionales (AFI), consultoras independientes especializadas, una opinión sobre las condiciones financieras de la Emisión. Dichos informes se adjuntan como Anexo al presente Folleto. Ambas entidades han dado su consentimiento a la reproducción de dichos informes.

7.4.- Vigencia de las informaciones aportadas por terceros

No procede.

7.5.- Ratings

Las agencias de calificación Fitch, Moody's y Standard & Poor's han asignado la calificación provisional de A+ (Perspectiva Negativa), A1 (en revisión por posible rebaja) y A-, respectivamente, a esta emisión de Participaciones Preferentes Serie 1/2009. Estas agencias se reservan el derecho a variar en cualquier momento estas calificaciones. La perspectiva negativa de la calificación asignada a la emisión por Fitch es consecuencia de la perspectiva negativa del rating a largo plazo del Emisor. Asimismo, la calificación en revisión por posible rebaja asignada a la emisión por Moody's es consecuencia de la situación de revisión por posible rebaja de la calificación a largo plazo del Emisor.

El Emisor remitirá copia de las calificaciones definitivas a la CNMV.

Asimismo, las calificaciones de Banco Español de Crédito, S.A., son las siguientes:

	Largo	Corto	Última revisión	Perspectiva
FITCH	AA	F1+	Octubre 2008	Negativa
Moody's (*)	Aa2	P-1	Julio 2008	Largo: en revisión por posible rebaja. Corto: Estable
Standard & Poor's	AA	A1+	Marzo 2009	Negativa

Las escalas de calificaciones de deuda a largo plazo empleadas por las referidas Agencias son las siguientes:

Calificaciones otorgadas por

Standard & Poor's	Moody's	Fitch	Significado
AAA	Aaa	AAA	Capacidad de pago de intereses y devolución del principal enormemente alta.
AA	Aa	AA	Capacidad muy fuerte para pagar intereses y devolver principal
A	A	A	Fuerte capacidad de pagar interés y devolver el principal. Los factores de protección se consideran adecuados pero pueden ser susceptibles de empeorar en el futuro
BBB	Baa	BBB	La protección de los pagos de interés y del principal puede ser moderada, la capacidad de pago se considera adecuada. Las condiciones de negocio adversas podrían conducir a una capacidad inadecuada para hacer los pagos de interés y del principal
BB	Ba	BB	Grado especulativo. No se puede considerar que el futuro este asegurado. La protección del pago de intereses y del principal es muy moderada
B	B	B	La garantía de los pagos de interés o del principal puede ser pequeña. Altamente vulnerables a las condiciones adversas del negocio
CCC	Caa	CCC	Vulnerabilidad identificada al incumplimiento. Continuidad de los pagos dependiente de que las condiciones financieras, económicas

y de los negocios sean favorables.

CC	Ca	CC	Altamente especulativos.
C	C	C	Incumplimiento actual o inminente
DDD,DD,D		DDD,DD,D	Valores especulativos. su valor puede no exceder del valor de reembolso en caso de liquidación o reorganización del sector.

Las calificaciones AA, Aa2 y AA otorgadas al Garante por FITCH, Moody's y Standard & Poor's indican una capacidad muy fuerte para hacer frente a sus obligaciones financieras (devolución de principal y pago de intereses).

- FITCH aplica un signo más (+) o menos (-) en las categorías AA a CCC que indica la posición relativa dentro de cada categoría. La calificación AA otorgada al Emisor indica una calidad crediticia muy elevada. Las calificaciones 'AA' indican que existe una expectativa de riesgo de crédito muy reducida. La capacidad para la devolución del principal e intereses de manera puntual es muy fuerte. Esta capacidad no es muy vulnerable a acontecimientos previsibles.

- Moody's aplica modificadores numéricos 1, 2 y 3 a cada categoría genérica de calificación desde Aa hasta Caa. El modificador 1 indica que la obligación está situada en la banda superior de cada categoría de rating genérica; el modificador 2 indica una banda media y el modificador 3 indica la banda inferior de cada categoría genérica. En concreto, la calificación Aa2 otorgada al Emisor indica una capacidad muy fuerte para pagar intereses y devolver principal.

- Standard & Poor's aplica un signo (+) o menos (-) en las categorías AA a CCC que indica la posición relativa dentro de cada categoría. La calificación AA otorgada al Emisor indica una fuerte capacidad para hacer frente a sus obligaciones financieras.

Las escalas que emplean para la calificación de deuda a corto plazo son las siguientes:

Calificaciones otorgadas por

Standard & Poor's	Moody's	Fitch	Significado
A-1	P-1	F-1	Es la más alta calificación indicando que el grado de seguridad de cobro en los momentos acordados es muy alto. En el caso de Standard & Poor's y Fitch puede ir acompañado del símbolo + si la seguridad es extrema.
A-2	P-2	F-2	La capacidad de atender correctamente el servicio de la deuda es satisfactorio, aunque el grado de seguridad no es tan alto como en el caso anterior.

A-3	P-3	F-3	Capacidad de pago satisfactoria, pero con mayor vulnerabilidad, que en los casos anteriores a los cambios adversos en las circunstancias.
B	No Prime	B	Normalmente implica una suficiente capacidad de pago, pero unas circunstancias adversas condicionarían seriamente el servicio de la deuda
C	---	C	Este rating se asigna a la deuda a corto plazo con una dudosa capacidad de pago.
D	---	D	La deuda calificada con una D se encuentra en mora. Esta categoría se utiliza cuando el pago de intereses o principal no se ha hecho en la fecha debida, incluso si existe un período de gracia sin expirar.

Las calificaciones F1+, P-1 y A1+ otorgadas al Garante por FITCH, Moody's y Standard & Poor's, indican una calidad crediticia superior y una fuerte capacidad para hacer frente a tiempo a sus obligaciones a corto plazo.

Estas calificaciones crediticias no constituyen una recomendación para comprar, vender o ser titular de valores. La calificación crediticia puede ser revisada, suspendida o retirada en cualquier momento por la correspondiente agencia de calificación.

En el supuesto de que, con anterioridad a la Fecha de Emisión y Desembolso, no fuera otorgada la calificación crediticia definitiva de la Emisión por alguna de las agencias de rating, o se produjera una bajada de la calificación crediticia del Emisor, o de cualquier otra emisión de naturaleza análoga a las Participaciones Preferentes Serie 1/2009, realizada por el Emisor, o cualquiera de las entidades de su Grupo, que tuviera calificación crediticia, se abrirá un periodo de revocación a favor de los inversores de dos (2) días hábiles a contar desde la publicación por el Emisor de un suplemento a la presente Nota de Valores, comunicando el descenso del rating del Emisor.

No obstante lo anterior, está previsto que la calificación definitiva de la presente emisión se otorgue con al menos dos (2) días de antelación al cierre del Periodo de Suscripción previsto para el 25 de junio.

7.6.- Hechos más relevantes ocurridos con posterioridad a la fecha de registro del Documento de Registro del Emisor

Se incorporan por referencia los Hechos Relevantes del Emisor publicados en la página web de la CNMV.

Asimismo, se incorporan por referencia las Cuentas Anuales Individuales y Consolidadas a 31 de diciembre de 2008 de Banco Español de Crédito, S.A. y su Grupo. Dichas cuentas anuales

(que comprenden el Balance, la Cuenta de pérdidas y ganancias y la Memoria) se encuentran auditadas con fecha 22 de enero de 2009 y en su informe los auditores Deloitte, S.L. expresan una opinión favorable y sin salvedades.

Adicionalmente, también se incorpora por referencia el Informe Anual de Gobierno Corporativo de Banco Español de Crédito, S.A., correspondiente a 2008.

Dichos documentos (cuentas anuales individuales y consolidadas, e Informe Anual de Gobierno Corporativo) se encuentran a disposición del público en la página web de la CNMV (www.cnmv.es) y en la página web de Banesto (www.banesto.es).

Se reproducen a continuación los datos financieros del Emisor correspondientes al primer trimestre de 2009, y publicados como Hecho Relevante en la web de la CNMV con fecha 16 de abril de 2009:

GRUPO BANESTO – BALANCE DE SITUACIÓN CONSOLIDADO
Datos a Marzo 2009 y comparación con 2008 (Miles de Euros)

ACTIVO	31/03/09	31/03/08	Diferencia	
			Absoluta	Relativa
Caja y Depósitos en Bancos Centrales	937.458	900.920	36.538	4,1
Cartera de Negociación, derivados y otros activos financieros	16.375.804	9.171.202	7.204.602	78,6
Crédito a la clientela	77.171.163	76.476.243	694.920	0,9
Otras Inversiones Crediticias	16.724.240	21.154.996	-4.430.756	-20,9
Participaciones	317.147	276.642	40.505	14,6
Activos Materiales	1.154.532	1.144.895	9.637	0,8
Activos Intangibles	56.118	42.978	13.140	30,6
Otros Activos	5.310.975	2.820.020	2.490.955	88,3
Total	118.047.437	111.987.896	6.059.541	5,4

PASIVO	31/03/09	31/03/08	Diferencia	
			Absoluta	Relativa
Cartera de Negociación y otros pasivos financieros	5.943.219	3.320.422	2.622.797	79,0
Depósitos de la Clientela	59.121.972	52.824.724	6.297.248	11,9
Débitos representados por valores negociables	27.544.746	31.520.349	-3.975.603	-12,6
Pasivos subordinados	2.219.544	2.114.032	105.512	5,0
Otros pasivos financieros a coste amortizado	14.397.933	14.115.823	282.110	2,0
Otros pasivos	936.601	779.403	157.198	20,2
Provisiones	2.525.906	2.567.476	-41.570	-1,6
Intereses minoritarios	1.770	1.151	619	53,8
Ajustes al patrimonio por valoración	187.699	-60.956	248.655	-407,9
Capital y Reservas	4.957.194	4.587.843	369.351	8,1
Resultado del Ejercicio	210.853	217.629	-6.776	-3,1
Total	118.047.437	111.987.896	6.059.541	5,4

GRUPO BANESTO - RESULTADOS CONSOLIDADOS
Datos a Marzo 2009 y comparación con 2008 (Miles de Euros)

	31/03/09	31/03/08	Diferencia	
			Absoluta	Relativa
MARGEN DE INTERESES	418.404	387.642	30.762	7,9
MARGEN BRUTO	625.379	602.359	23.020	3,8
MARGEN DE EXPLOTACIÓN	376.654	358.829	17.825	5,0
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	288.173	299.202	-11.029	-3,7
RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	210.902	217.639	-6.737	-3,1
RESULTADO ATRIBUIBLE AL GRUPO	210.853	217.629	-6.776	-3,1

Desde el 23 de septiembre de 2008, fecha de registro por CNMV del Documento de Registro de Banco Español de Crédito, S.A., hasta la fecha de registro del presente documento, no han tenido lugar otros aspectos significativos que afecten al emisor, salvo lo contenido en los documentos indicados en este punto, y que puedan afectar a la evaluación de los valores por parte del Suscriptor.

En prueba de conocimiento y conformidad con el contenido del presente Folleto, firma en Madrid a 27 de mayo de 2009.

BANCO ESPAÑOL DE CRÉDITO, S.A.

P.P.

D. Juan Manuel Delibes Liniers

Informe de emisión de participaciones preferentes

Emisión de Banesto

Mayo de 2009

Informe de emisión de participaciones preferentes de Banesto de mayo de 2009

InterMoney Valora Consulting S.A.
Dpt. Valoración y Riesgo

Introducción	3
1. Características de la emisión	3
2. Análisis del riesgo crediticio del emisor	4
3. Definición del marco de análisis: mercado y emisiones comparables	5
3.1. Situación actual del mercado secundario	5
3.2. Indicadores del diferencial de rentabilidad en el mercado secundario	6
3.3. Situación actual del mercado de CDS	7
3.4. Situación del mercado primario. Emisiones de referencia	9
4. Análisis de la emisión de Banesto	11
4.1. Valoración de la emisión y de sus comparables	11
4.2. Análisis de la rentabilidad de la emisión y sus comparables	14
4.3. Análisis de sensibilidad	17
5. Conclusiones	18
Anexo 1. Metodologías de valoración	20
Anexo 2. Inputs de valoración	24
Anexo 3. Emisiones recientes en el mercado español y europeo	26

Introducción

A petición de **Banesto**, InterMoney Valora realiza en el presente documento un análisis sobre la emisión de participaciones preferentes que dicha entidad tiene previsto emitir próximamente.

El objetivo último de este análisis es examinar desde la más estricta independencia si los márgenes asociados a la emisión se encuentran dentro de los 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 otras emisiones consideradas de referencia.

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 así como información adicional aportada por la entidad sobre sus cuentas de balance. En el segundo, se analiza el riesgo de crédito del emisor y de la emisión. En el tercero, se establece el marco de análisis y comparación, tanto a nivel del mercado de referencia, como de las emisiones equiparables. En el cuarto, se analizan las condiciones de rentabilidad y riesgo de la emisión de Banesto y sus diferenciales respecto a las emisiones seleccionadas como comparables. El documento finaliza en la sección quinta con la conclusión sobre si las condiciones de rentabilidad y precio de la emisión se ajustan a las circunstancias actuales del mercado y de los productos equiparables.

1. Características de la emisión

La emisión de participaciones preferentes de Banesto presenta las siguientes características principales:

- Importe nominal de la emisión: 250.000.000 euros ampliable hasta 500.000.000 euros.
- Vencimiento: Perpetuo.
- Estructura de pagos:
 - Durante el primer año: 6% fijo anual.
 - Durante el segundo año: 5% fijo anual.
 - A partir del tercer año hasta vencimiento: Euribor 3 meses + 230 pb.
- Frecuencia de pago: trimestral.
- Opcionalidad:
 - Cap/Floor: No dispone de cap y el floor se sitúa en el 4%.

- Cancelabilidad: Transcurridos cinco años desde la fecha de emisión y en adelante, coincidiendo con las fechas de pago de cupones por parte del emisor.
- Inversores: Banca minorista.

2. Análisis del riesgo crediticio del emisor

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

Respecto a la calidad crediticia, Banesto constituye una entidad de referencia en el sector financiero español respaldada por una alta calidad crediticia, Aa2/AA/AA, calificaciones otorgadas, respectivamente, por las agencias de rating Moody's, S&P y Fitch, situándola dentro del grado inversión. Las perspectiva de la calificación Moody's es estable, mientras que la de S&P es negativa.

