



D Alberto Aniz Díaz, en nombre y representación de Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra, en virtud de los poderes otorgados ante el Notario de Pamplona D. Francisco Salinas Frauca el 10 de marzo de 2004 con número de su protocolo 546 e inscritos en el Registro Mercantil de Pamplona al Tomo 1, Folio 187, Hoja NA-1, Inscripción 000290^a.

CERTIFICA

Que el ejemplar de la Nota de Valores correspondiente a la 2^a Emisión de Obligaciones Subordinadas Caja Navarra, aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 19 de mayo de 2009, con número de registro 9401, que se acompaña y deposita en esta Comisión Nacional del Mercado de Valores, está vigente en todos sus extremos a esta fecha y coincide exactamente con el obrante en el Registro administrativo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores al que se refiere el apartado c) del artículo 92 de la Ley del Mercado de Valores.

Que desde la fecha de registro arriba indicada no se ha producido ningún hecho relevante que pueda tener significación para esta sociedad.

Y para que conste, expido la presente a los efectos oportunos en Pamplona a 20 de mayo de 2009

D. Alberto Aniz Díaz
Subdirector General Adjunto
CAJA NAVARRA

Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra

“2ª EMISION DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAJA NAVARRA”

Importe:	200.000.000 €
Fecha de emisión y desembolso:	30 de junio de 2009
Colocación:	Público en general

NOTA DE VALORES

La presente Nota de Valores se ha realizado conforme al anexo V del Reglamento núm. 809/2004, inscrita en el Registro Oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con fecha 19 de mayo de 2009 y se complementa con el Documento de Registro (Anexo XI del Reglamento número 809/2004, de la Comisión Europea de 29 de abril de 2004) inscrito en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 22 de octubre de 2008.

ÍNDICE NOTA DE VALORES

RESUMEN

0. FACTORES DE RIESGO

1. PERSONAS RESPONSABLES

2. FACTORES DE RIESGO

3. INFORMACIÓN FUNDAMENTAL

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

4. INFORMACIÓN RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A ADMITIRSE A COTIZACIÓN.

- 4.1. Importe total de los valores que se admiten a cotización
- 4.2. Descripción del tipo y la clase de los valores
- 4.3. Legislación de los valores
- 4.4. Representación de los valores
- 4.5. Divisa de la emisión
- 4.6. Orden de prelación
- 4.7. Descripción de los derechos vinculados a los valores y procedimiento para el ejercicio de los mismos
- 4.8. Tipo de interés nominal y disposiciones relativas a los intereses pagaderos
 - 4.8.1. Tipo de interés Nominal
 - 4.8.2. Fechas de pago de cupones
 - 4.8.3. Tipo de interés variable
 - 4.8.4. Periodos de interés
 - 4.8.5. Plazo válido para reclamar los intereses y el reembolso del principal
 - 4.8.6. Agente de Cálculo
- 4.9. Precio de amortización y disposiciones relativas al vencimiento de los valores
 - 4.9.1. Precio de amortización
 - 4.9.2. Fecha y modalidades de amortización
- 4.10. Indicación del rendimiento para el inversor y método de cálculo
- 4.11. Representación de los tenedores de los valores
- 4.12. Resoluciones, autorizaciones y aprobaciones en virtud de las cuales se emiten los valores
- 4.13. Fecha de emisión y desembolso
- 4.14. Restricciones a la libre transmisión de los valores

5. FISCALIDAD DE LOS VALORES

6. CLÁUSULAS Y CONDICIONES DE LA OFERTA

7. ACUERDOS DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y NEGOCIACIÓN

- a. Indicación del Mercado en el que se negociarán los valores
- b. Mercados regulados en los que están admitidos a cotización valores de la misma clase.

- c. Agente de Cálculo y Entidades Depositarias
- d. Entidades de liquidez

8. GASTOS DE LA ADMISIÓN A COTIZACIÓN

9. INFORMACIÓN ADICIONAL

- a. Personas y entidades asesoras en la emisión
- b. Información de la Nota de Valores revisada por la auditores
- c. Otras informaciones aportadas por terceros
- d. Vigencia de las informaciones aportadas por terceros
- e. Ratings

10. ACTUALIZACIÓN DE INFORMACIÓN DEL DOCUMENTO DE REGISTRO REGISTRADO EN CNMV

ANEXOS: Informes de consultores independientes

RESUMEN

2ª EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAJA NAVARRA MAYO 2009

ADVERTENCIAS:

- a) El presente resumen debe leerse como introducción al folleto.
- b) Toda decisión de invertir en los valores debe estar basada en la consideración por parte del inversor del Folleto Base en su conjunto.
- c) No se exige responsabilidad civil a ninguna persona exclusivamente por el resumen, incluida cualquier traducción del mismo, a no ser que dicho resumen sea engañoso, inexacto o incoherente, en relación con las demás partes del folleto.

Emisor: Caja De Ahorros y Monte de Piedad de Navarra.

Naturaleza y denominación: Los valores que se emiten son obligaciones subordinadas agrupadas en una emisión que se denomina "2ª EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUBORDINADAS CAJA NAVARRA".

Perfil del inversor: Caja Navarra ha clasificado las obligaciones subordinadas como instrumento financiero complejo de riesgo medio.

Representación de los valores: Mediante anotaciones en cuenta, gestionadas por Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, IBERCLEAR.

Fecha de emisión y de desembolso: el 30 de junio de 2009

Importe de la emisión y de cada valor: 200.000.000,- euros en valores de 1.000 euros, siendo la suscripción mínima de 12.000 euros.

Periodo de suscripción: El periodo de solicitudes de suscripción se iniciará el siguiente día hábil a la fecha de registro en el Registro Oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la presente Nota de Valores y una vez publicada en la página web de dicho Organismo o en la página web de Caja Navarra) y hasta el 29 de junio de 2009 a las 13:30 horas que finaliza el periodo de solicitudes de suscripción. La orden de solicitud de suscripción será irrevocable una vez suscrita, aceptada y firmada, salvo lo previsto en el párrafo siguiente sobre la revocación por bajada del rating. Las órdenes de solicitud de suscripción realizadas hasta las 13:30 horas se considerarán realizadas en el día mientras que las órdenes de suscripción realizadas a partir de las 13:30 horas se considerarán realizadas el siguiente día hábil.

En el supuesto de que con anterioridad a la fecha de desembolso, se produjera un descenso en la calificación crediticia del Emisor o de emisiones de similares características del Emisor, se abrirá un periodo de revocación a favor de los suscriptores de 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. En caso de que no haya 2 días hábiles hasta la fecha de desembolso, se modificará ésta con el fin de que existan estos dos días hábiles para la revocación. En dicho periodo de revocación los inversores que así lo deseen podrán revocar las solicitudes de suscripción realizadas.

Precio de emisión y desembolso. Provisión de fondos.

Los valores se emitirán y desembolsarán el día 30 de junio de 2009. No obstante, hasta la fecha de emisión de los valores se realizará durante el periodo de suscripción, en concepto de provisión de fondos, una retención del importe en la correspondiente cuenta a la vista indicada por el suscriptor, ya existente en la Entidad o abierta a tales efectos del importe de suscripción de los valores según la tabla siguiente.

El precio de emisión variará en función de la fecha de solicitudes de suscripción.

El importe de la provisión de fondos se calculará, en función de la fecha de la orden de suscripción, aplicando el porcentaje señalado al importe de suscripción solicitado.

FECHA ORDEN SUSCRIPCION	FECHA PROVISION FONDOS	IMPORTE (%)	FECHA ORDEN SUSCRIPCION	FECHA PROVISION FONDOS	IMPORTE (%)
20/05/2009	21/05/2009	99,32	10/06/2009	11/06/2009	99,68
21/05/2009	22/05/2009	99,34	11/06/2009	12/06/2009	99,69
22/05/2009	25/05/2009	99,39	12/06/2009	15/06/2009	99,74
25/05/2009	26/05/2009	99,40	15/06/2009	16/06/2009	99,76
26/05/2009	27/05/2009	99,42	16/06/2009	17/06/2009	99,78
27/05/2009	28/05/2009	99,44	17/06/2009	18/06/2009	99,79
28/05/2009	29/05/2009	99,46	18/06/2009	19/06/2009	99,81
29/05/2009	01/06/2009	99,51	19/06/2009	22/06/2009	99,86
01/06/2009	02/06/2009	99,52	22/06/2009	23/06/2009	99,88
02/06/2009	03/06/2009	99,54	23/06/2009	24/06/2009	99,90
03/06/2009	04/06/2009	99,56	24/06/2009	25/06/2009	99,91
04/06/2009	05/06/2009	99,57	25/06/2009	26/06/2009	99,93
05/06/2009	08/06/2009	99,62	26/06/2009	29/06/2009	99,98
08/06/2009	09/06/2009	99,64	29/06/2009	30/06/2009	100,00
09/06/2009	10/06/2009	99,66			

La retención en cuenta de la provisión de fondos se realizará el primer día hábil siguiente al de la orden de suscripción de los valores para el público en general. El desembolso se efectuará mediante cargo en la cuenta indicada por el suscriptor, ya existente en la Entidad o abierta a tal

efecto; tanto la apertura como cierre de dicha cuenta estará totalmente libre de gastos para el suscriptor.

La primera inscripción en el Servicio de Anotaciones en Cuenta y Liquidación dependiente de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A., (IBERCLEAR), será por cuenta del Emisor. Los gastos de mantenimiento de saldo y amortización repercutibles a los suscriptores estarán sujetas a las comisiones legales establecidas por las entidades participantes publicadas y comunicadas al Banco de España o a la CNMV, en su caso.

Interés nominal:

Para el período comprendido entre 30 de junio de 2009 y el 29 de junio de 2011 el tipo aplicable será el 6,25% nominal anual (6,40% TIR).

A partir del día 30 de junio de 2011 un Tipo de Interés Nominal Anual, variable cada trimestre, igual al que resulte de aplicar el Euribor a 3 meses + 3,00% sobre el importe nominal de los valores. A partir del 5º año de la fecha de emisión o fecha de desembolso, si la Caja no ejercita la opción de amortización anticipada, el Tipo de Interés Nominal Anual será igual a Euribor 3 meses + 3,50%. En cualquier caso, el tipo de interés nominal anual mínimo aplicable para cada uno de los trimestres será del 4%.