En la tabla 1 se recogen las calificaciones crediticias atribuidas por la citada agencia especializada 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*). Puede observarse que Banesto se sitúa por debajo de Banco Santander y BBVA, aproximadamente al mismo nivel que La Caixa y por encima de Banco Sabadell o Caja Madrid.

Tabla 1
Calificaciones crediticias de principales cajas y bancos españoles

Emisor	Moody's	Watch	Outlook	S&P	Watch	Outlook	Fitch	Watch	Outlook
Banco Santander	Aa1		ESTABLE	AA		NEGATIVO	AA	-	ND
BBVA	Aa1		ESTABLE	AA		NEGATIVO	AA-		POSITIVO
Banesto	Aa2		ESTABLE	AA		NEGATIVO	AA	-	ND
La Caixa	Aa1		ESTABLE	AA-		NEGATIVO	AA-		ESTABLE
Banco Popular	Aa2		NEGATIVO	A+		NEGATIVO	AA		ESTABLE
Banco Sabadell	Aa3		ESTABLE	A		ESTABLE	A+		ESTABLE
Caja Madrid	Aa3		ESTABLE	A		NEGATIVO	AA-		NEGATIVO
Bankinter	Aa3		ESTABLE	A		ESTABLE	A+		ESTABLE
BBK	A1		ESTABLE	ND		ND	A+		ESTABLE
CAM	A2		NEGATIVO	ND		ND	A-		ESTABLE
Bancaja	A2		ESTABLE	ND		ND	A-		ESTABLE
Caixa Catalunya	A2		NEGATIVO	ND		ND	BBB+		ESTABLE
Caja España	A3		NEGATIVO	ND		ND	A-		NEGATIVO

Puesto que Banesto tiene un rating Aa2/AA/AA, la calificación esperada de su emisión de participaciones preferentes es de A1/A-/A+. Recordemos que el rating teórico de la emisión de deuda *senior* se sitúa al mismo nivel que el del emisor, la subordinada en la categoría inmediatamente inferior y las participaciones preferentes dos categorías por debajo. Sin embargo, la excepción

la encontramos en la calificación de S&P (A-) ya que recientemente la citada agencia tomó la decisión de bajar el rating de las emisiones de participaciones preferentes en dos categorías, es decir, de A+ (rating teórico) hasta A-.

3. Definición del marco de análisis: mercado y emisiones comparables

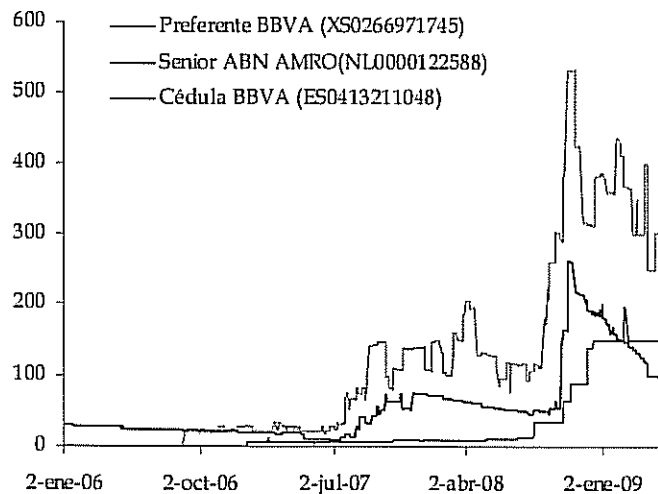
3.1. Situación actual del mercado secundario

El número de nuevas emisiones corporativas privadas en el mercado se ha visto reducido como consecuencia de la crisis de liquidez derivada de la crisis subprime americana acontecida en el verano de 2007. Un mercado secundario líquido permite obtener información basada en un amplio consenso que constituye una referencia fundamental sobre el rendimiento descontado de las emisiones en circulación en función de los emisores y sus vencimientos. Sin embargo, la profundidad en el mercado secundario es una condición necesaria para que la información en éste contenida constituya una referencia válida de mercado en términos de valoración. En la actualidad, debido a la profunda crisis de liquidez en la que nos encontramos sumidos, los precios de las emisiones en los mercados secundarios se encuentran totalmente estresados e incorporan primas asociadas a factores que no pueden considerarse de estricta racionalidad económica ni financiera. La distorsión que en términos de información introduce un mercado de estas características, hace que sus cotizaciones no pueden constituir un marco de referencia a efectos de valoración.

Se entiende por liquidez de un activo la cualidad del mismo para ser convertido en dinero de manera inmediata sin pérdida significativa de su valor. Para justificar el argumento de la actual falta de liquidez, se ha escogido una muestra de instrumentos cotizados por distintos contribuidores. Se incluyen en ella títulos con distinto riesgo crediticio que van desde cédulas hipotecarias hasta emisiones preferentes.

En este sentido, para cada instrumento, se ha analizado la evolución de los diferenciales bid-ask y su volatilidad dentro del periodo de muestra considerado. El gráfico que figura a continuación recoge la evolución de la horquilla bid-ask para los tres títulos seleccionados.

Gráfico 1
Evolución del diferencial bid-ask



Tomando como indicador de liquidez el citado diferencial bid-ask, se observa que, a partir de la segunda mitad del año 2007, con los primeros síntomas de la crisis financiera internacional los niveles de las horquillas se incrementan notablemente. Con anterioridad, estos niveles eran significativamente reducidos y no presentaban grandes diferencias entre distintos tipos de activos. A partir de la crisis sub-prime no sólo los niveles de los diferenciales bid-ask sino la diferencia de las horquillas entre distintos tipos de activos ha aumentado significativamente. El máximo de las horquillas se produce en noviembre de 2008 y para el caso de la emisión preferente puede observarse que en los últimos meses el diferencial bid-ask ha registrado una tendencia decreciente al igual que la emisión *senior*, mientras que el diferencial de la cédula hipotecaria se ha estabilizado.

La observación de la serie histórica de este indicador revela que el mercado se encuentra actualmente en una situación manifiesta de iliquidez. Como consecuencia de esta circunstancia, consideramos que a los precios del mercado secundario de emisiones similares como referencia de comparación debe concedérseles un peso menor.

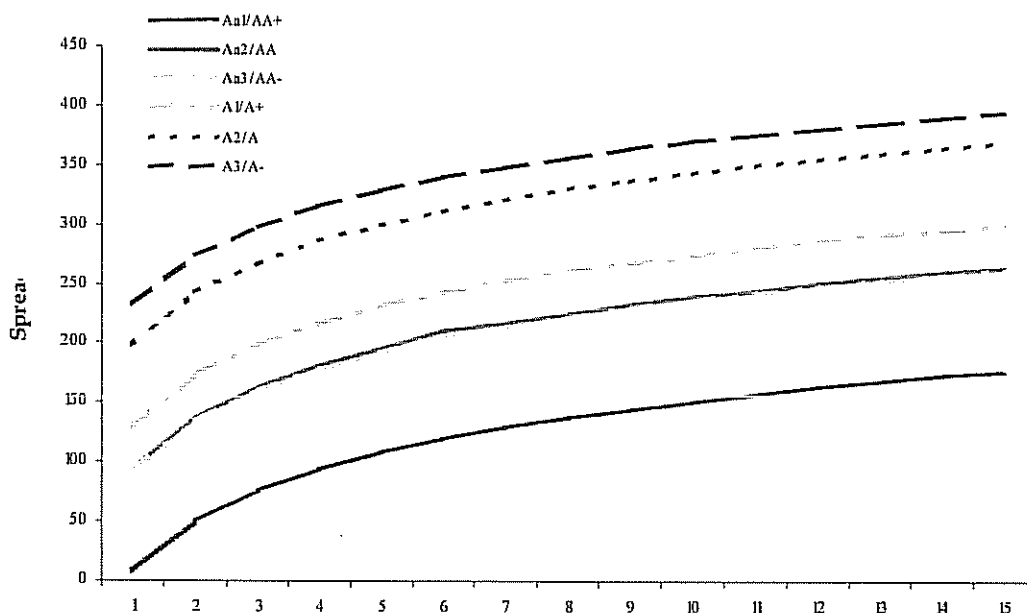
3.2. Indicadores del diferencial de rentabilidad en el mercado secundario

InterMoney Valora, en el seno de su equipo de riesgo de crédito, realiza diariamente un seguimiento del mercado y estima curvas por spread-plazo para cada nivel de rating. Utiliza para ello un modelo econométrico propio de estimación de primas implícitas a partir de una amplia base de datos de bonos corporativos (900 bonos). De esta forma, se construye diariamente para el caso

del sector financiero en moneda euro las curvas de spread implícitos sobre la curva swap de mercado. No se incluyen sin embargo emisiones de participaciones preferentes debido a su iliquidez.

El gráfico que figura a continuación recoge los niveles de crédito estimados en el momento de la valoración.

Gráfico 2
Spread emisiones perfil riesgo-plazo



Como se puede observar, para un mismo rating, el spread implícito sobre la curva de mercado es creciente con el vencimiento. Asimismo, las curvas presentan perfiles parecidos con desplazamientos paralelos en función de los ratings de las emisiones.

En el mercado secundario, se obtendría para una emisión con las características de la de Banesto (A1/A-/A+) unos niveles de spread indicativos a partir de las curvas A1/A+ y A3/A-.

3.3. Situación actual del mercado de CDS

Respecto al análisis de CDS, al no disponer de cotizaciones de Banesto (Aa2/AA/AA), se toma como referencia el de su empresa matriz, Santander (Aa1/AA/AA). Asimismo, se incluyen los niveles de CDS de BBVA (Aa1/AA/AA-), entidad más semejante a Banesto en cuanto a calidad crediticia. Para nuestro análisis los más fiables en las circunstancias actuales son los CDS *senior* y subordinado a cinco años.

Los gráficos 3 y 4 presentan la evolución de los CDS *senior* y subordinado, respectivamente, de Santander y BBVA en lo que va de año.

Gráfico 3
Evolución de los CDS *senior* de Santander y BBVA

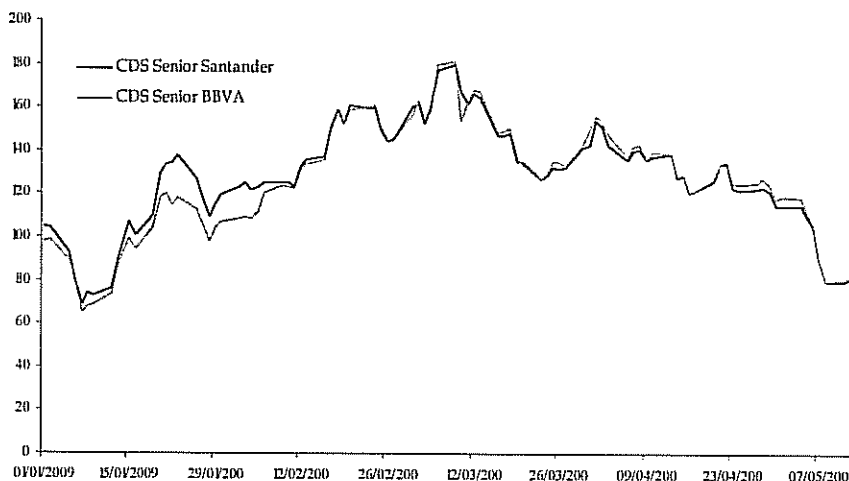
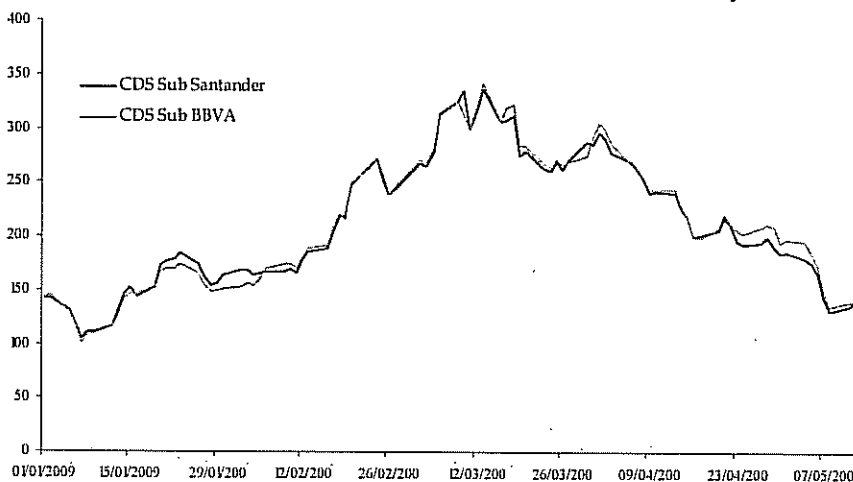


Gráfico 4
Evolución de los CDS Subordinado de Santander y BBVA



En primer lugar, como puede observarse en ambos gráficos, los niveles de ambas entidades presentan una gran similitud.

Los niveles de CDS *senior* aumentaron durante los dos primeros meses del año alcanzando a principios de marzo un máximo de 179.85 y 181.06 pb para Santander y BBVA, respectivamente. Desde los máximos de marzo, estos niveles se han estrechado paulatinamente durante marzo e intensamente a

partir de abril, hasta encontrarnos en la actualidad a niveles de enero. Cabe decir que aún no han disminuido hasta los mínimos anuales alcanzados a principios de enero de 68.5 y 64.95 pb de Santander y BBVA, respectivamente.

Por su parte, los niveles de CDS subordinado aumentaron igualmente durante los dos primeros meses del año llegando a máximos de 337.19 y 342.86 pb a principios de marzo para Santander y BBVA, respectivamente. Los niveles subordinados han seguido la misma tendencia que los *senior*, estrechándose durante marzo y aún más en abril, volviendo a niveles de principios de año pero sin llegar a estar por debajo de los mínimos anuales alcanzados a principios de enero, de 105.13 y 101.31 pb para Santander y BBVA, respectivamente.

Se puede observar que la evolución del diferencial existente entre el CDS *senior* y el subordinado ha seguido una tendencia similar a la marcada por éstos, alcanzando un máximo a principios de marzo de 172.86 pb en el caso de Santander y de 175.88 pb para BBVA. Desde estos máximos los diferenciales se han venido reduciendo de modo que a fecha de valoración, el diferencial *senior*-subordinado se encontraban en 50.82 pb para la primera y 55.24 pb para la segunda.

Los niveles de los CDS subordinados de ambas entidades deben constituir un *floor* para la emisión de participaciones de preferentes de Banesto.

3.4. Situación del mercado primario. Emisiones de referencia

Desde la acometida de los planes de rescate por parte del gobierno estadounidense y de los principales gobiernos europeos para el sector bancario, así como las actuaciones de los bancos centrales en política monetaria orientadas a aumentar la liquidez y la confianza del sistema crediticio, las entidades financieras comienzan a ofrecer en el mercado nuevas emisiones. En los últimos meses, en el entorno de la Unión Europea, bancos y cajas de ahorro con distintas calidades crediticias han emitido bonos con distintos grados de prelación, muchas de ellas cubiertas por los Tesoros públicos como parte de operaciones de recapitalización.

Dentro del universo de emisiones preferentes, de deuda *senior* y deuda subordinada del mercado primario tanto doméstico como europeo encontramos emisiones recientes que constituyen el marco de referencia para nuestro análisis. En las tablas 2 y 3 se describen las características de emisiones realizadas en el sector financiero para el mercado doméstico y europeo, respectivamente. Igualmente en la tabla 4 se exponen emisiones *senior* relativas a sectores no financieros tanto en el mercado español como en el resto de Europa.

Tabla 2
Emisiones de participaciones preferentes, deuda *senior* y subordinada en el mercado doméstico

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Descripción
Gobierno Español	Aaa/AA+/AAA	Aaa/AA+/AAA	Senior	10/02/2009	30/07/2029	Cupón anual 4.6%
BBVA	Aa1/AA-/AA-	Aa1/AA-/AA-	Senior	23/01/2009	23/01/2014	Cupón anual 4.875%
BBVA	Aa1/AA-/AA-	Aa2/AA-/A+	Subordinada	04/07/2008	04/07/2023	Cupón anual 6.2%
BBVA	Aa1/AA-/AA-	Aa3/A+/A	Preferente	30/12/2008	Perpetua	2 años 6.5%, EUR 3M floor 3.5% y cancelable 5º año
Banesto	Aa2/AA-/AA	Aa2/AA-/AA	Senior	08/05/2009	08/05/2012	Cupón anual 4%
Banco Popular	Aa2/AA-/AA	/A/A+	Preferente	25/03/2009	Perpetua	5 años 6.75%, EUR 3M+150pb floor 4% y cancelable 5º año
Caja Madrid	Aa3/A+/AA-	Aa3e/A+/AA-e	Senior	28/01/2009	28/07/2010	Cupón anual 3.66%
Banco Sabadell	Aa3/A+/AA-	A2/A-/A-	Preferente	24/02/2009	Perpetua	2 años 6.5%, EUR 3M+250pb floor 4.5% y cancelable 5º año
La Caixa	Aa1/AA-/AA-	Aa2/A+/A+	Subordinada	22/01/2009	20/02/2019	1 año 6%, EUR 3M+200pb floor 4%, cap 6.5% y cancelable 5º año
Caja Murcia	/-/A+	/-/A	Subordinada	22/12/2008	30/12/2018	Dos cupones 3.10%, EUR 6M+275pb 5 años,+350 a vto y cancelable 5º año
Caja Murcia	/-/A+	/-/A-	Preferente	15/04/2009	Perpetua	EUR 3M+415pb floor 5.5% y cancelable 5º año
Caja Duero	A2/-/-	A3/-/-	Subordinada	19/12/2008	19/12/2018	EUR 3M+400pb y cancelable 5º año
Caja Duero	A2/-/-	Baa1/-/-	Preferente	25/05/2009	Perpetua	EUR 3M+725pb y cancelable 5º año
Banco Pastor	A2/-/-	Baa1/-/-	Preferente	02/04/2009	Perpetua	3 años 7.25%, EUR 3M+440pb floor 6.8% y cancelable 5º año
Caixa Catalunya	A2/-/A	A3/-/A-	Subordinada	29/10/2008	18/12/2018	Un cupón 7%, EUR 3M+200pb 5 años,+275pb a vto,floor 4% y cancelable 5º año
Caixa Nova	A1/-/A	A3/-/BBB+	Preferente	21/04/2009	Perpetua	EUR 12M+275pb 10 años,+412.5pb a vto y cancelable 10º año
Caixa Galicia	A2/-/BBB+	Baa1/-/BBB-	Preferente	10/05/2009	Perpetua	3 años 7.5%, EUR 3M+515pb floor 6.15% y cancelable 5º año
Caja Granada	/-/A-	/-/BBB+	Subordinada	24/12/2008	16/03/2009	1 año al 7%, EUR 6M+300pb 5 años,+375pb a vto y cancelable 5º año
Caja España	A3/-/A-	Baa2/-/BBB	Preferente	19/05/2009	Perpetua	4 años 8.25%, EUR 3M+725pb
Caja Cantabria	A3/-/-	Baa2/-/-	Preferente	10/06/2009	Perpetua	EUR 3M+675pb y cancelable 5º año
Bancaja	A2/-/A-	A1/-/BBB+	Subordinada	05/04/2009	05/07/2019	2 años 7.25%, EUR 3M+390pb 5 años,+165pb hasta vto y cancelable 5º año

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

Tabla 3
Emisiones de deuda subordinada y *senior* en el mercado europeo

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	País	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Descripción
Banco Espíritu Santo	Aa1/AA+/AA	Aa2/A+/AA	PO	Senior	19/01/2009	19/01/2012	Cupón anual 3.75% a 3 años
BNP Paribas	Aa1/AA+/AA	Aa1/AA+/AA	FR	Senior	16/12/2008	16/12/2013	Cupón anual 5% a 5 años
Intesa SanPaolo	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	IT	Senior	12/12/2008	12/12/2011	Cupón anual 4.60% a 3 años
Deutsche Bank AG	Aa1/A+/AA-	Aa1/A+/AA-	GE	Senior	16/02/2009	16/02/2017	Cupón anual 5.12% a 8 años
Societe Generale	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	FR	Senior	19/12/2008	19/12/2013	Cupón anual 5.13% a 5 años
Societe Generale	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	FR	Senior	15/04/2009	15/04/2012	Cupón anual 5.20% a 3 años
HSBC	Aa3/AA/AA	Aa3/AA/AA	FR	Senior	15/01/2009	15/01/2014	Cupón anual 4.88% a 5 años
Natixis	Aa3/A+/A+	Aa3/A+/A+	FR	Senior	15/12/2008	15/12/2009	Cupón trimestral EUR 3M + 60pb a 1 año
Unicredit	Aa3/-/A+	Aa3/A+/A+e	IT	Senior	14/01/2009	14/01/2014	Cupón anual 5.25% a 5 años
Veneto Banca	/BBB+/A-	/BBB+/A-	IT	Senior	03/12/2008	03/12/2010	Cupón semestral EUR 6M+133pb a 2 años
Deutsche Bank AG	Aa1/A+/AA-	Aa1e/A+/AA-e	GE	Subordinada	13/03/2009	13/03/2019	Cupón anual 6% a 10 años y cancelable 5º año
Credit Agricole	Aa1/AA-/AA-	Aa2e/A+/A+e	FR	Subordinada	08/04/2009	08/04/2019	Cupón anual 6.40% a 10 años

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

Tabla 4
Emisiones sectores no financieros

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	País	Sector	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Descripción
TOYOTA MOTOR FINANCE BV	/AAAe/-	/AAAe/-	NE	Automóvil	Senior	02/02/2009	02/02/2010	Cupón flotante trimestral EUR 3M + 80pb
RESEAU FERRE DE FRANCE	Aaa/AAA/AAA	Aaa/AAA/AAA	FR	Transporte	Senior	30/01/2009	30/01/2024	Cupón fijo anual 4.5% pagadero anual
EON INTL FINANCE BV	/A/-	/A/-	NE	Eléctrico	Senior	03/04/2009	03/01/2012	Cupón flotante trimestral EUR 3M + 112pb
GROUPE AUCIHAN SA	/A/-	/A/-	FR	Alimentación	Senior	15/04/2009	15/04/2019	Cupón fijo anual 6% pagadero anual
EDP FINANCE BV	A2/A-/A	A2/A-/A	NE	Eléctrico	Senior	18/02/2009	18/02/2014	Cupón fijo anual 5.5% pagadero anual
SUEZ ENVIRONNEMENT	A3/-/-	A3/-/-	FR	Devidas	Senior	08/04/2009	08/04/2019	Cupón fijo anual 6.25% pagadero anual
TELEFONICA EMISIONES SAU	Baa1/A-/A-e	Baa1/A-/A-e	SP	Comunicación	Senior	01/04/2009	01/04/2016	Cupón fijo anual 5.5% pagadero anual
ACCOR SA	BBB/BBB/-	BBB/BBB/-	FR	Hotelería	Senior	04/02/2009	04/02/2014	Cupón fijo anual 7.5% pagadero anual

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

Obsérvese que los ratings que figuran en las tablas anteriores corresponden a los otorgados por las citadas agencias de calificación a fecha de emisión, por lo que pueden haber sido objeto de revisión y no estar vigentes actualmente.

Como puede observarse en la tabla 2, la emisión que incorpora un menor riesgo es la emitida por el gobierno español. Dicha emisión debe tomarse como punto de referencia para evaluar cualquier nueva emisión. Puesto que la emisión soberana posee la máxima calificación crediticia, huelga decir que la rentabilidad asociada a la emisión de cualquier entidad financiera española debe estar por encima de ésta.

Entre las emisiones de deuda senior, la reciente emisión del propio Banesto supone la más importante referencia de comparación.

Asimismo, entre las últimas emisiones del mercado doméstico se encuentran un conjunto de emisiones que por su nivel de riesgo son también de obligatoria referencia para valorar la emisión de Banesto. Nos referimos a las emisiones de deuda subordinada de Caja Duero y Caja Murcia y las emisiones de participaciones preferentes de Caja Murcia, Caja Duero, Caja España, Banco Pastor, Caixa Galicia, Banco Sabadell y Banco Popular.

Respecto al análisis del mercado europeo, se observa una heterogeneidad sustancial en cuanto a los niveles de primas implícitas de las distintas emisiones. No obstante, creemos que las siguientes emisiones *senior* constituyen una referencia al objeto del presente análisis: BNP Paribas, Deutsche Bank, Societe Generale, HSBC y Unicredit, además de las emisiones de deuda subordinada de Deutsche Bank y Credit Agricole.

Finalmente, en cuanto a las emisiones realizadas por sectores no financieros se encuentra mucha diversidad en cuanto a calidad crediticia pudiendo destacar las emisiones de Toyota, Reseau Ferre de France, E.ON, Groupe Auchan y EDP Finance.

El anexo 3 del documento presenta un cuadro con el detalle de las características de las emisiones europeas y españolas en las que se ha apoyado el análisis.

4. Análisis de la emisión de Banesto

4.1. Valoración de la emisión y de sus comparables

Por las características de la emisión de Banesto su metodología de valoración consiste en la utilización de métodos de simulación en árboles trinomiales. Los

procesos estocásticos que se simulan son aquellos que recogen el comportamiento de toda la estructura temporal de tipos de interés en modelos de no arbitraje. Para su implementación InterMoney Valora utiliza el modelo de Hull y White.

La valoración de la emisión a fecha 8 de mayo de 2009 arroja un resultado de 284 pb (spread implícito *all-in*) y el valor del floor es de 44 pb. Debido a la existencia de un floor en la estructura de pagos, la opción de cancelación depende del movimiento de los niveles de los tipos de interés y por tanto su spread implícito es de - 2 pb. Nótese que para la valoración de la opción de cancelación se ha tenido en cuenta las fluctuaciones de tipo de interés pero no las fluctuaciones debidas al riesgo de crédito. En las actuales circunstancias económicas, la imposibilidad de modelar el comportamiento del crédito y sus propiedades estocásticas son las razones que explican por qué se ha aislado el citado factor. No obstante lo anterior, con la finalidad de cuantificar el impacto en el precio de cambios en las condiciones de crédito, en el apartado 4.3 se ha llevado a cabo un análisis de sensibilidad de esta variable.

Tabla 5
Emisión de participaciones preferentes de Banesto

Emisor	Rating emisor (*)	Tipo Emisión	Fecha Valoración	Fecha Vto	Spread Implícito	Spread Floor	Spread Call
Banesto	Aa2/AA/AA	Preferente	08/05/2009	Perpetua	284 pb	44 pb	-2 pb

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

Por otro lado, para la valoración de las emisiones comparables que incorporan opcionalidad se utiliza la misma metodología usada para la valoración de la emisión de Banesto. Mientras que en la valoración de aquellas comparables que no incorporan opcionalidad se ha utilizado una metodología de valoración consistente en el descuento de flujos generados a lo largo de la vida de los mismos, utilizando los tipos forward estimados a partir de la curva cupón cero (CCC) para calcular los cupones flotantes futuros. Por su parte, la CCC se estima a partir de los depósitos y los swaps cotizados en el mercado.

Dichas metodologías y los inputs necesarios para la valoración de la presente emisión y sus comparables se recogen de forma detallada, respectivamente, en los anexos 1 y 2.

Habiendo valorado todas las emisiones comparables, los resultados se presentan en las tablas 6, 7 y 8.