Períodos	Nominal Anual
Del 30/6/2009 al 29/6/2011	6,25%
Del 30/6/2011 al 29/6/2014	Euribor 3M + 3,00%, con un mínimo del 4%
Del 30/6/2014 al 29/6/2019 (en caso de no amortiz. anticipada)	Euribor 3M + 3,50%, con un mínimo del 4%

El interés efectivo previsto para un suscriptor que adquiriese los valores amparados por la presente Nota de Valores, el 29 de junio de 2009 y los mantuviese hasta su vencimiento, sería de 5,085%.

Para el cálculo de dicho rendimiento:

1.- Se ha establecido las siguientes hipótesis:

- Que el tipo Euribor a tres meses de referencia, que a fecha 11.5.2009 era 1,299%, se mantenga durante toda la vida de aplicación del tipo variable.
- Que la emisión se ha desembolsado íntegramente el 30 de junio de 2009

- No se contempla, la posibilidad de amortización anticipada.
- 2.- Se ha establecido los siguientes parámetros:
- Que el margen que se añade al tipo de referencia es de 3,00%.
 - A partir del 30 de junio de 2014, por no amortizarse anticipadamente la totalidad de la emisión, el margen anterior se eleva en 50 puntos básicos.

Si se amortiza la emisión el 30 de junio de 2014 el interés efectivo para el suscriptor sería el 5,241%.

Fecha pago de cupones: Los intereses devengados serán satisfechos por trimestres vencidos los días 30 de septiembre, 30 de diciembre, 30 de marzo y 30 de junio de cada año durante la completa vigencia de la Emisión, siendo la fecha de pago del primer cupón el 30 de septiembre de 2009 y la del último cupón el 30 de junio de 2019.

En caso de que el día de pago de un cupón periódico no fuese día hábil el pago del mismo se trasladará al día hábil inmediatamente posterior sin que por ese motivo se devengue ningún derecho adicional para los titulares de los valores. Se entenderá por día inhábil el sábado, domingo o festivo en Madrid, o inhábil según calendario Target.

La cuantía de cada cupón trimestral para cada Obligación Subordinada será el resultado de aplicar el tipo del cupón (expresado en tanto por ciento) al valor nominal, dividir el producto por cuatro y redondear hasta el céntimo de euro más cercano (en el caso de medio céntimo de euro, al alza).

Amortización: Los valores se amortizarán a la par, libres de gastos para el obligacionista.

Los valores serán amortizados en su totalidad a su vencimiento que será a los 10 años contados desde la fecha de desembolso, siendo por tanto, la fecha de amortización final el 30 de junio de 2019.

El emisor se reserva el derecho de amortizar anticipadamente la totalidad de la emisión, previa autorización del Banco de España, a partir del 30 de junio de 2014, en esa fecha o en cada una de las fechas de pago posteriores a dicha fecha. En el caso de que la presente emisión no se amortizara en esa fecha (30 de junio de 2014), el emisor elevará en 50 puntos básicos el tipo de interés aplicable al resto de períodos.

No existe la opción de amortización parcial de la emisión por parte del emisor.

No existe la opción de amortización anticipada a petición de los tenedores de las obligaciones.

Cotización Oficial: El Emisor solicitará la admisión de las obligaciones a cotización oficial en AIAF Mercado de Renta Fija una vez cerrado el periodo de suscripción y prevé que los valores estén cotizando en el mes siguiente a dicho cierre.

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

Tramitación de la suscripción: Los suscriptores podrán dirigir sus solicitudes de suscripción a cualquiera de las oficinas y sucursales de la Entidad Emisora, donde se informará al cliente que, de conformidad con la normativa vigente, está a su disposición la Nota de Valores donde se describe esta Emisión. Igualmente se le hará entrega al cliente de un resumen donde se incluyen las características de la Emisión. Las peticiones de suscripción se atenderán, por riguroso orden de recepción, en las Oficinas de la Entidad Emisora, por medio de un sistema on-line que controla en todo momento el volumen suscrito. El suscriptor de la presente emisión, deberá abrir una cuenta de valores asociada a una cuenta a la vista, si no la tuviese abierta en la Entidad. La apertura y cancelación de estas cuentas serán libres de gastos para el suscriptor, salvo en su caso, los gastos de mantenimiento de la cuenta a la vista, según tarifas vigentes en cada momento. No se repercutirán gastos de mantenimiento por la cuenta de valores.

Sindicato de Obligacionistas: Se designa y acepta para el cargo de Comisario del Sindicato de Obligacionistas de la presente emisión a D^a. Amaya Rández Alvero con domicilio a estos efectos en Pamplona, Avda. Carlos III, nº 8.

Régimen fiscal: Las rentas de los valores estarán sujetas a tributación de acuerdo con la legislación fiscal aplicable en cada momento. Dicho régimen fiscal está recogido en la Nota de Valores.

Orden de Prelación:

Por las características propias de las emisiones subordinadas, en cuanto al orden de prelación de créditos, esta emisión se sitúa después de todos los acreedores comunes de la Entidad, y antes de las cuotas participativas y de las participaciones preferentes, en su caso, de conformidad con lo dispuesto en el art. 12.1., apartado h), del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero. No goza de preferencia en el seno de la Deuda Subordinada de la Emisora, cualquiera que sea la instrumentación y fecha de dicha deuda.

Factores de riesgo de la Emisión:

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

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

Pérdidas de liquidez: Es el riesgo de que no se encuentre contrapartida en el Mercado. Las obligaciones emitidas al amparo de la presente Nota de Valores serán admitidas a negociación

en AIAF Mercado de Renta Fija. Sin embargo, no es posible garantizar que vaya a producirse una negociación activa en el mercado, así como tampoco el desarrollo o liquidez de los mercados de negociación para esta emisión.

No se designará ninguna entidad de liquidez para esta Emisión. Caja Navarra no está obligada a ofrecer liquidez en mercado secundario.

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

Riesgos por amortización anticipada: Se establecen cláusulas de amortización anticipada por la Entidad Emisora: el Emisor podrá amortizar totalmente la emisión, a la par, libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España, a partir del 30 de junio de 2014.

Riesgo de mercado: Las obligaciones subordinadas, una vez admitidas a negociación, estarían sometidas a posibles fluctuaciones de sus precios en el mercado en función, principalmente, de la evolución de los tipos de interés y de la duración de la inversión, de las condiciones de mercado y de las condiciones económicas generales. En función de la evolución de dichas condiciones, estas Obligaciones Subordinadas podrían llegar a negociarse por debajo de su precio de emisión.

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

Riesgo de crédito: Es el riesgo de pérdida en caso de deterioro de la estructura financiera del emisor que puede conllevar ciertos riesgos en el pago de los intereses y/o principal de los valores y, por tanto, generar una disminución del valor de la inversión.

Caja Navarra ha sido calificada por la entidad calificadora independiente FITCH RATING en A (perspectiva estable) para la deuda a largo plazo y F1 para la deuda a corto plazo, con fecha 23 de mayo de 2008.

Factores de riesgo del Emisor:

Caja Navarra, como entidad financiera, asume los riesgos inherentes a su actividad, básicamente de interés y precio. Los principales factores de riesgo que podemos señalar y que aparecen descritos en el Documento de Registro inscrito en el Registro Oficial de la CNMV, con fecha 22 de octubre de 2008 son:

Riesgo de crédito: Es el riesgo de pérdida que se puede producir ante el incumplimiento de los pagos por parte de los acreditados.

Como consecuencia de la clara orientación a la banca al por menor, este riesgo es fundamentalmente de naturaleza minorista, estando diversificado por criterio geográfico y de clientes.

Riesgo de mercado: Es el riesgo de pérdida en el precio de mercado de una posición, como consecuencia de movimientos adversos de los factores de riesgo que determinan el valor de la misma. Este riesgo deriva de la actividad en los mercados financieros mayoristas.

Riesgo de interés: Es el riesgo de incurrir en variaciones negativas del valor económico del balance o del margen de intermediación, consecuencia del efecto de los movimientos de las curvas de tipos de interés en los tipos a los que se renuevan las distintas masas del balance.

Riesgo operacional: Eventuales quebrantos derivados de sucesos inesperados, relacionados con la infraestructura humana, tecnológica o con los procedimientos establecidos.

Riesgo legal: Posibles pérdidas como consecuencia de la dificultad o imposibilidad de ejecutar un contrato en los términos previstos.

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

CAJA NAVARRA, ha obtenido la opinión de Analistas Financieros Internacionales y de Solventis, consultores independientes especializados, sobre las condiciones financieras de la Emisión. Dichos informes se adjuntan como Anexo a la Nota de Valores.

Principales datos económicos de la Entidad:

Se presentan a continuación el Balance de Situación y Cuenta de Pérdidas y Ganancias, consolidados, a 31 de diciembre de 2008, según Circular 6/2008 de Banco de España, en formato resumido, comparados con el Balance y Cuenta de Pérdidas y Ganancias, consolidados, a 31 de diciembre de 2007. Por otro lado, se comparan, también en formato reducido, los Balances consolidados 31.12.08 y 31.3.09 así como las cuentas de pérdidas y Ganancias a 31.3.08 y 31.3.09. Además, se añaden los datos de solvencia a Diciembre 2007 y

Diciembre 2008 así como datos de morosidad referidos a los mismos meses y a 31 de marzo de 2009.