Tabla 6

Emisiones de deuda *senior*, deuda subordinada y participaciones preferentes en el mercado doméstico

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Spread implícito
Gobierno Español	Aaa/AA+/AAA	Aaa/AA+/AAA	Senior	10/02/2009	30/07/2029	90 pb
BBVA	Aa1/AA/AA-	Aa1/AA/AA-	Senior	23/01/2009	23/01/2014	177 pb
BBVA	Aa1/AA/AA-	Aa2/AA-/A+	Subordinada	04/07/2008	04/07/2023	110 pb
BBVA	Aa1/AA/AA-	Aa3/A+/A	Preferente	30/12/2008	Perpetua	102 pb
Banesto	Aa2/AA/AA	Aa2/AA/AA	Senior	08/05/2009	08/05/2012	180 pb
Banco Popular	Aa2/AA-/AA	_/_/A+	Preferente	30/03/2009	Perpetua	253 pb
Caja Madrid	Aa3/A+/AA-	Aa3e/A+e/AA-e	Senior	28/01/2009	28/07/2010	125 pb
Banco Sabadell	Aa3/A+/A+	A2/_/A-	Preferente	24/02/2009	Perpetua	290 pb
La Caixa	Aa1/AA-/AA-	Aa2/A+/A+	Subordinada	22/01/2009	28/02/2019	182 pb
Caja Murcia	_/_/A+	_/_/A	Subordinada	22/12/2008	30/12/2018	298 pb
Caja Murcia	_/_/A+	_/_/A	Preferente	02/04/2009	Perpetua	475 pb
Caja Duero	A2/_/_	A3/_/_	Subordinada	19/12/2008	19/12/2018	400 pb
Caja Duero	A2/_/_	Baa1/_/_	Preferente	25/05/2009	Perpetua	725 pb
Banco Pastor	A2/_/_	Baa1/_/_	Preferente	15/04/2009	Perpetua	537 pb
Caixa Catalunya	A2/_/A	A3/_/A-	Subordinada	28/10/2008	18/12/2018	280 pb
Caixanova	A1/_/A	A3/_/BBB+	Preferente	21/04/2008	Perpetua	352 pb
Caixa Galicia	A2/_/BBB+	Baa1/_/BBB-	Preferente	18/05/2009	Perpetua	544 pb
Caja Granada	_/_/A-	_/_/BBB+	Subordinada	24/12/2008	16/03/2009	335 pb
Caja España	A3/_/A-	Baa2/_/BBB	Preferente	19/05/2009	Perpetua	698 pb
Caja Cantabria	A3/_/_	Baa2/_/_	Preferente	10/06/2009	Perpetua	675 pb
Bancaja	A2/_/A-	A3/_/BBB+	Subordinada	06/04/2009	06/07/2019	698 pb

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

Tabla 7

Emisiones de deuda *senior* y subordinada en el mercado europeo

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	País	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Spread implícito
Banco Espírito Santo	Aa1/AA+/AA	Aa2/A+/AA	PO	Senior	19/01/2009	115 pb
BNP Paribas	Aa1/AA+/AA	Aa1/AA+/AA	FR	Senior	16/12/2008	160 pb
Intesa SanPaolo	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	IT	Senior	12/12/2008	123 pb
Deutsche Bank AG	Aa1/A+/AA-	Aa1/A+/AA-	GE	Senior	16/02/2009	175 pb
Societe Generale	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	FR	Senior	19/12/2008	171 pb
Societe Generale	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	FR	Senior	15/04/2009	200 pb
HSBC	Aa3/AA/AA	Aa3/AA/AA	FR	Senior	15/01/2009	178 pb
Natixis	Aa3/A+/A+	Aa3/A+/A+	FR	Senior	15/12/2008	60 pb
Unicredit	Aa3/_/A+	Aa3/A+/A+e	IT	Senior	14/01/2009	212 pb
Veneto Banca	_/_/BBB+/A-	_/_/BBB+/A-	IT	Senior	03/12/2008	128 pb
Deutsche Bank AG	Aa1/A+/AA-	Aa1e/A+e/AA-e	GE	Subordinada	13/03/2009	230 pb
Credit Agricole	Aa1/AA-/AA-	Aa2e/A+/A+e	FR	Subordinada	08/04/2009	292 pb

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

Tabla 8

Emisiones de deuda *senior* de sectores no financieros

Emisor	Rating emisor (*)	Rating emisión (*)	País	Tipo Emisión	Fecha Emisión	Fecha Vto	Spread implícito
TOYOTA MOTOR FINANCE BV	_/_/AAe/_	_/_/AAe/_	NE	Senior	02/02/2009	02/02/2010	80 pb
RESEAU FERRE DE FRANCE	Aaa/AAA/AAA	Aaa/AAA/AAA	FR	Senior	30/01/2009	30/01/2024	69 pb
E.ON INTL FINANCE BV	_/_/A/_	_/_/A/_	NE	Senior	03/04/2009	03/04/2012	161 pb
GROUPE AUCHAN SA	_/_/A/_	_/_/A/_	FR	Senior	15/04/2009	15/04/2019	250 pb
EDF FINANCE IIV	A2/_/A-	A2/_/A-	NE	Senior	18/02/2009	18/02/2014	273 pb
SUEZ ENVIRONNEMENT	A3/_/_	A3/_/_	FR	Senior	08/04/2009	08/04/2019	270 pb
TELEFONICA EMISIONES SAU	Baa1/_/A-e	Baa1/_/A-e	SP	Senior	01/04/2009	01/04/2016	250 pb
ACCOR SA	BBB/BBB/_	BBB/BBB/_	FR	Senior	04/02/2009	04/02/2014	430 pb

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

4.2. Análisis de la rentabilidad de la emisión y sus comparables

Como ya se ha mencionado, el mercado secundario adolece de falta de profundidad, lo que nos hace concederle un peso menor en la globalidad de nuestro análisis.

A la hora de valorar la rentabilidad y el riesgo de las distintas emisiones comparables se ha tomado como punto de referencia el fijado en el momento de emisión de cada una de ellas sin tener en cuenta los posteriores cambios en calidad crediticia o en rentabilidad que hayan podido producirse.

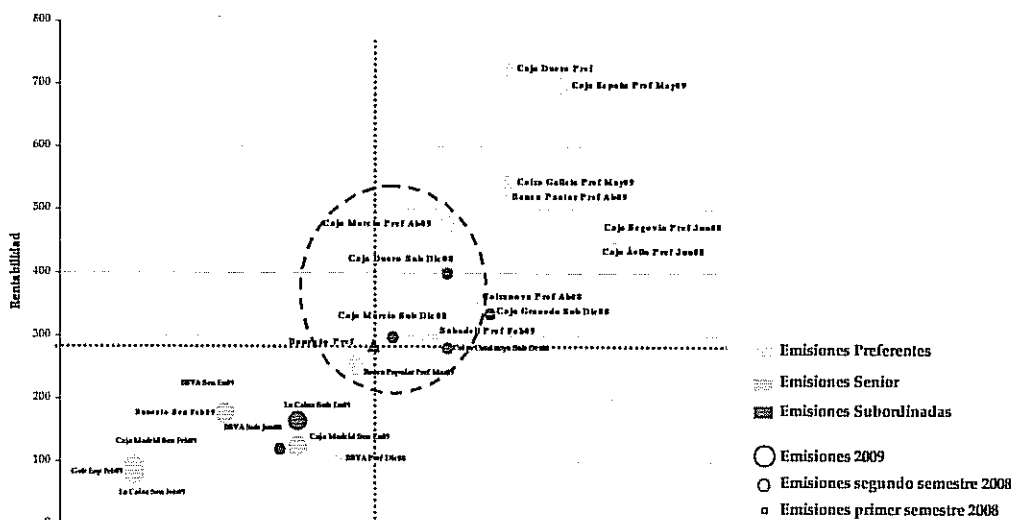
Del análisis de la rentabilidad y su comparación con las emisiones de referencia se pone de manifiesto que:

- La rentabilidad de la emisión de deuda española constituye un primer *floor*, 90 pb, superado por la emisión de Banesto que paga 284 pb.
- Las emisiones de deuda *senior* más similares en cuanto a calidad crediticia son las de BBVA, Caja Madrid y la del propio Banesto con spreads de 177, 125 y 180 pb respectivamente. El *floor* que suponen dichas emisiones es superado por la emisión de preferentes objeto de estudio.
- Entre las emisiones de deuda subordinada se encuentran las de Caja Murcia y Caja Duero, que pagan un spread de 298 y 400 pb, respectivamente. Las rentabilidades de estas emisiones son superiores a la de Banesto y en cuanto al rating teórico la emisión de Caja Murcia se sitúa en A (Fitch), mientras que la de Caja Duero es de A3 (Moody's). Recuérdese que el rating teórico de la emisión de Banesto es A1/A-/A+. Por tanto, el menor riesgo asociado de esta última justifica el pago de una menor rentabilidad con respecto a las anteriores.
- Entre las emisiones de participaciones preferentes se encuentran las emisiones de Banco Popular y Banco Sabadell con primas implícitas de 253 y 290 pb, respectivamente. Además, el rating teórico es de A1/A/A+ para la primera y de A2/A-/A- para la segunda. Por tanto, se observa que la emisión de Banesto paga una rentabilidad intermedia asociada a un riesgo igualmente intermedio respecto a las emisiones anteriores.
- Entre el resto de emisiones preferentes se encuentran la de Caja Murcia, Banco Pastor, Caixa Galicia y Caja Duero con unas primas implícitas de 475, 537, 544 y 650 pb, respectivamente. Se observa que la rentabilidad ofrecida por la emisión de Banesto es inferior a todas ellas en consonancia con su mejor calidad crediticia.

- En el marco de las emisiones europeas *senior*, las emisiones de BNP Paribas, Deutsche Bank, Societe Generale y Unicredit pagan rentabilidades implícitas de 160, 175, 200 y 212 pb, respectivamente. El spread pagado por la emisión de Banesto es superior a todas ellas en línea con lo esperado dada la peor la calidad crediticia de su emisión.
- En el caso de las emisiones subordinadas de Deutsche Bank y Credit Agricole, se observa que ambas emisiones tienen mejor calidad crediticia que la emisión de participaciones preferentes de Banesto y por tanto se le exige a esta última una rentabilidad superior. Sin embargo, la emisión de Credit Agricole paga 292 pb de rentabilidad, 8 pb por encima de la emisión de Banesto, que no compensa el diferencial de riesgo existente entre ambas emisiones.
- Entre las emisiones *senior* correspondientes a sectores no financieros que se han tomado como marco de referencia se encuentran las emisiones de Toyota, Reseau Ferre, E.ON y Groupe Auchan, que se encuentran en niveles de rentabilidad inferiores (80, 69, 161 y 250 pb, respectivamente) con calidades crediticias superiores a la de Banesto. El *floor* que representan estas emisiones es superado por la emisión objeto de estudio.
- En cuanto al resto de emisiones del sector no financiero se observa que las emisiones de EDP, Suez, Telefónica y Accor pagan rentabilidades de 273, 270, 250 y 430 pb, respectivamente, teniendo todas ellas un rating peor al de la emisión de Banesto. Los spreads pagados por todas ellas son inferiores al pagado por Banesto a excepción del caso de Accor.
- Respecto a los CDS subordinados, los niveles de Santander y de BBVA a fecha de valoración se encontraban en 130.68 pb y 135.1 pb, respectivamente. La emisión de participaciones preferentes objeto de estudio supera estos niveles mínimos.
- El *floor* que supondría en condiciones de mayor liquidez los rangos presentados en el apartado 3.2 no son superados por la emisión de Banesto. Nos referimos a *floor* porque las estimaciones realizadas son para horizontes temporales acotados de emisiones *senior* y subordinados.

El gráfico que figura a continuación proporciona una visión global de la situación del mercado primario doméstico en cuanto a la rentabilidad y el riesgo de las emisiones relativas al sector financiero. Para su elaboración, InterMoney Valora ha creado 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.

Gráfico 5
Mapa Rentabilidad-Riesgo



El análisis del gráfico, además de ratificar lo expuesto en los primeros cinco puntos anteriores, pone de manifiesto que, respecto al resto de las emisiones domésticas, la de Banesto **se ubica dentro de la región de elección razonable**, entendiendo por ésta aquella en la que no existe una emisión alternativa que, *i*) para el mismo nivel de riesgo proporcione una rentabilidad superior y, *ii*) para el mismo nivel de rentabilidad el riesgo asociado a la misma sea menor.

A la hora de valorar el binomio diferencial rentabilidad – diferencial riesgo existen dos tendencias dependiendo si las emisiones objeto de comparación son de inicios del 2009 o si son más recientes.

Por un lado se tienen las emisiones de participaciones preferentes de principios de año de Banco Popular y Banco Sabadell con perfiles de riesgo muy parecidos al de Banesto pagando también rentabilidades muy similares, y por tanto, dentro del rango razonable de mercado.

No obstante, en los últimos dos meses se ha producido un encarecimiento en cuanto a las emisiones de deuda *senior* y subordinada y especialmente de las emisiones de participaciones preferentes, llegando incluso a bajar la calificación de las mismas por parte de la agencia de calificación S&P y exigiéndose en el mercado rentabilidades superiores para compensar la pérdida de calidad crediticia. De ahí que las últimas emisiones de preferentes de Caja Murcia, Banco Pastor, Caixa Galicia, Caja Duero y Caja España hayan provocado un aumento de la pendiente de la curva rentabilidad-riesgo. Por tanto, bajo este punto de vista, la emisión de Banesto se encuentra ligeramente por debajo del rango razonable actual de mercado.

4.3. Análisis de sensibilidad

Finalmente, con el propósito de calcular el impacto diferencial de la presencia de la opción de cancelación entre las emisiones de participaciones preferentes, se ha calculado el valor intrínseco de la opción de deshacer la operación en la primera fecha de cancelación frente a mantener la posición hasta vencimiento para la emisión de Banesto. El ejercicio se ha realizado para distintos escenarios de mejora en las condiciones crediticias y los resultados son los siguientes:

- Si el spread de crédito mejora en 50 pb a partir del quinto año, la diferencia en precio entre un bono que se puede cancelar frente a otro que no puede cancelarse es de 8.23% (34 pb).
- Para el caso de una mejora de 100 pb en el spread de crédito, la diferencia en precio es de 14.43% (61 pb).

El valor del instrumento presenta una gran sensibilidad a mejoras del spread de crédito de la emisión a partir del quinto año. Este análisis complementa la valoración del instrumento descrita en el apartado 4.1.

5. Conclusiones

En el presente estudio InterMoney Valora actúa en calidad de experto independiente con el fin de determinar si las condiciones de la emisión de participaciones preferentes de Banesto, cuya colocación está dirigida al mercado minorista son adecuadas a las actuales circunstancias del mercado.

Sobre la base del análisis realizado, InterMoney Valora considera que, en el momento presente, la rentabilidad pagada por Banesto es algo inferior a lo que constituye el rango actual de mercado razonable y al perfil de riesgos del emisor y de la emisión.

El presente trabajo se ha desarrollado en el periodo comprendido entre el 15 y el 30 de abril de 2009. La validez de sus resultados y conclusiones está circunscrita estrictamente a la información de mercado y a las emisiones existentes hasta el 30 de abril de 2009.

Madrid, 22 de mayo de 2009



Ana Castañeda Ortega
Directora General

El presente informe ha sido realizado por InterMoney Valora 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 InterMoney Valora, 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 InterMoney Valora, 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.

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.

11 JUN 2009 13:54:14 VOL 0846:36 INT

Anexo 1. Metodologías de valoración

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

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.

Lo que resta del documento esta organizado como sigue. 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 InterMoney Valora. El documento concluye con 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.

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 Intermoney Valora, 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.

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.

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 InterMoney Valora se encuadra dentro aquellos 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:

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

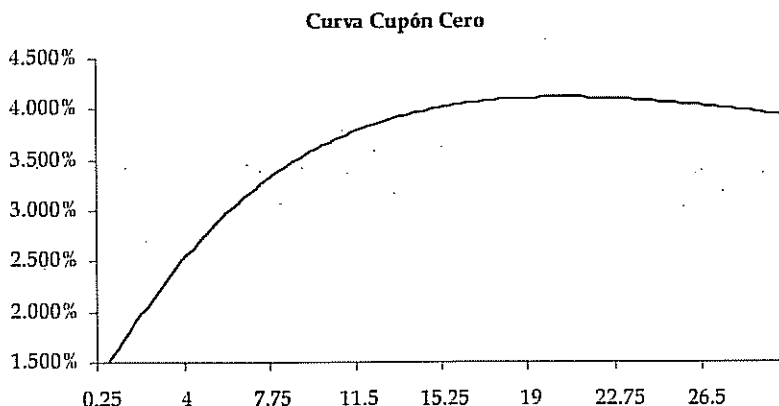
Anexo 2. Inputs de valoración

Fecha Valor: 8 de mayo de 2009.

Para la estimación de la curva cupón cero se ha seguido el modelo tipo Svensson tomando las siguiente tasas de rendimiento observadas en el mercado:

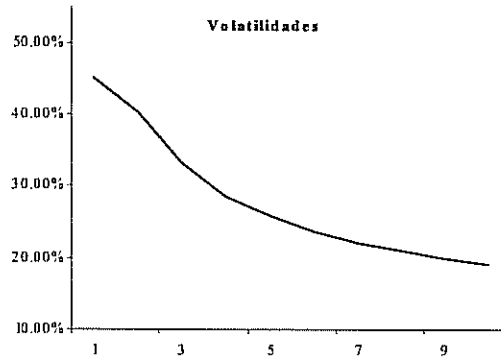
Money Market		Tipos Swap	
O/N	0.426%	2Y	1.740%
1W	0.685%	3Y	2.141%
1M	0.861%	4Y	2.505%
2M	1.108%	5Y	2.792%
3M	1.306%	6Y	3.030%
4M	1.380%	7Y	3.228%
5M	1.444%	8Y	3.388%
6M	1.509%	9Y	3.520%
9M	1.605%	10Y	3.633%
12M	1.677%	12Y	3.801%
		15Y	3.984%
		20Y	4.084%
		25Y	4.030%
		30Y	3.931%
		40Y	3.759%
		50Y	3.676%

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:



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	1.2670	45.00%
2	1.7400	40.30%
3	2.1410	33.30%
4	2.5050	28.60%
5	2.7920	25.70%
6	3.0300	23.60%
7	3.2280	22.10%
8	3.3880	20.90%
9	3.5200	19.90%
10	3.6330	19.20%



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

a	Sigma
0.15908	0.01171

Anexo 3. Emisiones recientes en el mercado español y europeo

Emisor	BdE	La Caixa	BBVA	BBVA	BBVA	Banco Popular	Caja Madrid
Rating emisor (*)	Aaa/AA+/AAA	Aa1/AA-/AA-	Aa1/AA/AA-	Aa1/AA/AA-	Aa1/AA/AA-	Aa2/AA-/AA	Aa3/A+/AA-
Rating emisión (*)	Aaa/AA+/AAA	Aaa/AA+/AAA	Aa1/AA/AA-	Aa2/AA-/A+	Aa3/A+/A	_/_/A+	Aa3e/A+/AA-e
Tipo Emisión	Senior	Senior Garantizado	Senior	Subordinada	Preferente	Preferente	Senior
Fecha Emisión	10/02/2009	03/02/2009	23/01/2009	04/07/2008	30/12/2008	XX/03/2009	28/01/2009
Fecha Vencimiento	30/07/2029	03/02/2012	23/01/2014	04/07/2023	Perpetua	Perpetua	28/07/2010
Frec pago	anual	anual	anual	anual	trimestral	trimestral	anual
Cupón fijo anual	4.60%	3.38%	4.88%	6.20%	6.50%	6.75%	3.65%
Duración cupón fijo	vencimiento	vencimiento	vencimiento	vencimiento	2 años	5 años	vencimiento
Cupón vble	-	-	-	-	EUR 3M	EUR 3M	-
Margen	-	-	-	-	0 pb	150 pb	-
Fecha	-	-	-	-	vencimiento	vencimiento	-
Cancelación	-	-	-	-	5º año	5º año	-
Floor	-	-	-	-	3.50%	4.00%	-
Duración floor	-	-	-	-	vencimiento	vencimiento	-
Cap	-	-	-	-	-	-	-
Duración cap	-	-	-	-	-	-	-
Spread implícito	90 pb	80 pb	177 pb	109 pb	102 pb	253 pb	125 pb

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

Emisor	Banco Sabadell	La Caixa	Caja Murcia	Caja Murcia	Caja Duero	Caja Duero	Banco Pastor
Rating emisor (*)	Aa3/A+/A+	Aa1/AA-/AA-	_/_/A+	_/_/A+	A2/_/_	A2/_/_	A2/_/_
Rating emisión (*)	A2/A-/A-	Aa2/A+/A+	_/_/A	_/_/A-	A3/_/_	Baa1/_/_	Baa1/_/_
Tipo Emisión	Preferente	Subordinada	Subordinada	Preferente	Subordinada	Preferente	Preferente
Fecha Emisión	24/02/2009	22/01/2009	22/12/2008	15/04/2009	19/12/2008	25/05/2009	02/04/2009
Fecha Vencimiento	Perpetua	28/02/2019	30/12/2018	Perpetua	19/12/2010	Perpetua	Perpetua
Frec pago	trimestral	trimestral	trimestral	trimestral	trimestral	trimestral	trimestral
Cupón fijo anual	6.50%	6.06%	3.10%	-	-	-	7.25%
Duración cupón fijo	2 años	1 año	30/06/2009	-	-	-	3 años
Cupón vble	EUR 3M	EUR 3M	EUR 6M	EUR 3M	EUR 3M	EUR 3M	EUR 3M
Margen	250 pb	200 pb	275 pb/350 pb	445 pb	400 pb	725 pb	460 pb
Fecha	vencimiento	vencimiento	5 años/vto	vencimiento	vencimiento	-	vencimiento
Cancelación	5º año	5º año	5º año	5º año	5º año	5º año	5º año
Floor	4.50%	4.00%	-	5.50%	-	-	6.80%
Duración floor	vencimiento	vencimiento	-	vencimiento	-	-	vencimiento
Cap	-	6.50%	-	-	-	-	-
Duración cap	-	vencimiento	-	-	-	-	-
Spread implícito	290 pb	166 pb	298 pb	475 pb	400 pb	725 pb	537 pb

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

Emisor	Caixa Catalunya	Caixanova	Caixa Galicia	Caja Granada	Caja España	Caja Cantabria	Bancaja
Rating emisor (*)	A2/_/_A	A1/_/_A	A2/_/_A	_/_/A-	A3/_/_A-	A3/_/_	A2/_/_A-
Rating emisión (*)	A3/_/_A-	A3/_/_BBB+	Baa1/_/_BBB+	_/_/BBB+	Baa2/_/_BBB	Baa2/_/_	A3/_/_BBB+
Tipo Emisión	Subordinada	Preferente	Preferente	Subordinada	Preferente	Preferente	Subordinada
Fecha Emisión	28/10/2008	21/04/2008	18/05/2009	24/12/2008	19/05/2009	10/06/2009	06/04/2009
Fecha Vencimiento	18/12/2018	Perpetua	Perpetua	16/03/2009	Perpetua	Perpetua	06/07/2019
Frec pago	trimestral	anual	trimestral	semestral	trimestral	trimestral	mensual
Cupón fijo anual	7.00%	-	7.50%	7.00%	8.25%	-	7.25%
Duración cupón fijo	18/12/2009	-	3 años	16/03/2009	19/05/2013	-	2 años
Cupón vble	EUR 3M	EUR 12M	EUR 3M	EUR 6M	EUR 3M	EUR 3M	EUR 3M
Margen	200 pb/275 pb	275 pb/412.5 pb	515 pb	300 pb/375 pb	725 pb	675 pb	390/465 pb
Fecha	5 años/vto	10 años/vto	vencimiento	5 años/Vto	vencimiento	vencimiento	5 años/Vto
Cancelación	01/12/2013	10º año	-	5º año	5º año	5º año	5º año
Floor	4.00%	-	6.15%	-	-	-	-
Duración floor	vencimiento	-	6º año-vto	-	-	-	-
Cap	-	-	-	-	-	-	-
Duración cap	-	-	-	-	-	-	-
Spread implícito	280 pb	352 pb	544 pb	335 pb	698 pb	675 pb	458 pb

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

Emisor	B. Espirito Santo	Deutsche Bank	Deutsche Bank	Credit Agricole	Credit Suisse	Intesa SanPaolo	Societe Generale	Societe Generale	HISBC
Rating emisor (*)	Aa1/AA+/AA	Aa1/A+/AA-	Aa1/A+/AA-	Aa1/AA-/AA-	Aa1/A+/AA-	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	Aa3/AA/AA
Rating emisión (*)	A1/_	_/AA-e/AA-e	Aa1e/A+/AA-e	Aa2e/A+/A+e	Aa1/A+/AA-	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	Aa2/AA-/AA-	Aa3/AA/AA
País	PO	GE	GE	FR	SZ	IT	FR	FR	FR
Tipo Emisión	Subordinada	Senior	Subordinada	Subordinada	Senior	Senior	Senior	Senior	Senior
Fecha Emisión	11/12/2008	30/12/2008	13/03/2009	08/04/2009	16/12/2008	12/12/2008	19/12/2008	15/01/2009	15/01/2009
Fecha Vencimiento	11/12/2018	30/12/2013	13/03/2019	08/04/2019	16/05/2014	12/12/2011	16/12/2013	15/01/2012	15/01/2014
Frec pago	trimestral	anual	anual	anual	anual	anual	anual	anual	anual
Cupón fijo anual	-	4.25%	6.00%	6.10%	6.13%	4.60%	5.13%	5.20%	4.88%
Duración cupón fijo	-	vencimiento	vencimiento	vencimiento	vencimiento	vencimiento	vencimiento	vencimiento	vencimiento
Cupón vble	EUR 3M	-	-	-	-	-	-	-	-
Margen	100 pb	-	-	-	-	-	-	-	-
Fecha	vencimiento	-	-	-	-	-	-	-	-
Cancelación	5º año	-	5º año	-	-	-	-	-	-
Floor	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Duración floor	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Spread implícito	97 pb	104 pb	230 pb	292 pb	239 pb	123 pb	175 pb	200 pb	178 pb

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

Emisor	DZ Bank	Unicredit	Veneto Banca	Monte dei Paschi di Siena	BCP	CIE Financiere du Cred	Barclays Bank Plc	Banque Fed Cred Mutuel
Rating emisor (*)	Aa3/A+/A+	Aa3/_/A+	_/BBB+/A-	Aa3/A/A	Aa3/A/A+	_/A+/_	Aa3/AA-/_	Aa3/A+/AA-
Rating emisión (*)	Aa3/_/A+	Aa3/A+/A+e	_/BBB+/A-	Aa3e/Ae/Ae	Aa3e/Ae/A+e	_/A+/_	Aa3e/AA-e/_	Aa3/A+e/AA-
País	GE	IT	IT	IT	PO	FR	EN	FR
Tipo Emisión	Senior	Senior	Senior	Senior	Senior	Senior	Senior	Senior
Fecha Emisión	01/12/2008	14/01/2009	03/12/2008	30/04/2009	23/04/2009	22/04/2009	22/04/2009	22/04/2009
Fecha Vencimiento	01/12/2011	14/01/2014	03/12/2010	30/04/2014	23/04/2014	22/04/2014	25/10/2010	25/10/2010
Frec pago	anual	anual	semestral	Annual	Annual	Annual	Trimestral	Trimestral
Cupón fijo anual	4.25%	5.25%	-	4.73%	5.63%	5.38%	-	-
Duración cupón fijo	vencimiento	vencimiento	-	Vencimiento	Vencimiento	Vencimiento	-	-
Cupón vble	-	-	EUR 6M	-	-	-	EUR 3M	EUR 3M
Margen	-	-	133 pb	-	-	-	145 pb	125 pb
Fecha	-	-	vencimiento	-	-	-	-	-
Cancelación	-	-	-	-	-	-	-	-
Floor	-	-	-	-	-	-	-	-
Duración floor	-	-	-	-	-	-	-	-
Spread implícito	105 pb	212 pb	128 pb	205 pb	295 pb	253 pb	145 pb	125 pb

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

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

22 de mayo de 2009

Banesto



Afi

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

Índice

1. Introducción	3
2. Descripción, análisis del producto y valoración.....	4
2.1. Estructura de flujos y condiciones del instrumento	4
2.1.1 Cupones.....	5
2.1.2 Opción de amortización anticipada.....	6
2.2. Modelo e inputs de valoración.....	6
2.2.1 Modelo de cálculo de spread implícito.....	6
2.2.2 Inputs de valoración.....	6
2.3. Valoración: Spreads implícitos	7
3. Condiciones vigentes en mercados mayoristas	9
3.1. Emisiones recientes en mercados	9
3.1.1 Emisiones con similar orden de prelación.....	9
3.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación.....	10
3.2. Niveles indicativos de cotizaciones en mercado secundario.....	12
3.2.1 Información de los índices SUSI de JP Morgan.....	12
3.2.2 Información de los índices ET10 de Merrill Lynch	14
3.2.3 Información de Bloomberg para referencias de índices Iboxx-Markit.	15
3.2.4 Spreads a vencimiento para referencias de índices JP Morgan, Merrill Lynch e Iboxx/Markit Financials.	16
4. Conclusiones	19
5. Disclaimer	20

1. Introducción

El **objetivo** del presente informe es reflejar la opinión de Afi acerca de si las condiciones de la emisión SERIE 1/2009 de participaciones preferentes (Tier I) de BANESTO destinada a la red minorista son equiparables a las que debería tener, para colocarse adecuadamente, una emisión similar lanzada en los mercados mayoristas.