El Coeficiente de Solvencia es:

A 31 de diciembre de 2008 10,42% Superavit 307.195 miles de euros
A 31 de diciembre de 2007 10,88% Superavit 348.935 miles de euros

Coeficiente de Solvencia		
	Dic. 2008	Dic. 2007
1. TOTAL ACTIVOS CON RIESGO PONDERADO	12.668.375	12.101.742
Capital Tier I	1.032.597	982.160
Capital Tier II	288.068	334.914
2. TOTAL RECURSOS PROPIOS = (Tier I + Tier II)	1.320.665	1.317.074
Coeficiente de recursos propios (2/1 en %)	10,42%	10,88%

(Cifras en miles de euros)

Indice de cobertura y ratio de morosidad

	Marz. 2009	Dic. 2008	Dic. 2007
Ratio de Morosidad	2,74%	1,93%	0,61%
Indice de Cobertura	83,76%	115,61%	280,70%

BALANCE CONSOLIDADO PÚBLICO
Comparación entre 31.12.2008 y 31.12.2007

ENTIDAD: Caja de Ahorros y Monte de Piedad de NAVARRA

Año	mes	Año	mes	%
2008	12	2007	12	Variación

(Miles de euros redondeados)

ACTIVO				
1. CAJA Y DEPÓSITOS EN BANCOS CENTRALES.....	0001	262.268	224.447	16,85%
2. CARTERA DE NEGOCIACIÓN.....	0014	18.889	16.057	17,84%
3. OTROS ACTIVOS FINANCIEROS A VALOR RAZONABLE CON CAMBIOS EN PÉRDIDAS Y GANANCIAS.....	0015			
4. ACTIVOS FINANCIEROS DISPONIBLES PARA LA VENTA.....	0016	3.181.338	1.422.332	123,67%
5. INVERSIONES CREDITICIAS.....	0017	14.069.302	12.913.501	8,95%
5.1. Depósitos en entidades de crédito.....	0024	1.016.594	724.582	40,30%
5.2. Crédito a la clientela.....	0074	13.052.708	12.188.919	7,09%
6. CARTERA DE INVERSIÓN A VEICIMIENTO.....	0018	255.735	1.551	16388,39%
7. AJUSTES A ACTIVOS FINANCIEROS POR MACRO_COBERTURA.....	0385			
8. DERIVADOS DE COBERTURA.....	0390	87.209	52.804	65,16%
9. ACTIVOS NO CORRIENTES EN VENTA.....	0019	21.437	4.526	373,84%
10. PARTICIPACIONES.....	0420	238.140	259.770	-8,33%
10.1. Entidades asociadas.....	0421	208.664	237.373	-12,09%
10.2. Entidades multigrupo.....	0430	29.476	22.397	31,81%
11. CONTRATOS DE SEGUROS VINCULADOS A PENSIONES.....	0455	781	754	3,58%
12. ACTIVOS POR REASEGUROS.....	0460			
13. ACTIVO MATERIAL.....	0465	566.164	460.898	22,84%
14. ACTIVO INTANGIBLE.....	0495	35.160	12.668	177,55%
15. ACTIVOS FISCALES.....	0505	144.681	40.347	258,59%
16. RESTO DE ACTIVOS.....	0526	92.649	20.887	343,57%
TOTAL ACTIVO.....	0550	18.973.753	15.430.542	22,96%
PASIVO				
1. CARTERA DE NEGOCIACIÓN.....	0565	36.745	5.389	581,85%
2. OTROS PASIVOS FINANCIEROS A VALOR RAZONABLE CON CAMBIOS EN PÉRDIDAS Y GANANCIAS.....	0566			
3. PASIVOS FINANCIEROS A COSTE AMORTIZADO.....	0568	17.464.896	13.891.517	25,72%
3.1. Depósitos de bancos centrales.....	0554	1.282.857	401.538	219,49%
3.2. Depósitos de entidades de crédito.....	0574	878.197	443.103	98,19%
3.3. Depósitos de la clientela.....	0619	13.516.315	11.215.232	20,52%
3.4. Débitos representados por valores negociables.....	0769	1.549.595	1.576.968	-1,74%
3.5. Pasivos subordinados.....	0844	152.201	152.172	0,02%
3.6. Otros pasivos financieros.....	0865	85.731	102.504	-16,36%
4. AJUSTES A PASIVOS FINANCIEROS POR MACRO-COBERTURAS.....	0890			
5. DERIVADOS DE COBERTURA.....	0895	33.742	61.678	-45,29%
8. PROVISIONES.....	0915	135.126	152.374	-11,32%
9. PASIVOS FISCALES.....	0930	53.307	47.011	13,39%
10. FONDO DE LA OBRA SOCIAL (sólo Cajas de Ahorros y Cooperativas de Crédito).....	0941	15.550	15.735	-1,18%
11. RESTO DE PASIVOS.....	0956	18.863	24.392	-22,87%
12. CAPITAL REEMBOLSABLE A LA VISTA (solo Cooperativas de crédito).....	0961			
TOTAL PASIVO.....	1000	17.758.229	14.198.096	25,07%
PATRIMONIO NETO				
1. FONDOS PROPIOS.....	1020	1.240.975	1.125.602	10,25%
1.1. Capital/Fondo de dotación (a).....	1021	3	3	0,00%
1.3. Reservas.....	1031	1.080.712	950.562	13,89%
1.6. Resultado del ejercicio atribuido a la entidad dominante.....	1065	160.260	175.037	-8,44%
1.7. Menos: Dividendos y retribuciones.....	1070			
2. AJUSTES POR VALORACIÓN.....	1005	-29.596	102.466	-128,88%
3. INTERESES MINORITARIOS.....	1001	4.145	4.378	-5,32%
TOTAL PATRIMONIO NETO.....	1095	1.215.524	1.232.446	-1,37%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO.....	1100	18.973.753	15.430.542	22,96%
PRO-MEMORIA				
1. RIESGOS CONTINGENTES.....	1101	926.356	2.420.682	-51,73%
2. COMPROMISOS CONTINGENTES.....	1125	2.126.706	251.312	746,24%

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA PÚBLICA
Comparación entre 31.12.2008 y 31.12.2007

ENTIDAD: Caja de Ahorros y Monte de Piedad de NAVARRA

Año	mes	Año	mes	%
2008	12	2007	12	Variación

(Miles de euros redondeados)

1. Intereses y rendimientos asimilados.....	0001	812.143	603.205	34,64%
2. Intereses y cargas asimiladas.....	0005	580.468	396.069	46,56%
A) MARGEN DE INTERESES.....	0015	231.675	207.136	11,85%
4. Rendimiento de instrumentos de capital.....	0020	18.321	32.206	-43,11%
5. Resultado de entidades valoradas por el método de la participación.....	0025	7.740	15.881	-51,26%
6. Comisiones percibidas.....	0030	86.373	92.437	-6,62%
7. Comisiones pagadas.....	0035	8.131	8.065	0,82%
8. Resultado de operaciones financieras (neto).....	0040	99.204	65.696	51,00%
9. Diferencias de cambio (neto).....	0050	1.775	930	90,86%
10. Otros productos de explotación.....	0055	33.562	31.852	5,37%
11. Otras cargas de explotación.....	0065	14.545	8.925	62,97%
B) MARGEN BRUTO.....	0075	455.974	429.208	6,24%
12. Gastos de administración.....	0080	224.847	202.036	11,29%
13. Amortización.....	0085	29.818	23.701	25,81%
14. Dotaciones a provisiones (neto).....	0090	17.775	11.768	51,05%
15. Pérdidas por deterioro de activos financieros (neto).....	0095	114.182	53.694	112,65%
C) RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN.....	0105	69.352	138.009	-49,75%
16. Pérdidas por deterioro del resto de activos (neto).....	0110	2.759		
17. Ganancias (pérdidas) en la baja de activos no clasificados como no corrientes en venta.....	0125	92.171	40.521	127,46%
19. Ganancias (pérdidas) de activos no corrientes en venta no clasificados como operaciones interrumpidas.....	0140	3.181	3.723	-14,56%
D) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS.....	0145	161.945	182.253	-11,14%
20. Impuesto sobre beneficios.....	0150	471	6.643	-92,91%
E) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDEnte DE OPERACIONES CONTINUADAS.....	0160	161.474	175.610	-8,05%
F) RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO.....	0170	161.474	175.610	-8,05%
F.1) Resultado atribuido a la entidad dominante.....	0175	160.260	175.037	-8,44%
F.2) Resultado atribuido a intereses minoritarios.....	0180	1.215	573	112,04%

ENTIDAD: Caja de Ahorros y Monte de Piedad de NAVARRA

		Año mes	Año mes	%
		2008 12	2009 03	Variación
ACTIVO				
1. CAJA Y DEPÓSITOS EN BANCOS CENTRALES	0001	262.268	252.029	-3,90%
2. CARTERA DE NEGOCIACIÓN	0014	18.889	27.521	45,70%
3. OTROS ACTIVOS FINANCIEROS A VALOR RAZONABLE CON CAMBIOS EN PÉRDIDAS Y GANANCIAS.....	0015			
4. ACTIVOS FINANCIEROS DISPONIBLES PARA LA VENTA	0016	3.181.338	3.184.925	0,11%
5. INVERSIONES CREDITICIAS	0017	14.069.302	13.512.714	-3,96%
5.1. Depósitos en entidades de crédito.....	0024	1.016.594	710.304	-30,13%
5.2. Crédito a la clientela.....	0074	13.052.708	12.802.410	-1,92%
6. CARTERA DE INVERSIÓN A VEHICIMIENTO.....	0018	255.735	254.379	-0,53%
7. AJUSTES A ACTIVOS FINANCIEROS POR MACRO_COBERTURA.....	0385			
8. DERIVADOS DE COBERTURA.....	0390	87.209	108.612	24,54%
9. ACTIVOS NO CORRIENTES EN VENTA.....	0019	21.437	27.188	26,83%
10. PARTICIPACIONES.....	0420	238.140	241.694	1,49%
10.1. Entidades asociadas.....	0421	208.664	210.506	0,88%
10.2. Entidades multigrupo.....	0430	29.476	31.188	5,81%
11. CONTRATOS DE SEGUROS VINCULADOS A PENSIONES.....	0455	781	793	1,54%
12. ACTIVOS POR REASEGUROS.....	0460			
13. ACTIVO MATERIAL.....	0465	566.164	567.765	0,28%
14. ACTIVO INTANGIBLE.....	0495	35.160	35.657	1,41%
15. ACTIVOS FISCALES.....	0505	144.681	170.160	17,61%
16. RESTO DE ACTIVOS.....	0526	92.649	159.289	71,93%
TOTAL ACTIVO.....	0550	18.973.753	18.542.726	-2,27%
PASIVO				
1. CARTERA DE NEGOCIACIÓN.....	0565	36.745	30.909	-16,15%
3. PASIVOS FINANCIEROS A COSTE AMORTIZADO.....	0568	17.464.896	17.024.415	-2,52%
3.1. Depósitos de bancos centrales.....	0554	1.262.857	983.639	-23,32%
3.2. Depósitos de entidades de crédito.....	0574	878.197	810.089	-7,76%
3.3. Depósitos de la clientela.....	0619	13.516.315	13.433.091	-0,62%
3.4. Débitos representados por valores negociables.....	0769	1.549.595	1.572.484	1,48%
3.5. Pasivos subordinados.....	0844	152.201	150.077	-1,40%
3.6. Otros pasivos financieros.....	0865	85.731	75.035	-12,48%
5. DERIVADOS DE COBERTURA.....	0895	33.742	29.253	-13,30%
6. PROVISIONES.....	0915	135.126	135.640	0,38%
9. PASIVOS FISCALES.....	0930	53.307	55.291	3,72%
10. FONDO DE LA OBRA SOCIAL (sólo Cajas de Ahorros y Cooperativas de Crédito).....	0941	15.550	15.312	-1,53%
11. RESTO DE PASIVOS.....	0956	18.863	35.511	89,26%
TOTAL PASIVO.....	1000	17.758.229	17.326.231	-2,43%
PATRIMONIO NETO				
1. FONDOS PROPIOS	1020	1.240.975	1.289.237	3,89%
1.1. Capital/Fondo de dotación (a).....	1021	3	3	0,00%
1.3. Reservas	1031	1.080.712	1.237.265	14,49%
1.6. Resultado del ejercicio atribuido a la entidad dominante.....	1065	160.260	51.969	-67,57%
1.7. Menos: Dividendos y retribuciones.....	1070			
2. AJUSTES POR VALORACIÓN.....	1005	-29.596	-77.196	160,83%
3. INTERESES MINORITARIOS.....	1001	4.145	4.454	7,45%
TOTAL PATRIMONIO NETO.....	1095	1.215.524	1.216.495	0,08%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO.....	1100	18.973.753	18.542.726	-2,27%
PRO-MEMORIA				
1. RIESGOS CONTINGENTES.....	1101	926.356	836.837	-9,66%
2. COMPROMISOS CONTINGENTES.....	1125	2.126.706	2.010.243	-5,48%