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

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

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

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

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

2. Descripción, análisis del producto y valoración

2.1. Estructura de flujos y condiciones del instrumento

Se trata de una emisión de participaciones preferentes *Tier I* con opción de amortización anticipada por parte del emisor a partir del quinto (5º) año y en cada fecha de pago de cupón. Las condiciones generales del instrumento se definen a continuación:

- Emisor: Banco Español de Crédito S.A. (Banesto)
- Garante: Banco Español de Crédito S.A. (Banesto)
- Naturaleza de los valores: participaciones preferentes
- Importe nominal: 250 millones de euros, ampliable a 500 millones de euros
- Importe nominal de cada valor: 1.000 euros
- Importe mínimo de la colocación: 3.000 euros o 3 participaciones preferentes
- Precio de emisión: a la par
- Forma de representación: anotaciones en cuenta en IBERCLEAR
- Retribución: no acumulativa, en función al siguiente esquema:
 - Durante el primer año, desde el período comprendido entre la fecha de emisión (inclusive) y hasta el primer año, un tipo fijo anual del 6,00%.
 - Durante el segundo año, un tipo fijo anual del 5,00%.
 - A partir del 2º año, EURIBOR a 3 meses más un margen del 2,30%, pagadero trimestralmente, con una retribución mínima del 4,00%.
 - La retribución tanto en el período de retribución a tipo fijo como variable, será pagadera con carácter trimestral durante toda la vida de la emisión, por trimestres vencidos.
- Amortización anticipada: podrán amortizarse total o parcialmente a voluntad del emisor con autorización previa del Banco de España, a partir del quinto año desde la fecha de desembolso, coincidiendo con cada pago de retribución trimestral, reembolsando a su titular el valor nominal y la parte correspondiente de las retribuciones que, en su caso, le hubieren correspondido respecto del período corriente de retribución.
- Colectivo de inversores a los que se ofrecen los valores: La Emisión va dirigida a todo tipo de inversores que cumplan con los perfiles y requisitos exigidos por los mecanismos y procedimientos internos establecidos por las Entidades Colocadoras en virtud de la normativa MIFID para la adquisición de este tipo de producto y será colocada a través de la red de oficinas de la Entidad Colocadora.
- Vencimiento: a perpetuidad.
- Cotización: mercado AIAF de renta fija

A continuación procedemos a explicar de forma detallada el perfil de pagos del instrumento:



2.1.1 Cupones

El pago de cupones o retribución de los valores se realiza en función al siguiente esquema:

- El primer año, 6,00% fijo anual pagadero trimestralmente.

A vencimiento de cada trimestre durante el primer año desde la fecha de inicio de la emisión (bajo la convención del día hábil especificada), la nota pagara un cupón del 6,00%. Esto es:

$$\text{Cupon} = \text{Nominal} \cdot 6,00\% \cdot \text{Fraccion_año}$$

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años

- El segundo año, 5,00% fijo anual pagadero trimestralmente.

A vencimiento de cada trimestre durante el segundo año (bajo la convención del día hábil especificada), la nota pagara un cupón del 5,00%. Esto es:

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

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años

- De ahí en adelante (recordamos que es una emisión perpetua) *Euribor-3M + spread*, pagadero trimestralmente sujeto a un cupón mínimo del 4,00%. Es decir:

De forma trimestral la nota pagará el siguiente cupón:

$$\text{Cupon} = \text{Nominal} \cdot \text{Fraccion_año} \cdot \min(\text{Euribor}3\text{M} + \text{spread}, 4,00\%)$$

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Euribor3M*: tipo Euribor a tres meses fijado dos días antes del inicio de cada periodo trimestral.
- *Spread*: Spread adicional sobre Euribor tres meses (230 p.b.)
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años de cada periodo trimestral

2.1.2 Opción de amortización anticipada

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

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

2.2. Modelo e inputs de valoración

2.2.1 Modelo de cálculo de spread implícito

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

Se ha empleado el modelo propuesto por *Hull y White* como estándar de mercado. Este modelo está basado en la evolución del tipo a corto plazo, ajusta la expectativa forward, en nuestro caso curva IRS, y depende de dos parámetros, reversión a la media y volatilidad, que modelan la posible evolución de los tipos.

Para la valoración a mercado los parámetros son calibrados de forma que el modelo valore correctamente instrumentos líquidos cotizados (cap's, floor's, swaption's..).

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

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

2.2.2 Inputs de valoración

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

Curva Cupón Cero

Depo/Swap	Plazo	Tipo
Depósito	O/N	0.9000
Depósito	1E	0.9000
Depósito	2W	0.8500
Depósito	3W	0.8500
Depósito	1M	0.9000
Depósito	2M	0.9900
Depósito	3M	1.2050
Depósito	4M	1.2950
Depósito	5M	1.4500
Depósito	6M	1.5000
Depósito	7M	1.4950
Depósito	8M	1.5350
Depósito	9M	1.6250
Depósito	10M	1.5450
Depósito	11M	1.5600
Depósito	12M	1.7050
Swap	2Y	1.6795
Swap	3Y	2.0800
Swap	4Y	2.4275
Swap	5Y	2.7240
Swap	6Y	2.9668
Swap	7Y	3.1713
Swap	8Y	3.3255
Swap	9Y	3.4615
Swap	10Y	3.5750
Swap	15Y	3.9595
Swap	20Y	4.1062
Swap	25Y	4.0485
Swap	30Y	3.9810
Swap	35Y	3.8820
Swap	40Y	3.7800
Swap	45Y	3.7450
Swap	50Y	3.6710

Parámetros HW

a (Reversión a la media)	2.213%
sigma (Volatilidad)	0.910%

2.3. Valoración: Spreads implícitos

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

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



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

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

Recordamos que la fecha valor a la que se realizan los cálculos es el 21 de mayo de 2009, utilizando los datos de cierre, y suponiéndose ésta como fecha de inicio de la emisión.

Spreads sobre swaps	
Considerando toda la estructura	2.575%
A Primera Call	3.038%
A vencimiento sin Call	2.818%

3. Condiciones vigentes en mercados mayoristas

El propósito de este punto es aglutinar el conjunto de inputs que Afi considera relevantes para determinar las condiciones vigentes en el mercado mayorista para instrumentos similares al que BANESTO planea emitir. Los ratings de emisor de BANESTO se sitúan, a 22 de mayo de 2009, en Aa2 (perspectiva estable) por Moody's, AA (perspectiva negativa) por S&P y AA (en revisión a la baja) por Fitch.

3.1. Emisiones recientes en mercados

En este apartado ofrecemos información sobre emisiones recientes de entidades financieras, ya sea colocadas entre inversores minoristas o en mercado mayorista. Las fuentes utilizadas son los folletos de emisión, *prospectus*, documentos realizados por los colocadores de forma posterior a la emisión y Bloomberg.

3.1.1 Emisiones con similar orden de prelación

En el mercado primario mayorista y desde el verano de 2008, tan sólo se ha realizado una emisión de participaciones preferentes Tier I: Mizuho Capital Investment USD 2, filial al 100% de Mizuho Financial Group colocó el 20 de febrero de 2009 una emisión por importe de 850 millones de dólares con cupón fijo anual inicial -pagadero semestral- de 14,95% hasta la fecha de primera call (30 de junio de 2014) y, a partir de entonces, Libor-dólar 6m más un spread de 1.234 pb. El rating de Mizuho es Aa2 *- por Moody's, A+ por S&P y A+ por Fitch. Las participaciones preferentes gozan de rating A2 *- por Moody's y de BBB+ por Fitch. El ISIN es USG61838AA91.

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

Fecha	Emisor	Características de la emisión		Fecha Call	Spread ³		Ratings ⁴	
		Volumen	Cupón inicial / Cupón posterior		1º Call	Vencimiento	Emisión	Emisor
20-feb-09	Mizuho Fin. Grp.	850,0	14,95% ¹ / Libor USD 6m + 12,34% ²	30-jun-14	1.211	1.235	A2 *-NR/BBB+	Aa2 *-JA/JA+

- Hasta la primera fecha de Call
- Desde la Call y a perpetuidad
- Spread sobre el tipo swap, en pb
- Moody's, S&P y Fitch

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

Fecha ¹	Emisor	Volumen	Características de la emisión		Fecha Call	Spread ²		Ratings ⁶	
			Cupón inicial	Cupón posterior		1º Call	Vencimiento	Emisión	Emisor
10-dic-08	BBVA	1.000,0	6,50% ³	Euribor 3m; floor en 3,50%	dic-13	203	175	Aa3/A+/A	Aa1/AA/JAA-
29-ene-09	Banco Sabadell	500,0	6,50% ⁴	Euribor 3m + 2,50%; floor en 4,50% ⁵	feb-14	349	317	A2/A-/NR	Aa3/A+/NR
3-feb-09	Banco Popular	600,0	6,75% ⁶	Euribor 3m + 1,50%; floor en 4,00% ⁷	mar-14	408	303	A1/A+/A	Aa2/AA-/AA
5-mar-09	Caixa Galicia	150,0	7,50% ⁸	Euribor 3m + 5,15%; floor en 6,15% ¹⁰	may-14	508	527	Baa1/NR/BBB+	A2/NR/A
18-mar-09	Caja Murcia	100,0		Euribor 3m + 4,45%; floor en 5,50% ¹¹	abr-14	451	468	NR/NR/A-	NR/NR/A+
18-mar-09	Caja Duero	100,0		Euribor 3m + 7,75% ¹²	may-14	775	775	Baa1/NR/NR	A2/NR/NR
24-mar-09	Banco Pastor	100,0	7,25% ¹³	Euribor 3m + 4,80%; floor en 6,80% ¹⁴	abr-14	497	509	Baa1/NR/NR	A2/NR/NR
3-abr-09	Caja España	100,0	8,25%	Euribor 3m + 7,25% ¹⁵	may-14	606	676	Baa2/NR/BBB	A3/NR/A-
16-abr-09	Caja Cantabria	63,0		Euribor 3m + 6,75% ¹²	jun-14	675	675	Baa2/NR/BBB	A3/NR/A-
12-may-09	Caja Canarias	50,0	7,00% ¹⁶	Euribor 3m + 5,85%; floor en 6,00% ¹⁷	ago-14	559	584	NR/NR/BBB+	NR/NR/A
19-may-09	Caixa Nova	130,0		Euribor 3m + 6,35%; floor en 7,40% ¹⁸	jun-14	641	651	NR/NR/NR	A1/NR/A-
21-may-09	La Caixa	1.500 / 2.000	6,00%	Euribor 3m + 3,50% ¹⁹	jun-14	386	361	Aa3/BBB+/A	Aa1/AA-/AA-
21-may-09	Caja Madrid	1.500 / 3.000	7,00%	Euribor 3m + 4,75% ²⁰	jul-14	440	463	NR/NR/A-	Aa3/A+/A+

- | | | |
|--------------------------------------|--|---|
| 1. Registro de los valores en CNMV | 8. Moody's, S&P y Fitch, en fecha de emisión | 15. A partir del 4º año |
| 2. Spread sobre el tipo swap, en pb | 9. Hasta 18 de mayo de 2012 | 16. Los dos primeros años |
| 3. Hasta la primera fecha de Call | 10. Floor activa a partir del sexto año. | 17. A partir del 2º año y hasta perpetuidad |
| 4. Los dos primeros años | 11. Floor aplicable a partir de JUN09 | 18. Cupón flotante a perpetuidad |
| 5. Desde el tercer año a perpetuidad | 12. Cupón flotante a perpetuidad | 19. A partir del 3º año |
| 6. Hasta la primera fecha de Call | 13. Durante los años 1º a 3º | 20. A partir del 6º año |
| 7. Desde el 5º año a perpetuidad | 14. Floor a partir del 3º año | |

En el mercado mayorista no se han realizado operaciones. En cambio, en el mercado doméstico (ver tabla 2) sí se han emitido en los últimos meses varias emisiones de participaciones preferentes *Tier I*, colocadas entre inversores minoristas y cualificados por parte de entidades españolas: BBVA, Banco Popular, Banco Sabadell, Caixa Galicia, Caja Murcia, Caja Duero, Banco Pastor, Caja España, Caja Cantabria, Caja General de Canarias, Caixanova, "la Caixa" y Caja Madrid.

3.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación

El mercado mayorista de emisiones *senior* ha tenido una actividad más intensa en los últimos meses. En la tabla 3 se reflejan los niveles de spread de colocación en primario para una selección de emisiones. Las fuentes utilizadas son Bloomberg y los documentos de colocadores posteriores a la emisión.

Entre los emisores españoles, las emisiones más recientes corresponden a las realizadas por BBVA el 9 de enero de 2009 (1.000 millones de euros y vencimiento 2014, colocada a 180 pb sobre mid-swaps), Santander el 7 de abril de 2009 (1.250 millones de euros y vencimiento 2011, colocada en mercados mayoristas a un spread vs swaps de 150 pb) y por Banesto el 24 de abril de 2009 (1.000 millones de euros y vencimiento 2012, colocada en mercados mayoristas a un spread vs swaps de 180 pb). Estas emisiones cotizan a mediados de mayo referencias cercanas a 130, 120 y 170 pb, respectivamente, vs mid swaps (según pantallas de Bloomberg).