(Miles de euros redondeados)

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA PÚBLICA
Comparación entre 31.03.2009 y 31.03.2008

ENTIDAD: Caja de Ahorros y Monte de Piedad de NAVARRA

Año mes	Año mes	%
2008 03	2009 03	Variación

(Miles de euros redondeados)

1. Intereses y rendimientos asimilados.....	0001	180.364	199.484	10,80%
2. Intereses y cargas asimiladas.....	0005	124.108	127.052	2,37%
A) MARGEN DE INTERESES.....	0015	56.256	72.432	28,75%
4. Rendimiento de instrumentos de capital.....	0020	3.383	2.735	-19,15%
5. Resultado de entidades valoradas por el método de la participación.....	0025	1.672	1.161	-30,56%
6. Comisiones percibidas.....	0030	21.661	19.130	-11,68%
7. Comisiones pagadas.....	0035	1.953	1.962	0,46%
8. Resultado de operaciones financieras (neto).....	0040	26.313	35.438	34,68%
9. Diferencias de cambio (neto).....	0050	147	344	134,01%
10. Otros productos de explotación.....	0055	6.256	7.796	24,62%
11. Otras cargas de explotación.....	0065	2.121	3.357	58,27%
B) MARGEN BRUTO.....	0075	111.614	133.717	19,80%
12. Gastos de administración.....	0080	53.103	54.605	2,83%
13. Amortización.....	0085	6.656	8.588	28,26%
14. Dotaciones a provisiones (neto).....	0090	-4.794	-1.119	-76,66%
15. Pérdidas por deterioro de activos financieros (neto).....	0095	15.994	9.156	-42,75%
C) RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN.....	0105	40.455	62.486	54,46%
16. Pérdidas por deterioro del resto de activos (neto).....	0110		459	
17. Ganancias (pérdidas) en la baja de activos no clasificados como no corrientes en venta.....	0125		19	
19. Ganancias (pérdidas) de activos no corrientes en venta no clasificados como operaciones interrumpidas.....	0140	43.150	379	-99,12%
D) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS.....	0145	83.605	62.884	-24,78%
20. Impuesto sobre beneficios.....	0150	10.044	10.612	5,66%
E) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS.....	0160	73.561	52.272	-28,94%
F) RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO.....	0170	73.561	52.272	-28,94%
F.1) Resultado atribuido a la entidad dominante.....	0175	73.172	51.969	-28,98%
F.2) Resultado atribuido a intereses minoritarios.....	0180	389	303	-22,11%

0. FACTORES DE RIESGO DE LOS VALORES

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

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

Pérdidas de liquidez: Es el riesgo de que no se encuentre contrapartida en el Mercado. Las obligaciones emitidas al amparo de la presente Nota de Valores serán admitidas a negociación en AIAF Mercado de Renta Fija. Sin embargo, no es posible garantizar que vaya a producirse una negociación activa en el mercado, así como tampoco el desarrollo o liquidez de los mercados de negociación par esta emisión.

No se designará ninguna entidad de liquidez para esta Emisión. Caja Navarra no está obligada a ofrecer liquidez en mercado secundario.

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

Riesgos por amortización anticipada: Se establecen cláusulas de amortización anticipada por la Entidad Emisora: el Emisor podrá amortizar totalmente la emisión, a la par, libre de gastos y comisiones, previa autorización del Banco de España, a partir del 30 de junio de 2014.

Riesgo de mercado: Las obligaciones subordinadas, una vez admitidas a negociación, estarían sometidas a posibles fluctuaciones de sus precios en el mercado en función, principalmente, de la evolución de los tipos de interés y de la duración de la inversión, de las condiciones de mercado y de las condiciones económicas generales. En función de la evolución de dichas condiciones, estas Obligaciones Subordinadas podrían llegar a negociarse por debajo de su precio de emisión.

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

Riesgo de crédito: Es el riesgo de pérdida en caso de deterioro de la estructura financiera del emisor que puede conllevar ciertos riesgos en el pago de los intereses y/o principal de los valores y, por tanto, generar una disminución del valor de la inversión.

Caja Navarra ha sido calificada por la entidad calificadora independiente FITCH RATING en A (perspectiva estable) para la deuda a largo plazo y F1 para la deuda a corto plazo, con fecha 23 de mayo de 2008.

1. PERSONAS RESPONSABLES

- 1.1.** La responsabilidad del contenido de la presente Nota de Valores es asumida por D. Alberto Aniz Díaz, Subdirector General Adjunto, facultado para el otorgamiento de la presente Nota de Valores, por el acuerdo adoptado por el Consejo de Administración de 11 de marzo de 2009.
- 1.2.** D. Alberto Aniz Díaz, como responsable de la Nota de Valores declara, tras comportarse con una diligencia razonable para garantizar que es así, que la información contenida en la presente Nota de Valores es, según su conocimiento, conforme a los hechos y no incurre en ninguna omisión que pudiera afectar a su contenido.

2. FACTORES DE RIESGO:

Los factores de riesgo quedan detallados en la Sección de Factores de Riesgo de la presente Nota de Valores.

3. INFORMACIÓN FUNDAMENTAL

3.1. Interés de las personas jurídicas participantes en la emisión.

No existe ningún interés particular de las personas que participan en la emisión que sean importantes para la misma.

3.2 Motivo de la oferta y destino de los ingresos

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

Se ha solicitado al Banco de España la computabilidad como recursos propios de segunda categoría de la presente emisión de Obligaciones Subordinadas. Tras la presente emisión el coeficiente de solvencia de la entidad se situará entorno al 12%

4. INFORMACIÓN RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A ADMITIRSE A COTIZACIÓN

4.1. Importe total de los valores que se admiten a cotización.

El importe total de los valores es de 200.000.000,- de euros, representados por 200.000 valores de 1.000 euros de nominal cada uno.

4.2. Descripción del tipo y la clase de los valores

La presente Nota de Valores se realiza a los efectos de la emisión de obligaciones subordinadas por valor nominal de 1.000 euros cada una de ellas, por un plazo de 10 años y amortización total al vencimiento, con posibilidad de amortización anticipada para el emisor a partir del 30 de junio de 2014.

La “2ª Emisión de Obligaciones Subordinadas Caja Navarra” son valores que representan una deuda para su Emisor, devengan intereses y son reembolsables por amortización anticipada o a vencimiento. En base a su condición de emisión subordinada se sitúan a efectos de prelación de créditos tras todos los acreedores con privilegio y ordinarios.

4.3. Legislación de los valores

Los valores se emiten de conformidad con la legislación española que resulte aplicable al emisor o a los mismos. En particular, se emiten de conformidad con la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores, de conformidad la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, por la que se regula la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas o por asociaciones u otras personas jurídicas, y la constitución del sindicato de obligacionistas y de acuerdo con aquella otra normativa que las desarrolle.

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

4.4. Representación de los valores

Los valores están representados mediante Anotaciones en Cuenta gestionadas por Sociedad Gestora de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación, IBERCLEAR, sita en Pza. de la Lealtad, nº 1, 28014 Madrid.

4.5. Divisa de la emisión

Los valores estarán denominados en Euros.

4.6. Orden de prelación

Por las características propias de las emisiones subordinadas, en cuanto al orden de prelación de créditos, esta emisión se sitúa después de todos los acreedores comunes de la Entidad y antes de las cuotas participativas y participaciones preferentes, en su caso, de conformidad con lo dispuesto en el art. 12.1., apartado h), del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero. No goza de preferencia en el seno de la Deuda Subordinada de la Emisora, cualquiera que sea la instrumentación y fecha de dicha deuda.

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

Conforme con la legislación vigente, los valores detallados en la presente Nota de Valores carecen para el inversor que los adquiera de cualquier derecho político presente y futuro en la Entidad.

Los derechos económicos y financieros para el inversor asociados a la adquisición y tenencia de los valores, serán los derivados de las condiciones de tipo de interés,

rendimientos y precios de amortización con que se emitan y que se encuentran recogidas en los epígrafes 4.8 y 4.9 siguientes.

Los titulares de las obligaciones subordinadas incluidas en la presente Nota de Valores tienen derecho a voto en la Asamblea de obligacionistas de acuerdo con lo previsto en el epígrafe 4.11 siguiente.

4.8. Tipo de interés nominal y disposiciones relativas a los intereses pagaderos.

4.8.1 Tipo de interés Nominal: Cada obligación subordinada otorga a su titular el derecho a percibir un Interés Nominal Anual según se indica a continuación:

Para el período comprendido entre 30 de junio de 2009 y el 29 de junio de 2011 el tipo aplicable será el 6,25% nominal anual (6,40% TIR).

A partir del día 30 de junio de 2011 un Tipo de Interés Nominal Anual, variable cada trimestre, igual al que resulte de aplicar el Euribor a 3 meses + 3,00% sobre el importe nominal de las mismas. A partir del 5º año de vida de la emisión, si la Caja no ejercita la opción de amortización anticipada, el Tipo de Interés Nominal Anual será igual a Euribor 3 meses + 3,50%. En cualquier caso, el tipo de interés nominal mínimo aplicable para cada uno de los trimestres será del 4%.

Períodos	Nominal Anual
Del 30/6/2009 al 29/6/2011	6,25%
Del 30/6/2011 al 29/6/2014	Euribor 3M + 3,00%, con un mínimo del 4%
Del 30/6/2014 al 29/6/2019 (en caso de no amortiz. anticipada)	Euribor 3M + 3,50%, con un mínimo del 4%

4.8.2 Fechas de pago de cupones: Los intereses devengados serán satisfechos por trimestres vencidos los días 30 de septiembre, 30 de diciembre, 30 de marzo y 30 de junio de cada año durante la completa vigencia de la Emisión, siendo la fecha de pago del primer cupón el 30 de septiembre de 2009 y la del último cupón el 30 de junio de 2019.

En caso de que el día de pago de un cupón periódico no fuese día hábil el pago del mismo se trasladará al día hábil inmediatamente posterior sin que por ese motivo se devengue ningún derecho adicional para los titulares de los valores. Se entenderá por día inhábil el sábado, domingo o festivo en Madrid, o inhábil según calendario Target.

La cuantía de cada cupón trimestral para cada Obligación Subordinada será el resultado de aplicar el tipo del cupón (expresado en tanto por ciento) al valor nominal, dividir el producto por cuatro y redondear hasta el céntimo de euro más cercano (en el caso de medio céntimo de euro, al alza).

Ejemplo de cálculo del primer cupón pagadero el día 30/9/2009 de un valor, aplicando el tipo del 6,25% nominal anual:

(Importe nominal 1 valor * 6,25 %)/4

$(1.000 * 6,25\%) / 4 = 15,63\text{€}$

La Entidad Agente de Pagos, CECA, abonará en las fechas de pago de cupón, en las cuentas propias o de terceros, según proceda, de las entidades participantes las cantidades correspondientes.

4.8.3 Tipo de interés variable: Euribor 3 meses. Pagadero trimestralmente:

(i) Se tomará como referencia el tipo de interés EURIBOR 3M. Para cada período de 3 meses que comienza el día 30 de los meses de junio, septiembre, diciembre y marzo de cada año a partir del 30 de junio de 2011 será el publicado en la pantalla EURIBOR 01 de Reuter, o la que en su momento pudiera sustituirla aproximadamente a las 11:00 horas (Central European Time) de la mañana del segundo Día Hábil inmediato anterior al de las mencionadas fechas. El tipo Euribor indicado tiene fecha valor correspondiente al segundo día hábil siguiente al de cálculo y difusión.

(ii) En ausencia de tipos según lo señalado en el punto (i) se estará al que resulte de la pantalla de BLOOMBERG página EBF punto número 1 (o la que la pudiera sustituir) a las 11 horas de la mañana de Bruselas del segundo día hábil anterior a la fecha de inicio de cada periodo de interés.

(iii) Tipo de Interés de referencia Sustitutivo

En el supuesto de que no exista o sea imprevisible la obtención del EURIBOR en la forma determinada en los apartados anteriores, se aplicará en su lugar a las obligaciones un tipo de interés de referencia sustitutivo (el "Tipo de Interés de referencia Sustitutivo") que se obtendrá mediante la media aritmética de los tipos de interés interbancarios ofrecidos por las Entidades de Referencia en el Mercado Interbancario de la Zona Euro, aproximadamente a las 11:00 horas de la mañana del segundo Día Hábil inmediato anterior al de inicio del Período de Interés, para operaciones de depósito en euros a 3 meses de vencimiento y en cuantía igual o sensiblemente igual al importe de esta emisión

En la determinación del Tipo de Interés de referencia Sustitutivo no se realizará redondeo.

A efectos del presente apartado, son Entidades de Referencia:

- Confederación Española de Cajas de Ahorros
- Banco Santander Central Hispano
- Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid.
- Banco Bilbao Vizcaya Argentaria

El mecanismo para la fijación del Tipo de Interés de referencia Sustitutivo será el siguiente:

(e.1) Se obtendrá de las Entidades de Referencia, no más tarde de las 11 horas del segundo Día Hábil anterior a la fecha de comienzo del correspondiente Período de Interés, los tipos de interés interbancarios aplicables con los que se ha de calcular, el mismo día, la media aritmética que sirva de base para la determinación del Tipo de Interés de referencia Sustitutivo aplicable al Período de Interés y cantidad de que se trate.

(e.2) En el supuesto de imposibilidad de aplicación del tipo de interés de referencia sustitutivo, por no suministrar alguna de las citadas entidades, de forma continuada, declaración de cotizaciones, será de aplicación durante el correspondiente Periodo de Devengo el tipo de interés que resulte de aplicar la media aritmética simple de los tipos de interés declarados por al menos dos de las citadas Entidades.

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

(e.3) Cualquiera de las Entidades de Referencia dejará de serlo cuando deje de efectuar las comunicaciones requeridas, con arreglo a lo dispuesto en el punto anterior, en relación con dos o más Períodos de Interés.

En el caso de que alguna de las Entidades de Referencia se fusionara, fuese absorbida o absorbiera a otra entidad de crédito, será sustituida a los efectos previstos en estos apartados, por la nueva entidad resultante. Si por el contrario, se produjese la escisión de alguna de las Entidades de Referencia, se optará por una de las entidades escindidas.

(e.4) Los Tipos de Interés de referencia Sustitutivos se aplicarán mientras duren las circunstancias que lo motiven y se volverá a la aplicación del Tipo de Interés nominal anual ordinario tan pronto como en el Mercado Monetario del Euro se cotiche el tipo EURIBOR. A partir de ese momento se restablecerá la aplicación del tipo de interés nominal anual ordinario hasta la finalización del correspondiente Período de Interés.

El tipo de interés aplicable en el siguiente periodo de devengo se comunicará a los inversores en el extracto trimestral de abono de intereses del periodo de devengo que

finalice que se le remitirá a cada uno de ellos por correo o mediante la inserción de un anuncio en el tablón de anuncios de las sucursales.

A efectos informativos se incluye a continuación la evolución del Euribor 3 M diario durante los últimos doce meses:

FECHA	EUR 3 M	FECHA	EUR 3 M	FECHA	EUR 3 M	FECHA	EUR 3 M
05/06/2008	4,857	04/08/2008	4,970	03/11/2008	4,733	05/02/2009	2,039
06/06/2008	4,857	05/08/2008	4,968	04/11/2008	4,700	06/02/2009	2,022
07/06/2008	4,856	06/08/2008	4,967	05/11/2008	4,663	09/02/2009	2,005
08/06/2008	4,855	07/08/2008	4,968	06/11/2008	4,592	10/02/2009	1,989
09/06/2008	4,855	08/08/2008	4,966	07/11/2008	4,474	11/02/2009	1,975
12/06/2008	4,857	11/08/2008	4,965	10/11/2008	4,406	12/02/2009	1,959
13/06/2008	4,856	12/08/2008	4,966	11/11/2008	4,343	13/02/2009	1,943
14/06/2008	4,859	13/08/2008	4,965	12/11/2008	4,286	16/02/2009	1,927
15/06/2008	4,860	14/08/2008	4,964	13/11/2008	4,245	17/02/2009	1,912
16/06/2008	4,859	15/08/2008	4,966	14/11/2008	4,223	18/02/2009	1,900
19/06/2008	4,858	18/08/2008	4,963	17/11/2008	4,191	19/02/2009	1,888
20/06/2008	4,856	19/08/2008	4,963	18/11/2008	4,153	20/02/2009	1,875
21/06/2008	4,858	20/08/2008	4,964	19/11/2008	4,120	23/02/2009	1,867
22/06/2008	4,855	21/08/2008	4,963	20/11/2008	4,076	24/02/2009	1,858
23/06/2008	4,857	22/08/2008	4,964	21/11/2008	4,021	25/02/2009	1,848
26/06/2008	4,857	25/08/2008	4,965	24/11/2008	3,970	26/02/2009	1,835
27/06/2008	4,857	26/08/2008	4,965	25/11/2008	3,937	27/02/2009	1,825
28/06/2008	4,857	27/08/2008	4,964	26/11/2008	3,901	02/03/2009	1,811
29/06/2008	4,860	28/08/2008	4,962	27/11/2008	3,879	03/03/2009	1,799
30/06/2008	4,864	29/08/2008	4,963	28/11/2008	3,853	04/03/2009	1,778
02/06/2008	4,865	01/09/2008	4,961	01/12/2008	3,816	05/03/2009	1,757
03/06/2008	4,864	02/09/2008	4,961	02/12/2008	3,786	06/03/2009	1,726
04/06/2008	4,864	03/09/2008	4,960	03/12/2008	3,743	09/03/2009	1,703
05/06/2008	4,866	04/09/2008	4,961	04/12/2008	3,669	10/03/2009	1,687
06/06/2008	4,967	05/09/2008	4,960	05/12/2008	3,563	11/03/2009	1,663
09/06/2008	4,961	08/09/2008	4,959	08/12/2008	3,488	12/03/2009	1,650
10/06/2008	4,960	09/09/2008	4,958	09/12/2008	3,428	13/03/2009	1,640
11/06/2008	4,959	10/09/2008	4,959	10/12/2008	3,376	16/03/2009	1,629
12/06/2008	4,958	11/09/2008	4,958	11/12/2008	3,329	17/03/2009	1,614
13/06/2008	4,961	12/09/2008	4,958	12/12/2008	3,282	18/03/2009	1,602
16/06/2008	4,960	15/09/2008	4,964	15/12/2008	3,243	19/03/2009	1,584
17/06/2008	4,961	16/09/2008	4,969	16/12/2008	3,204	20/03/2009	1,574
18/06/2008	4,962	17/09/2008	4,973	17/12/2008	3,155	23/03/2009	1,560
19/06/2008	4,961	18/09/2008	4,991	18/12/2008	3,125	24/03/2009	1,556
20/06/2008	4,959	19/09/2008	5,005	19/12/2008	3,082	25/03/2009	1,548
23/06/2008	4,958	22/09/2008	5,029	22/12/2008	3,053	26/03/2009	1,538
24/06/2008	4,958	23/09/2008	5,055	23/12/2008	3,019	27/03/2009	1,531
25/06/2008	4,958	24/09/2008	5,066	24/12/2008	2,991	30/03/2009	1,520
26/06/2008	4,955	25/09/2008	5,119	29/12/2008	2,973	31/03/2009	1,510
27/06/2008	4,947	26/09/2008	5,142	30/12/2008	2,928	01/04/2009	1,498
30/06/2008	4,947	29/09/2008	5,237	31/12/2008	2,892	02/04/2009	1,483
01/07/2008	4,955	30/09/2008	5,277	02/01/2009	2,859	03/04/2009	1,479
02/07/2008	4,956	01/10/2008	5,291	05/01/2009	2,822	06/04/2009	1,466
03/07/2008	4,966	02/10/2008	5,330	06/01/2009	2,797	07/04/2009	1,453
04/07/2008	4,959	03/10/2008	5,339	07/01/2009	2,762	08/04/2009	1,445
07/07/2008	4,960	06/10/2008	5,345	08/01/2009	2,729	09/04/2009	1,435
08/07/2008	4,962	07/10/2008	5,377	09/01/2009	2,692	14/04/2009	1,423
09/07/2008	4,962	08/10/2008	5,393	12/01/2009	2,653	15/04/2009	1,415
10/07/2008	4,963	09/10/2008	5,393	13/01/2009	2,612	16/04/2009	1,410
11/07/2008	4,963	10/10/2008	5,381	14/01/2009	2,572	17/04/2009	1,405
14/07/2008	4,962	13/10/2008	5,318	15/01/2009	2,510	20/04/2009	1,405
15/07/2008	4,961	14/10/2008	5,235	16/01/2009	2,453	21/04/2009	1,405
16/07/2008	4,957	15/10/2008	5,168	19/01/2009	2,410	22/04/2009	1,405
17/07/2008	4,958	16/10/2008	5,090	20/01/2009	2,370	23/04/2009	1,406
18/07/2008	4,957	17/10/2008	5,045	21/01/2009	2,312	24/04/2009	1,400
21/07/2008	4,960	20/10/2008	5,000	22/01/2009	2,254	27/04/2009	1,392
22/07/2008	4,961	21/10/2008	4,968	23/01/2009	2,199	28/04/2009	1,384
23/07/2008	4,963	22/10/2008	4,936	26/01/2009	2,149	29/04/2009	1,372
24/07/2008	4,962	23/10/2008	4,921	27/01/2009	2,130	30/04/2009	1,365
25/07/2008	4,962	24/10/2008	4,918	28/01/2009	2,115	04/05/2009	1,354
28/07/2008	4,962	27/10/2008	4,912	29/01/2009	2,101	05/05/2009	1,344
29/07/2008	4,961	28/10/2008	4,860	30/01/2009	2,086	06/05/2009	1,334
30/07/2008	4,963	29/10/2008	4,827	02/02/2009	2,077	07/05/2009	1,327
31/07/2008	4,968	30/10/2008	4,794	03/02/2009	2,064	08/05/2009	1,313
01/08/2008	4,968	31/10/2008	4,760	04/02/2009	2,053	11/05/2009	1,299