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

Fecha	Emisor	Vol ¹	Divisa	Clase	Cupón	Vencimiento	Rating emisión ²	Spreads emisión	
								Tesoro	Swaps
10-oct-08	Société Generale	500	EUR	SNR	5,875	31/10/2013	Aa2/AA-/AA-	n.d.	140
4-nov-08	Bancaja	220	EUR	SNR	5,500	05/11/2011	A2/NR/A-	n.d.	180
14-nov-08	Neder Waterschapsbank	1.500	EUR	SNR	4,250	21/11/2013	Aaa/AAA/NA	n.d.	55
18-nov-08	Rabobank Nederland	275	EUR	SNR	4,750	15/01/2018	Aaa/AAA/AA+	n.d.	150
2-dic-08	Intesa Sanpaolo Spa	200	EUR	SNR	4,645	29/07/2012	Aa2/AA-/AA-	n.d.	170
2-dic-08	Bank Nederlandse Gemeenten	1.250	EUR	SNR	3,750	14/03/2014	Aaa/AAA/AAA	131	65
5-dic-08	Credit Agricole SA	380	EUR	SNR	4,750	18/12/2013	Aa1/AA-/AA-	n.d.	150
5-dic-08	Société Generale	1.000	EUR	SNR	5,125	19/12/2013	Aa2/AA-/AA-	254	185
8-dic-08	BNP Paribas	1.500	EUR	SNR	5,000	16/12/2013	Aa1/AA/AA	232	160
10-dic-08	Intesa Sanpaolo Spa	1.250	EUR	SNR	5,375	19/12/2013	Aa2/AA-/AA-	268	195
11-dic-08	Credit Suisse London	850	EUR	SNR	6,125	16/05/2014	Aa1/A+/AA-	339	270
7-ene-09	HSBC France	1.500	EUR	SNR	4,875	15/01/2014	Aa3/AA/AA	253	175
7-ene-09	Unicredit Spa	1.000	EUR	SNR	5,250	14/01/2014	Aa3/A+/A+	288	210
9-ene-09	BBVA Senior Finance SA	1.000	EUR	SNR	4,875	23/01/2014	Aa1/AA/AA-	254	180
12-ene-09	KBC IFIMA NV	250	EUR	SNR	4,750	26/01/2014	Aa3/A+/A+	n.d.	170
13-ene-09	Rabobank Nederland	5.000	EUR	SNR	4,375	22/01/2014	Aaa/AAA/AA+	220	150
13-ene-09	Neder Waterschapsbank	1.000	EUR	SNR	3,125	20/01/2012	Aaa/AAA/NA	158	65
20-ene-09	Bank Nederlandse Gemeenten	2.000	EUR	SNR	2,750	27/01/2011	Aaa/AAA/AAA	139	60
30-ene-09	Commerzbank AG	1.500	EUR	SNR	5,000	06/02/2014	Aa3/A/A	261	210
10-feb-09	Caixa Geral de Depósitos	1.250	EUR	SNR	5,125	19/02/2014	Aa1/A+/AA-	276	225
11-feb-09	Rabobank Nederland	1.500	EUR	SNR	4,750	15/01/2018	Aaa/AAA/AA+	184	150
12-feb-09	Neder Waterschapsbank	1.500	EUR	SNR	2,750	21/02/2011	Aaa/AAA/NA	n.d.	65
16-mar-09	Svenska Handelsbanken	1.250	EUR	SNR	4,875	25/03/2014	Aa1/AA-/NR	257	210
20-mar-09	Credit Suisse London	2.000	EUR	SNR	5,125	30/03/2012	Aa1/A+/AA-	343	295
25-mar-09	JP Morgan Chase	2.000	EUR	SNR	6,125	01/04/2014	Aa3/A+/AA-e	345	390
7-abr-09	Santander Intl Debt	1.250	EUR	SNR	3,375	21/04/2011	Aa1/AA/AA	199	150
8-abr-09	Cie Financiere du cred	1.000	EUR	SNR	5,375	22/04/2014	NR/A+/NR	297	255
8-abr-09	Lloyds TSB Bank	692	EUR	SNR	6,250	15/04/2014	Aa3/A+/e/AA-e	393	350
16-abr-09	Banco Comercio Portugues	1.000	EUR	SNR	5,625	23/04/2014	Aa3/Ae/A+e	335	295
16-abr-09	Lloyds TSB Bank	774	EUR	SNR	4,375	19/04/2011	Aa3/A+/e/AA-e	305	250
20-abr-09	Unicredit Spa	1.000	EUR	SNR	4,125	27/04/2012	Aa3/Ae/Ae	239	190
23-abr-09	Monte dei Paschi Siena	1.000	EUR	SNR	4,750	30/04/2014	Aa3e/Ae/Ae	241	205
23-abr-09	HSBC Holdings PLC	1.250	EUR	SNR	4,500	30/04/2014	Aa2/AA-e/Aae	216	180
24-abr-09	Banesto	1.000	EUR	SNR	4,000	08/05/2012	Aa2/AA/AA	n.d.	180
27-abr-09	Standard Chartered PLC	1.250	EUR	SNR	5,750	30/04/2014	Aa3e/Ae	348	312

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

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

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

Fecha	Emisor	Características de la emisión					Spreads emisión ²		Ratings ³		
		Vol ¹	Divisa	Clase	Cupón	Vencimiento	Fecha Call	Tesoro	Swaps	Emisión	Emisor
11-dic-08	Credit Agricole SA	250,0	GBP	LT2	7,375% ⁴	18/12/2023	-	291,0	330,0	Aa2/NA/A+	Aa1/AA-/AA-
12-dic-08	Credit Agricole SA	500,0	EUR	LT2	6,867% ⁴	19/12/2018	-	n.d.	325,0	Aa2/NA/A+	Aa1/AA-/AA-
14-ene-09	Credit Agricole SA	75,0	GBP	LT2	7,375% ⁴	18/12/2023	-	280,0	310,0	Aa2/NA/A+	Aa1/AA-/AA-

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

2. Spread a vencimiento

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

4. Fijo a vencimiento

En cuanto a emisiones de deuda subordinada Lower Tier II, en los mercados mayoristas (ver tabla 4) sólo se han realizado tres operaciones significativas, todas ellas por parte de Credit Agricole SA. Ninguna de ellas cuenta con opción de cancelación anticipada para el emisor, sino que se trata de bonos con formato *bullet*; es decir, con amortización a vencimiento.

En el mercado doméstico español las emisiones de deuda subordinada Lower Tier II emitidas recientemente y destinadas a inversores minoristas se recogen en la Tabla 5..

Tabla 5: emisiones recientes de deuda subordinada Lower Tier II denominadas en EUR, en el mercado doméstico español minorista

Fecha	Emisor	Características de la emisión					Spreads emisión ²		Ratings ³		
		Vol ¹	Divisa	Clase	Cupón	Vencimiento	Fecha Call	A la call	A vencimiento	Emisión	Emisor
9-dic-08	Banco Espirito Santo	41.5	EUR	LT2	4,428% ⁴	11/12/2018	11/12/2013	100.0	n.d.	A1/NA/A	Aa3/A/A+
17-dic-08	Caja Duero	132.5	EUR	LT2	7,155% ⁵	19/12/2018	19/12/2013	400.0	420.4	A3	A2/NA/NA
22-ene-09	La Caixa	2,500.0	EUR	LT2	5,870% ⁶	28/02/2019	28/02/2014	231.8	188.5	Aa2/A+/A+	Aa1/AA-/AA-
6-abr-09	Bancaja	1,000.0	EUR	LT2	7,250% ⁷	06/07/2019	06/07/2014	449.4	455.4	A3/NR/BBB+	A2/NR/A-
26-mar-09	Caixa Penedes	250-300	EUR	LT2	6,50% ⁸	29/06/2019	29/06/2024	436.0	462.0	NR/NR/NR	NR/NR/A-
7-may-09	Caixa Sabadell	35.0	EUR	LT2	7,50% ⁹	10/06/2024	10/06/2019	533.0	546.0	NR/NR/NR	NR/NR/BBB+
20-may-09	Caja Navarra	200.0	EUR	LT2	6,25% ¹⁰	30/06/2019	30/06/2014	360.0	356.0	NR/NR/NR	NR/NR/A-

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

2. Spreads calculados a primera call y a vencimiento sin la call

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

4. Euribor 3m + 100 pb

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

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

7. Trimestral, desde 6/4/2009 a 6/7/2011. Entre 6/7/2011 y 6/7/2014, Euribor 3m + 390 pb. A partir de 6/7/2014, Euribor 3m + 465 pb.

8. Trimestral, desde 29/6/2009 a 29/6/2010. Entre 29/6/2010. y 29/6/2014. Euribor 3m + 425 pb con un floor en el 5%. A partir de 29/6/2014.

Euribor 3m + 500 pb con un floor en el 5%.

9. Trimestral, desde 10/6/2009 a 10/6/2011. Entre 10/6/2011 y 10/6/2019 Euribor 3m + 525 pb. A partir de 10/6/2019 Euribor 3m + 600 pb.

10. Trimestral, desde 30/6/2009 a 30/6/2011. Entre 30/6/2011 y 30/6/2014 Euribor 3m + 300 pb con un floor en el 4%. A partir de 30/6/2014

Euribor 3m + 350 pb con un floor en el 4%.

3.2. Niveles indicativos de cotizaciones en mercado secundario

El objeto de este apartado del informe es analizar los niveles de diferencial o spread vigentes en la actualidad en el mercado secundario de emisiones de participaciones preferentes Tier I en euros.

En el caso de las participaciones preferentes Tier I, el salto de rating frente a la deuda *senior* se sitúa, para Moody's y Fitch, dos escalones por debajo, y para S&P tres escalones por debajo. Dados unos rating para la deuda senior de Banesto de Aa2 (est) / AA (neg) / AA (*-) por Moody's, S&P y Fitch, los hipotéticos ratings para la emisión de participaciones preferentes de Banesto se situarían en A1/A+/A+ por las tres agencias.

Dado que las actuales condiciones de liquidez en los mercados de capitales son muy reducidas, creemos obligado no sólo utilizar fuentes tradicionales que proporcionan precios indicativos (Bloomberg, Reuters, etc), sino apoyar el análisis en otras fuentes que consideramos de referencia.

A estos efectos, los precios y diferenciales que, para cada bono constituyente de los índices de JP Morgan (SUSI o Subordinated Securities Indices) y Merrill Lynch (ET10 o Tier I securities Index) son de utilidad. Estas entidades son dos de los mayores intermediarios de bonos corporativos y financieros a nivel global, y sus índices ampliamente utilizados por los participantes del mercado.

3.2.1 Información de los índices SUSI¹ de JP Morgan

Como primera fuente, tomaremos datos de *spread* de índices y de emisiones concretas que constituyen los índices SUSI de JP Morgan, con datos actualizados a 8 de mayo de 2009. Hay que tener en cuenta que JP Morgan proporciona datos de spread vs swaps –tanto para el índices como para los bonos que lo componen– calculados, i) para emisiones sin call a la fecha de vencimiento y, ii) para emisiones con call, a la fecha de primer ejercicio de la opción de amortización.

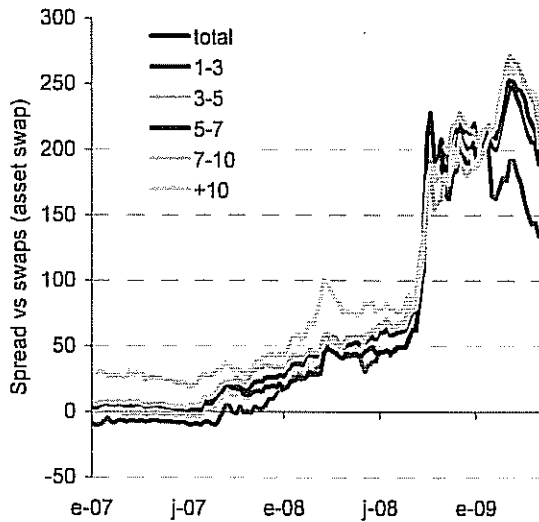
Como puede apreciarse en los gráficos 1, 2 y 3 siguientes, el repunte de spreads (en este caso de los índices, que se calculan en base a promedios de spread de instrumentos individuales ponderados por su capitalización de mercado) ha sido, desde mediados de 2007, generalizado por escalas de rating y creciente a medida que descendemos en calidad crediticia de las emisiones, tanto *senior* como Lower Tier II y Tier I. A inicios de mayo, todos los índices se sitúan bastante por debajo de los máximos históricos, alcanzados durante la primera quincena del mes de marzo de 2009.

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

¹ Los índices SUSI de JP Morgan recoge instrumentos de deuda senior y subordinada (Lower Tier 2, Upper Tier 2 y Tier 1) emitidos por bancos y aseguradoras residentes y no residentes en la UE, denominados en EUR. Las cotizaciones son propias de JP Morgan, uno de los intermediarios más importantes a nivel global.

Gráfico 1: spread a vencimiento, por plazo y rating de deuda Senior en secundario (asset swap)

(a) Spread de emisiones Senior en €: plazo



(b) Spread de emisiones Senior en €: rating

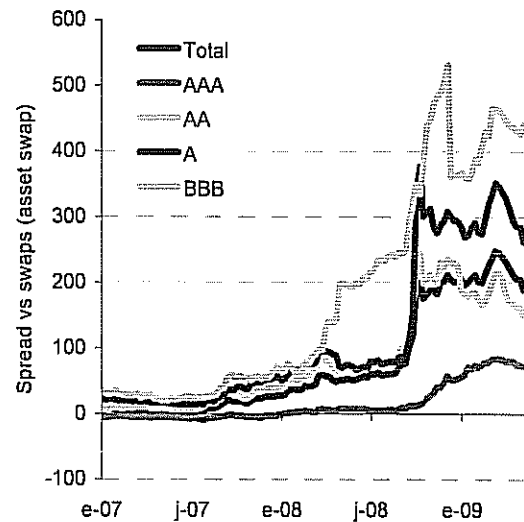
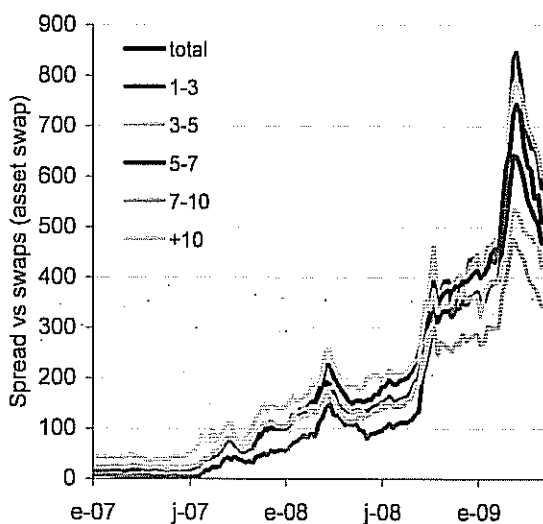


Gráfico 2: spread a la call, por plazo y rating de deuda Lower Tier II en secundario (asset swap)

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



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

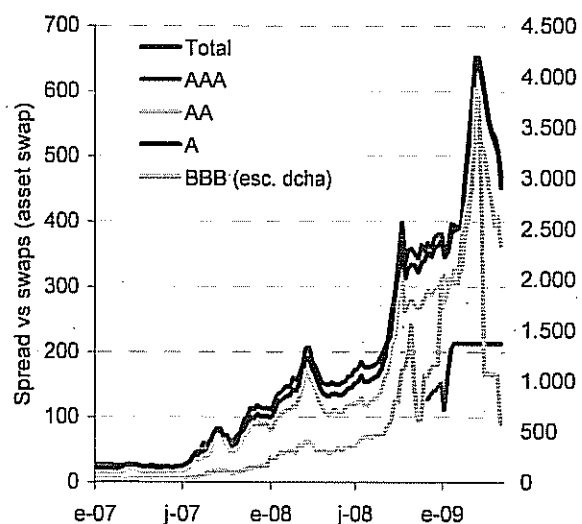
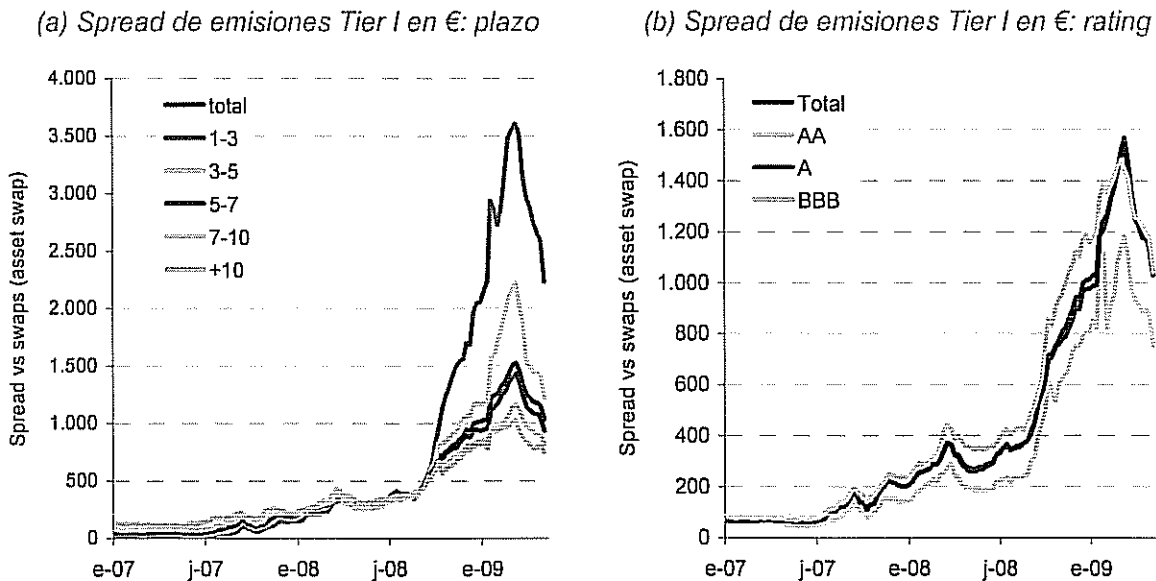


Gráfico 3: spread a la call, por plazo y rating de emisiones Tier I en el secundario
(asset swap)



Con la información de los bonos concretos que constituyen los índices de JP Morgan para participaciones preferentes Tier I, y para el caso concreto de emisiones con primer ejercicio de la opción de amortización comprendido entre 2013 y 2017 realizadas por emisores pertenecientes a la UE, se extraen los siguientes niveles de spread vs swaps (asset swap) calculados a fecha de primera call (tabla 7):

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

	Índices SUSI de JP Morgan ¹											
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB	BBB-
Máximo	-	-	-	-	1560	1560	1485	1500	1590	1385	1590	-
Promedio	-	-	-	-	1165	1200	1160	1095	1175	1050	1250	-
Mínimo	-	-	-	-	830	840	830	840	855	855	985	-

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

3.2.2 Información de los índices ET10² de Merrill Lynch

Como segunda fuente, tomamos datos de emisiones concretas constituyentes del índice ET10 de Merrill Lynch, actualizados a 8 de mayo de 2009. A diferencia de los índices SUSI de JP Morgan, Merrill Lynch no proporciona subíndices para esta categoría de deuda. Sí que provee, no obstante, de un amplio rango de detalle para

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

cada uno de los bonos que constituyen el índice ET10. En todo caso, y al igual que JP Morgan, Merrill Lynch refleja para cada bono o para el índice total, datos de spread vs swaps, calculados como asset swap a la fecha de primer ejercicio de la opción de amortización Call.

A partir de la información del índice ET10, podemos realizar un análisis de niveles de spread para emisiones de participaciones preferentes Tier I con opción de amortización a distinto plazo y rating (al igual que en caso de los índices SUSI de JP Morgan, hemos excluido las emisiones realizadas por emisores no UE).

De esta forma, en las participaciones preferentes que constituyen el índice ET10 de Merrill Lynch, con primer ejercicio de la opción de amortización comprendida entre 2013 y 2017 se extraen los siguientes niveles (tabla 8):

Tabla 8: emisiones Tier I con call entre los años 2013-2017, por rating de la emisión: resumen de niveles de spread vs swaps (asset swap) calculados a fecha de 1ª call

	Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹											
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB	BBB-
Máximo	-	-	-	-	1475	1400	1475	1305	1740	1740	1520	1325
Promedio	-	-	-	-	1005	870	1085	975	1155	1160	1135	1235
Mínimo	-	-	-	-	620	620	785	745	820	820	940	1140

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

3.2.3 Información de Bloomberg para referencias de índices Iboxx-Markit

Como tercera fuente de contraste, hemos tomado datos de *spread* de Bloomberg para las emisiones de participaciones preferentes *Tier I* de los índices Iboxx-Markit, con datos actualizados a 8 de mayo de 2009 (cerca de 70 emisiones). Se han utilizado datos de cotizaciones multi-contribuidas de la citada fuente, en concreto, de *Bloomberg Trader Composite* (CBBT), que refleja las mejores condiciones de oferta y demanda del conjunto de entidades que proporciona cotizaciones.

El análisis de niveles de spreads vs swaps calculados a fecha de primera opción de amortización anticipada, para emisiones de participaciones preferentes *Tier I* a distinto plazo de primera call y rating de la emisión, arroja similares conclusiones a los realizados con índices de JP Morgan y Merrill Lynch (ver tabla 9):

Tabla 9: emisiones Tier I con call entre los años 2013-2017, por rating de la emisión: resumen de niveles de spread vs swaps (asset swap) calculados a fecha de 1ª call

	Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹											
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB	BBB-
Máximo	-	-	-	-	1430	1320	1355	1430	1915	1275	1915	1240
Promedio	-	-	-	-	910	945	920	890	1115	1020	1165	1250
Mínimo	-	-	-	-	600	725	715	690	750	750	833	1215

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

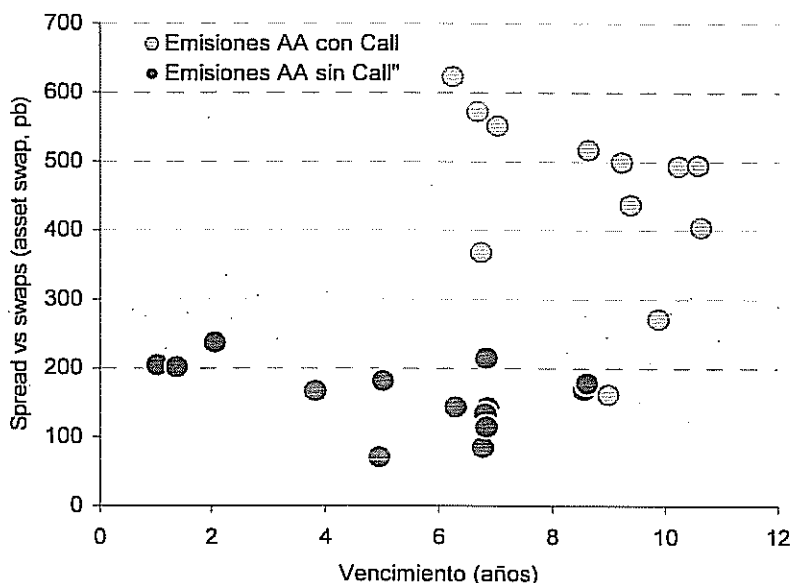
3.2.4 Spreads a vencimiento para referencias de índices JP Morgan, Merrill Lynch e Iboxx/Markit Financials.

En los puntos 3.2.1. a 3.2.3. hemos reflejado información de fuentes que consideramos fiables para spreads vs swaps calculados a la call, lo que es práctica habitual en los mercados de capitales para traducir en spreads los precios cotizados de emisiones en mercado secundario.

Las actuales condiciones de mercado, definidas por una elevada expectativa de muy alta probabilidad de no ejercicio de la opción call (que sitúa su valor prácticamente en cero) frente a la práctica común hasta 2008 de ejercitar "siempre" dicha opción, están introduciendo una importante distorsión a la hora de medir correctamente el riesgo de crédito de este tipo de emisiones.

Para ilustrar este fenómeno, ponemos el ejemplo de un conjunto de emisiones de deuda subordinada Lower Tier II con rating genérico AA, denominadas en EUR, con y sin opción de amortización anticipada al quinto año (tomamos datos del índice ELT2 de Merrill Lynch, compuesto por emisiones de deuda subordinada Lower Tier II). Como puede observarse en el gráfico 4, el spread vs swaps de emisiones de deuda subordinada con rating AA sin opción call, calculado a vencimiento, resulta muy inferior al spread calculado para emisiones con el mismo rating y con opción de amortización situada cinco años antes del vencimiento. De esta forma, aunque la convención de mercado secundario sea en las emisiones con call determinar el spread vs swaps asumiendo que se ejercerá la call, el spread vs swaps con el que medir el riesgo de crédito del instrumento y actualizar el valor de los flujos de pago futuros, se corresponde en la práctica con el calculado a vencimiento.

Gráfico 4: emisiones Lower Tier II con call al quinto año vs emisiones sin call. Spread vs swaps (asset swap) calculado a la call y a vencimiento.



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

Para obtener spreads vs swaps a vencimiento en participaciones preferentes, hemos obtenido de Bloomberg cotizaciones de rentabilidades, bid y ask, a vencimiento, para las emisiones incluidas en los índices SUSI JP Morgan Tier I, ET10 de Merrill Lynch e Iboxx/Markit Financials (las emisiones de Tier I) exceptuando las de emisores no pertenecientes a la UE. Se ha utilizado la contribución denominada "Composite Bloomberg Bond Trader o CBBT", que refleja las cotizaciones ejecutables de más reciente actualización.

Se han obtenido datos correspondientes al período comprendido entre el 3 de octubre de 2008 y 8 de mayo de 2009, con periodicidad semanal, para cada una de las emisiones de participaciones preferentes arriba mencionadas, clasificándose en función de su rating. Una vez obtenidas las rentabilidades de oferta (ask) y demanda (bid) a vencimiento, hemos calculado spreads vs swaps mínimo, máximo, mediano y promedio para cada uno de los ratings, tomando como referencia o tipo base, el tipo IRS del EUR a 30 años.

Los resultados para los conjuntos de emisiones seleccionadas de cada Índice se exponen en la tabla 10. Como puede extraerse de la comparación de estos spreads a vencimiento con los spreads a la call (puntos 3.1.1. a 3.1.3.), estos son muy inferiores a aquellos, siendo la diferencia debida a la forma en la que se calcula uno y otro spread ("a la call" versus, en este caso, "a vencimiento").

Tablas 10 a y b: spread vs swaps a vencimiento, bid y ask, para emisiones de participaciones preferentes Tier I y primer ejercicio de la call entre 2013 y 2017.

BID	Índices SUSI de JP Morgan ¹											
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB	BBB-
Máximo	-	-	-	-	485	365	375	485	1025	535	1025	-
Promedio	-	-	-	-	345	310	315	365	620	425	720	-
Mínimo	-	-	-	-	275	275	280	295	380	380	520	-

BID	Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹											
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB	BBB-
Máximo	-	-	-	-	470	390	470	460	1030	770	1030	-
Promedio	-	-	-	-	340	305	315	360	615	540	685	-
Mínimo	-	-	-	-	280	280	285	290	380	380	515	-

BID	Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹											
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB	BBB-
Máximo	-	-	-	-	475	300	370	475	900	760	900	-
Promedio	-	-	-	-	330	280	305	350	610	515	680	-
Mínimo	-	-	-	-	260	260	280	275	390	390	510	-



ASK	Índices SUSI de JP Morgan ¹											
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB	BBB-
Máximo	-	-	-	-	535	395	405	525	1045	620	1045	-
Promedio	-	-	-	-	375	345	350	425	700	490	800	-
Mínimo	-	-	-	-	310	310	320	330	425	425	535	-

	Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹											
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB	BBB-
Máximo	-	-	-	-	545	410	511	545	1040	800	1040	-
Promedio	-	-	-	-	390	355	365	420	690	635	740	-
Mínimo	-	-	-	-	320	320	320	325	430	430	535	-

	Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹											
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB	BBB-
Máximo	-	-	-	-	535	325	405	535	1110	800	1110	-
Promedio	-	-	-	-	370	320	340	415	700	575	785	-
Mínimo	-	-	-	-	295	295	310	320	450	450	575	-

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

Como puede comprobarse a partir de las tablas 10 a y b, la media de spreads vs swaps a vencimiento para el promedio de emisiones, de las tres fuentes analizadas, con rating A1/A+/A+ por Moody's, S&P y Fitch se situaría, a 8 de mayo de 2009, en la horquilla definida por **300-340 pb** (bid y ask).

4. Conclusiones

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

La comparación con **emisiones minoristas** no es el objeto de este informe pero puede señalarse que el spread vs swaps a vencimiento calculado para la emisión de participaciones preferentes *Tier I* proyectada por Banesto se encuentra en niveles inferiores a los recientes niveles de emisión en el mercado doméstico minorista de otros emisores españoles (Caixa Galicia, Caja Murcia, Caja Duero, Caja España, Caja Cantabria, Caja Canarias, Caixanova y, en los últimos días, Caja Madrid y "la Caixa") en consonancia con su mejor rating emisor relativo.

Según nuestro análisis del **mercado mayorista** para emisiones de participaciones preferentes Tier I con vencimiento a perpetuidad y opción de amortización al 5º año, la media de spreads vs swaps a vencimiento en el secundario para el conjunto de emisiones con ratings A1/A+/A+, a fecha 8 de mayo de 2009, se sitúa en una horquilla definida por **300-340 pb** (bid y ask). Dicho rango consideramos es compatible además con las condiciones que definen en el mercado secundario referencias de deuda de mayor prelación; en concreto, con la más de una decena de referencias de deuda subordinada Lower Tier II emitidas por Santander, BBVA y Banesto, contenidas en el índice € Iboxx Financials, así como con los niveles de CDS senior y subordinados cotizados para dichos emisores..

En conclusión, el spread vs swaps para la emisión de Banesto objeto de este informe, si consideramos simplemente el "spread a vencimiento sin la call" (**282 pb**), se encontraría en nuestra opinión en los niveles mínimos de spread vs swaps a vencimiento que se observan en secundario para alguna emisión de rating similar. No obstante, dicho spread se sitúa algo por debajo del "rango razonable" dado por la horquilla 300-340 pb (bid y ask) que define en el mercado secundario mayorista los niveles promedio de spreads vs swaps a vencimiento de emisiones de naturaleza y calidad crediticia similar, durante la primera quincena de mayo de 2009.

5. Disclaimer

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

Este informe se ha finalizado el día 22 de mayo de 2009. El trabajo realizado no incluye la actualización del informe por hechos u otras circunstancias que pudieran producirse con posterioridad a la fecha de emisión del mismo.

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

Fdo: Daniel Manzano Romero
Socio - Analistas Financieros Internacionales