4.8.4 Períodos de Interés.

A efectos del cálculo de los intereses devengados, el tiempo comprendido entre el 30 de junio de 2009 (día de desembolso) y la Fecha de Vencimiento Final (30.6.2019) de las Obligaciones, se considerará dividido en sucesivos Períodos de Interés cuya duración se ajustará a las reglas siguientes:

(d.1) El día 30 de junio de 2009 se iniciará un Período de Interés. A la finalización de cada Período de Interés se iniciará un nuevo Período de Interés.

(d.2) Los Períodos de Interés serán de un trimestre.

(d.3) En todo caso la duración del último Período de Interés no podrá terminar en una fecha posterior a la Fecha de Vencimiento Final de las obligaciones (30.6.2019).

4.8.5 Plazo válido para reclamar los intereses y el reembolso del principal.

De acuerdo con la normativa general aplicable, art. 1.966 del Código Civil, se fija un plazo máximo de 5 años para la reclamación de los intereses y de 15 años para la reclamación del principal, según el artículo 1.964 del Código Civil, ambas contadas a partir de sus respectivas fechas efectivas de pago.

4.8.6 Agente de Cálculo.

Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA), con domicilio en la calle Alcalá,
27 28014 Madrid

4.9 Precio de amortización y disposiciones relativas al vencimiento de los valores.

4.9.1 Precio de amortización

Los valores se amortizarán a la par, libres de gastos para el obligacionista.

4.9.2 Fecha y modalidades de amortización

Los valores serán amortizados en su totalidad a su vencimiento que será a los 10 años contados desde la fecha de desembolso, por tanto, la fecha de amortización final el 30 de junio de 2019.

a) Los valores de la emisión se amortizarán a la par, sin que el Emisor repercuta gasto alguno al inversor, abonándose por CECA en la fecha de amortización en las cuentas propias o de terceros, según proceda, de las entidades participantes las cantidades correspondientes.

b) El emisor se reserva el derecho de amortizar anticipadamente la totalidad de la emisión, previa autorización del Banco de España, a partir del 30 de junio de 2014, en esa fecha o en cada una de las fechas de pago posteriores a dicha fecha, pagándose el nominal y el cupón correspondiente. En el caso de que la presente emisión no se amortizara en esa fecha (30 de junio de 2014), el

emisor elevará en 50 puntos básicos el tipo de interés aplicable a cada período durante el resto de vida de la emisión.

4.10 Indicación del rendimiento para el inversor y método de cálculo

El interés efectivo previsto para un suscriptor que adquiriese los valores amparados por la presente Nota de Valores el 29 de junio de 2009 y los mantuviese hasta su vencimiento, sería de 5,085%.

Para el cálculo de dicho rendimiento:

1.- Se ha establecido las siguientes hipótesis:

- Que el tipo Euribor a tres meses de referencia, que a fecha 11.5.2009 era 1,299%, se mantenga durante toda la vida de aplicación del tipo variable.
- Que la emisión se ha desembolsado íntegramente el 30 de junio de 2009
- No se contempla, la posibilidad de amortización anticipada.

2.- Se han establecido los siguientes parámetros:

- Que el margen que se añade al tipo de referencia es de 3,00%.
- A partir del 30 de junio de 2014, por no amortizarse anticipadamente la totalidad de la emisión, el margen anterior se eleva en 50 puntos básicos.

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

$$P_0 = \sum^n \frac{F_j}{\left(1 + \frac{r}{100}\right)^{\left(\frac{d}{Base}\right)}}$$

donde:

P₀ = Precio nominal del valor

F_j = Flujos de cobros y pagos brutos a lo largo de la vida del valor

r = Rentabilidad anual efectiva o TIR

d = Número de días transcurridos entre la fecha de inicio del devengo del correspondiente cupón y su fecha de pago

n = Número de flujos de la Emisión

Base = 90/360

4.11 Representación de los tenedores de los valores.

Se procederá a la constitución del Sindicato de Obligacionistas para la presente emisión de conformidad con lo establecido en la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, por la que se regula la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas o por asociaciones u otras personas jurídicas, y la constitución del sindicato de

obligacionistas a medida que se vayan recibiendo los valores, que se rigen por estatutos siguientes.

ESTATUTOS APLICABLES AL SINDICATO DE TENEDORES DE OBLIGACIONES

Artículo 1.- Con la denominación "Sindicato de obligacionistas de la 2ª Emisión de Obligaciones Subordinadas Caja Navarra" queda constituido un sindicato que tiene por objeto la defensa de los intereses y derechos de los titulares de obligaciones subordinadas emitidas por Caja Navarra de acuerdo con la legislación vigente.

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

Artículo 3.- El domicilio del Sindicato se fija en Pamplona, Av. Carlos III, 8.

Artículo 4.- Son Órganos del Sindicato, la Asamblea General de obligacionistas y el Comisario. La Asamblea de obligacionistas acordará el nombramiento de un Secretario a efectos de certificar los acuerdos de la misma.

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

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

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

Artículo 8.- Será de aplicación la Sección 4ª, Capítulo X de la vigente Ley de Sociedades Anónimas en todo lo relativo a la convocatoria, competencia y acuerdos del Sindicato.

Artículo 9.- En todo lo no previsto en el presente Reglamento será de aplicación:

La Ley 211/1964, de 24 de diciembre, sobre regulación de la emisión de obligaciones por Sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas, asociaciones u otras personas jurídicas y la constitución del Sindicato de Obligacionistas y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.

Se nombró Comisario de la presente emisión, cuyo cargo aceptó, a Doña Amaya Randez Alvero quien tiene las facultades que le atribuyen los Estatutos anteriores.

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

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

- Acuerdo del Consejo General de Caja Navarra de fecha 25 de junio de 2008 y
- Acuerdo del Consejo de Administración de Caja Navarra de fecha 11 de marzo de 2009

4.13 Fecha de emisión y desembolso

La fecha de emisión y desembolso de los valores será el 30 de junio de 2009

4.14 Restricciones a la libre transmisión de los valores.

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

5. FISCALIDAD DE LOS VALORES

A las emisiones realizadas al amparo de esta Oferta Pública les será de aplicación el régimen fiscal general vigente en cada momento para las emisiones de valores de renta fija en España. A continuación se expone el régimen fiscal vigente en el ámbito exclusivo de la imposición directa (Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones, Impuesto sobre Sociedades e Impuesto sobre la Renta de no Residentes) en el momento de verificación de esta Oferta Pública sobre la base de una descripción general del régimen establecido por la legislación española en vigor, sin perjuicio de los regímenes tributarios forales de Concierto y Convenio económico en vigor, respectivamente, en los Territorios Históricos del País Vasco y en la Comunidad Foral de Navarra, o aquellos otros, excepcionales que pudieran ser aplicables por las características específicas del inversor.

En particular, el régimen fiscal vigente en el ámbito de la imposición directa viene establecido en las siguientes disposiciones normativas:

- Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio.
- Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y se modifica el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero.
- Ley 29/1987, de 18 de diciembre, del Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones.
- Real Decreto 1.629/1991, de 8 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones.
- Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.
- Real Decreto 1.777/2004, de 30 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades.
- 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.
- Real Decreto 1.776/2004, de 30 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de no Residentes.

Asimismo, deberá tenerse en cuenta:

- Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros.
- Real Decreto 1778/2004, de 30 de julio, por el que se establecen obligaciones de información respecto de las participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda y de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en la Unión Europea.
- 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.
- Ley 4/2008, de 23 de diciembre por la que se suprime el gravamen del Impuesto sobre el patrimonio.

Todo ello sin perjuicio de los cambios que puedan producirse en la normativa aplicable a lo largo del periodo de duración de las emisiones realizadas al amparo de la presente Oferta.

En cualquier caso, es recomendable que los inversores interesados en la adquisición de los valores objeto de la Oferta consulten con sus abogados o asesores fiscales, quienes les podrán prestar un asesoramiento personalizado a la vista de sus circunstancias particulares.

A. Residentes en territorio español

a. Personas físicas

Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF)

En el supuesto de que los inversores sean personas físicas residentes a efectos fiscales en España, la remuneración que perciban en concepto de cupones así como cualquier otra renta derivada de los valores, incluida la procedente de la transmisión, amortización o reembolso de los mismos, tendrán la consideración de rendimientos de capital mobiliario, en concreto, de rendimientos obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios, conforme a lo establecido en el apartado 2.b) de la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, y en el apartado 2 del artículo 25 de la Ley 35/2006, de 28 de mayo (en adelante, LIRPF). Dichos rendimientos se integrarán en la base imponible del ahorro y resultarán gravados en sede de su perceptor al tipo de gravamen fijo del 18 por 100 actualmente vigente.

En cuanto al régimen de retenciones a cuenta del IRPF aplicable a dichos rendimientos, cabe señalar lo siguiente:

- Los cupones satisfechos estarán sujetos a retención a un tipo del 18 por 100, de acuerdo con los artículos 74 y siguientes del Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas aprobado por Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo (en adelante, RIRPF).
- Los rendimientos derivados de la transmisión, amortización o reembolso de los valores (rendimiento determinado por la diferencia entre el valor de suscripción o adquisición del valor y su valor de transmisión, amortización o reembolso), no se encontrarán sujetos a retención, conforme al artículo 75.3.e) del RIRPF, en la medida en que (i) estén representados mediante anotaciones en cuenta y (ii) se negocien en un mercado secundario oficial de valores español.

No obstante, quedará sujeta a retención al tipo del 18% la parte del precio que equivalga al cupón corrido en las transmisiones de activos financieros efectuadas dentro de los treinta días inmediatamente anteriores al vencimiento del cupón, cuando se cumplan los siguientes requisitos:

1.º Que el adquirente sea una persona o entidad no residente en territorio español o sea sujeto pasivo del Impuesto sobre Sociedades.

2.º Que los rendimientos explícitos derivados de los valores transmitidos estén exceptuados de la obligación de retener en relación con el adquirente.

Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones

Las personas físicas residente en España que adquieran por herencia, donación o legado la propiedad u otros derechos sobre los valores tendrán la consideración de sujetos pasivos del Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones.

En sede del transmitente, cuando esta transmisión lucrativa tenga lugar por causa de su fallecimiento, se estima que no existe rendimiento de capital mobiliario en IRPF (artículo 25.6 de la LIRPF).

b. Personas jurídicas

En caso de que los inversores sean personas jurídicas residentes a efectos fiscales en España, la remuneración que perciban en concepto de cupones así como cualquier otra renta derivada de los valores, incluida la procedente de la transmisión, amortización o reembolso de los mismos, se integrará en su base imponible del Impuesto sobre Sociedades en el periodo impositivo en que se devenguen, conforme a lo establecido en el artículo 10 y siguientes del texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo (en adelante, LIS).

En cuanto al régimen de retenciones a cuenta del IS, no se practicará retención sobre los cupones satisfechos ni sobre las rentas generadas en la transmisión, amortización o reembolso de los valores, en la medida en que los mismos (i) estén representados mediante anotaciones en cuenta y (ii) se negocien en un mercado secundario oficial de valores español (artículo 59.q) del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades aprobado por el Real Decreto 1777/2004, de 30 de junio).

Para hacer efectiva la exclusión de retención, los inversores personas jurídicas tienen que acreditar tal condición ante las entidades depositarias, tal y como se establece en la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 22 de diciembre de 1999.

De no cumplirse cualquiera de los requisitos anteriores, los rendimientos quedarán sujetos a una retención del 18 por 100, según el artículo 140 de la LIS.

B. No residentes a efectos fiscales en España

Cuando los inversores sean personas físicas o jurídicas no residentes en España, la tributación por los rendimientos producidos vendrá determinada por el 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 (en adelante, LIRNR), y su Reglamento, aprobado por el Real Decreto 1776/2004, de 30 de julio, sin perjuicio de lo dispuesto en los Convenios para evitar la Doble Imposición (en adelante, CDI) en el caso de que éstos resulten aplicables.

El análisis concreto de la tributación de los titulares de los valores no residentes en España dependerá de que los referidos titulares actúen o no en España a través de un Establecimiento Permanente (EP).

a. No residentes con establecimiento permanente

En el supuesto de inversores no residentes que operen en España con establecimiento permanente, el rendimiento generado por estos valores constituye una renta más que debe integrarse en la base imponible del Impuesto sobre la Renta de no Residentes (artículos 16 a 23 LIRNR).

En general, y con las salvedades previstas en dicho impuesto, el régimen tributario aplicable a estos rendimientos coincide con el establecido para las personas jurídicas residentes en territorio español descrito en el apartado A anterior.

b. No residentes sin establecimiento permanente

Impuesto sobre la Renta de no Residentes (IRNR)

De acuerdo con lo previsto en el apartado 2.d) de la disposición adicional segunda de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros, las rentas derivadas de la presente emisión, obtenidas por no residentes fiscales en territorio español que operen en él sin mediación de establecimiento permanente, estarán exentas de tributación en el IRNR, en los mismos términos establecidos para los rendimientos derivados de la deuda pública en el artículo 14 de la LIRNR. Esto es, estarán exentas siempre que se cumplan determinados procedimientos de identificación de los titulares de valores.

A efectos de la aplicación de la exención descrita anteriormente, los inversores que tenga la condición de no residentes en territorio español y que sean titulares de los valores deberán

acreditar su identidad y residencia fiscal de acuerdo con los procedimientos recogidos en el artículo 44 del Real Decreto 1065/2007, de 27 de julio, por el que se aprueba el Reglamento General de las actuaciones y los procedimientos de gestión e inspección tributaria y de desarrollo de las normas comunes de los procedimientos de aplicación de los tributos.

Los titulares no residentes que no hubieran podido acreditar su residencia fiscal en los términos señalados, sufrirán una retención del 18 por 100 sobre los rendimientos de los valores. Sin embargo, podrán solicitar de las autoridades fiscales españolas, de acuerdo con el procedimiento y dentro de los plazos legalmente establecidos, la devolución del importe retenido en exceso según el correspondiente CDI.

Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones

Sin perjuicio de los CDI suscritos por España, la adquisiciones a título lucrativo por personas físicas no residentes en España estarán sujetas al Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones.

6. CLÁUSULAS Y CONDICIONES DE LA OFERTA

a. Descripción de la Oferta Pública

- i. Condiciones a las que está sujeta la Oferta: No aplica
- ii. Importe de la Oferta

El importe nominal máximo de la Oferta, amparada por la presente Nota de Valores, será de hasta DOSCIENTOS MILLONES de euros (Eur 200.000.000,00), representado por 200.000 valores de 1.000,- euros de nominal cada uno de ellos.

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

iii. Plazo de la Oferta Pública y descripción del proceso de solicitud

El periodo de suscripción se iniciará el día siguiente hábil a la fecha de registro en el Registro Oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores la presente Nota de Valores y una vez publicada en la página web de dicho Organismo o en la página web de Caja Navarra.

Las peticiones de suscripción se atenderán, por riguroso orden de recepción, en las Oficinas de la Entidad Emisora, por medio de un sistema on-line que controla en todo momento el volumen suscrito. El suscriptor de la presente emisión, deberá abrir una cuenta de valores asociada a una cuenta a la vista, si no las tuviesen abiertas en la Entidad Emisora. La apertura y cancelación de estas cuentas serán libres de gastos para el suscriptor. En cuanto al mantenimiento de las mismas, se estará a lo establecido en las tarifas vigentes en cada momento, publicadas en Banco de España y CNMV. No se repercutirán gastos de mantenimiento por la cuenta de valores.

La suscripción de las obligaciones se efectuará mediante el sistema de ventanilla abierta hasta la total colocación de la emisión o, en todo caso, hasta las 13:30 horas de día 29 de junio de 2009 que finaliza el periodo de solicitudes de suscripción, quedando reducida la emisión y contraído su importe, al valor nominal de las obligaciones colocadas en la expresada fecha de cierre, de no haberse cubierto en su totalidad. La orden de suscripción será irrevocable una vez suscrita, aceptada y firmada, salvo lo previsto en el párrafo siguiente sobre la revocación por bajada del rating. Las órdenes de suscripción realizadas hasta las 13:30 horas se considerarán realizadas en el día mientras que las órdenes de suscripción realizadas a partir de las 13:30 horas se considerarán realizadas el siguiente día hábil.

En el supuesto de que con anterioridad a la fecha de desembolso, se produjera un descenso en la calificación crediticia del Emisor o de emisiones de similares características del Emisor, se abrirá un periodo de revocación a favor de los suscriptores de 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. En caso de que no haya 2 días hábiles hasta la fecha de desembolso, se modificará ésta con el fin de que existan estos dos días hábiles para la revocación. En dicho periodo de revocación los inversores que así lo deseen podrán revocar las solicitudes de suscripción realizadas.

Los valores se emitirán y desembolsarán el día 30 de junio de 2009. No obstante, hasta la fecha de emisión de los valores se realizará durante el periodo de suscripción, en concepto de provisión de fondos, una retención en la correspondiente cuenta a la vista de los clientes del importe de suscripción de los valores según la tabla siguiente.

El precio de emisión variará en función de la fecha de solicitudes de suscripción.

El importe de la provisión de fondos se calculará, en función de la fecha de la orden de suscripción, aplicando el porcentaje señalado al importe de suscripción solicitado.

FECHA ORDEN SUSCRIPCION	FECHA PROVISION FONDOS	IMPORTE (%)	FECHA ORDEN SUSCRIPCION	FECHA PROVISION FONDOS	IMPORTE (%)
20/05/2009	21/05/2009	99,32	10/06/2009	11/06/2009	99,68
21/05/2009	22/05/2009	99,34	11/06/2009	12/06/2009	99,69
22/05/2009	25/05/2009	99,39	12/06/2009	15/06/2009	99,74
25/05/2009	26/05/2009	99,40	15/06/2009	16/06/2009	99,76
26/05/2009	27/05/2009	99,42	16/06/2009	17/06/2009	99,78
27/05/2009	28/05/2009	99,44	17/06/2009	18/06/2009	99,79
28/05/2009	29/05/2009	99,46	18/06/2009	19/06/2009	99,81
29/05/2009	01/06/2009	99,51	19/06/2009	22/06/2009	99,86
01/06/2009	02/06/2009	99,52	22/06/2009	23/06/2009	99,88
02/06/2009	03/06/2009	99,54	23/06/2009	24/06/2009	99,90
03/06/2009	04/06/2009	99,56	24/06/2009	25/06/2009	99,91
04/06/2009	05/06/2009	99,57	25/06/2009	26/06/2009	99,93
05/06/2009	08/06/2009	99,62	26/06/2009	29/06/2009	99,98
08/06/2009	09/06/2009	99,64	29/06/2009	30/06/2009	100,00
09/06/2009	10/06/2009	99,66			

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

- a) De acuerdo con la normativa interna definida, Caja Navarra ha clasificado la Emisión de Obligaciones Subordinadas como instrumento financiero complejo. De acuerdo con esto, se evaluará si el producto ofrecido al cliente es adecuado para él según su conocimiento y experiencia financiera, mediante la cumplimentación del preceptivo Test de Conveniencia.
- b) En el supuesto de que el cliente contrate deuda subordinada como consecuencia del servicio de asesoramiento financiero, se realizará el test de idoneidad.
- c) Se aplicará a la comercialización de la Emisión de Obligaciones Subordinadas la normativa interna recogida en el "Manual de Procedimientos Comerciales" de Caja Navarra, que recoge las exigencias específicas de comercialización.
- d) Además, se han elaborado unas instrucciones específicas de comercialización recogidas en la correspondiente circular interna dirigida a los canales comerciales, en la que, entre otras cosas, se señala que:

- Se entregará a los clientes un resumen que, de una forma breve y en un lenguaje no técnico, reflejará las características y los riesgos esenciales asociados al Emisor. Dicho resumen deberá ser firmado por el cliente y devuelto a la Entidad.

iv. Método de prorrateo: No aplicable

v. Detalles de la cantidad mínima y/o máxima de solicitud

El mínimo a suscribir es de 12 valores, es decir 12.000 euros. El límite máximo de solicitud es el importe de la Oferta.

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

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

vii. Publicación de los resultados de la Oferta

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

viii. Procedimiento para el ejercicio de cualquier derecho preferente de compra

No Aplicable.

b. Plan de colocación y adjudicación

i. Categorías de inversores a los que se Ofertan los valores

La presente Oferta de valores se destina al público en general, tanto nacional como extranjero, por lo que el colectivo de potenciales suscriptores no está limitado en manera alguna, siempre y cuando se cumpla la legislación vigente en cada momento.

ii. Notificación a los solicitantes de la cantidad asignada

El proceso de notificación tendrá lugar según lo especificado en el epígrafe vi. anterior.

c. Precios

i. Precio al que se Ofertarán los valores o el método para determinarlo.

Gastos para el suscriptor

El precio de los valores será, en función de la fecha de suscripción, el siguiente:

FECHA ORDEN SUSCRIPCION	FECHA PROVISION FONDOS	IMPORTE (%)	FECHA ORDEN SUSCRIPCION	FECHA PROVISION FONDOS	IMPORTE (%)
20/05/2009	21/05/2009	99,32	10/06/2009	11/06/2009	99,68
21/05/2009	22/05/2009	99,34	11/06/2009	12/06/2009	99,69
22/05/2009	25/05/2009	99,39	12/06/2009	15/06/2009	99,74
25/05/2009	26/05/2009	99,40	15/06/2009	16/06/2009	99,76
26/05/2009	27/05/2009	99,42	16/06/2009	17/06/2009	99,78
27/05/2009	28/05/2009	99,44	17/06/2009	18/06/2009	99,79
28/05/2009	29/05/2009	99,46	18/06/2009	19/06/2009	99,81
29/05/2009	01/06/2009	99,51	19/06/2009	22/06/2009	99,86
01/06/2009	02/06/2009	99,52	22/06/2009	23/06/2009	99,88
02/06/2009	03/06/2009	99,54	23/06/2009	24/06/2009	99,90
03/06/2009	04/06/2009	99,56	24/06/2009	25/06/2009	99,91
04/06/2009	05/06/2009	99,57	25/06/2009	26/06/2009	99,93
05/06/2009	08/06/2009	99,62	26/06/2009	29/06/2009	99,98
08/06/2009	09/06/2009	99,64	29/06/2009	30/06/2009	100,00
09/06/2009	10/06/2009	99,66			

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

Asimismo, estarán libres de gastos y comisiones el mantenimiento de los valores a favor de los suscriptores y de los tenedores posteriores en los registros de Iberclear y de las entidades participantes.

d. Colocación y Aseguramiento

i. Entidades coordinadoras y participantes en la colocación

No aplicable.

ii. Agente de Pagos

El pago de cupones y de principal de la emisión al amparo de esta Nota de Valores, se realizará a través de CECA, previa certificación de la posición neta de los valores anotados por IBERCLEAR.

Actuará como Entidad Agente de Pagos la Confederación Española de Cajas de Ahorros, sita en la calle Alcalá número 27 de Madrid, que dispone de la capacidad para llevar a cabo estas funciones.

iii. Entidades Aseguradoras y procedimiento: No aplicable

iv. Fecha del acuerdo de aseguramiento: No aplicable

7. ACUERDOS DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y NEGOCIACIÓN

a. Indicación del Mercado en el que se negociarán los valores.

Caja Navarra solicitará la admisión a cotización oficial de la 2ª Emisión de Obligaciones Subordinadas en el Mercado AIAF de Renta Fija para que cotiche en un plazo no superior a un mes desde la fecha de cierre del periodo de suscripción.

En caso de que no sea así la Entidad Emisora tendrá que dar a conocer las causas del incumplimiento a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al público mediante la inclusión de un anuncio en el Boletín Diario de Operaciones de AIAF Mercado de Renta Fija, sin perjuicio de las responsabilidades incurridas por este hecho.

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

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

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

A la fecha de verificación del Folleto los empréstitos en circulación emitidos por Caja Navarra similares a la presente emisión, admitidos a negociación en AIAF Mercado de Renta Fija, son los siguientes:

NOMBRE	DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN					Fecha vto.	NOMINAL Emitido y en circulación
	ISIN	Cód.	Serie	Cupón			
1ª Emisión de Obligaciones Subordinadas Caja Navarra	ES0214965008	OS	Sb	VBLE	16/06/2016	150 Mill.€	

Tipo Interés: Euribor 3 M + 0,39%

c. Agente de Pagos y Entidades Depositarias.

Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA), con domicilio en la calle Alcalá 27-28014 Madrid.

d. Entidades de Liquidez.

No hay ninguna Entidad de liquidez.

8. GASTOS DE LA EMISIÓN

Concepto	<u>Importe (euros)</u>
Registro del Folleto Informativo de emisión en la CNMV.	28.000,00
Supervisión del proceso de admisión a cotización por la CNMV.	6.000,00
Tarifa de admisión a cotización en AIAF Mercado de Renta Fija	10.000,00
Inclusión de la emisión en el registro de anotaciones en cuenta de IBERCLEAR	500,00
TOTAL	44.500,00

9. INFORMACIÓN ADICIONAL

a. Personas y entidades asesoras en la emisión

No hay asesores relacionados con la emisión.

b. Información de la Nota de Valores revisada por los auditores

No aplicable

c. Otras informaciones aportadas por terceros

Se incluyen informes de opinión como expertos independientes relativos a la presente Emisión de AFI y SOLVENTIS, de fecha 24 de abril de 2009. Ambas sociedades han autorizado la difusión de dichos informes.

d. Vigencia de las informaciones aportadas por terceros

No aplicable

e. Ratings

La presente emisión no está calificada por ninguna Agencia de calificación.

El Emisor tiene la siguiente calificación: "F1" a corto y "A" a largo plazo, otorgada con fecha 23 de mayo de 2008 y perspectiva estable.

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 agencia de calificación.

Las mencionadas calificaciones crediticias son sólo una estimación y no tiene por qué evitar a los potenciales inversores la necesidad de efectuar sus propios análisis de la Entidad o de los valores a adquirir.

10. ACTUALIZACIÓN DE INFORMACIÓN DEL DOCUMENTO DE REGISTRO REGISTRADO EN LA CNMV

Las Cuentas Anuales, auditadas por Ernst & Young, consolidadas e individuales, sin salvedades de Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra correspondientes al ejercicio 2008 fueron depositadas en la Comisión Nacional del Mercado de Valores y se encuentran disponibles en la página web de este Organismo www.cnmv.es

Desde la fecha de inscripción del Documento de Registro, 22 de octubre de 2008, hasta la fecha de registro de la presente Nota de Valores de Admisión no se han producido hechos que afecten significativamente a la solvencia de la Entidad Emisora salvo lo expuesto en las Cuentas Anuales consolidadas e individuales, lo comunicado como hechos relevantes a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la información trimestral a 31 de marzo de 2009.

El Coeficiente de Solvencia es:

A 31 de diciembre de 2008	10,42% Superavit	307.195 miles de euros
A 31 de diciembre de 2007	10,88% Superavit	348.935 miles de euros

Coeficiente de Solvencia		
	Dic. 2008	Dic. 2007
1. TOTAL ACTIVOS CON RIESGO PONDERADO	12.668.375	12.101.742
Capital Tier I	1.032.597	982.160
Capital Tier II	288.068	334.914
2. TOTAL RECURSOS PROPIOS = (Tier I + Tier II)	1.320.665	1.317.074
Coeficiente de recursos propios (2/1 en %)	10,42%	10,88%

(Cifras en miles de euros)

Indice de cobertura y ratio de morosidad

	Marz. 2009	Dic. 2008	Dic. 2007
Ratio de Morosidad	2,74%	1,93%	0,61%
Indice de Cobertura	83,76%	115,61%	280,70%

A continuación, se incluye Balance y Cuenta de Pérdidas y Ganancias, consolidados a 31 de diciembre de 2008 comparados con 31 de diciembre de 2007, debidamente auditados.

BALANCE CONSOLIDADO PÚBLICO

Comparación en 31.12.2008 y 31.12.2007

ENTIDAD: Caja de Ahorros y Monte de Piedad de NAVARRA

Año mes	Año mes	%
2008 12	2007 12	Variación

(Miles de euros redondeados)

ACTIVO				
1. CAJA Y DEPÓSITOS EN BANCOS CENTRALES	0001	262.268	224.447	16,85%
2. CARTERA DE NEGOCIACIÓN	0014	18.889	16.057	17,64%
2.1. Depósitos en entidades de crédito	0021			
2.2. Crédito a la clientela	0071			
2.3. Valores representativos de deuda	0236			
2.4. Instrumentos de capital	0351	2.837	9.442	-69,95%
2.5. Derivados de negociación.....	0360	16.052	6.615	142,66%
Pro-memoria: Prestados o en garantía	0366			
3. OTROS ACTIVOS FINANCIEROS A VALOR RAZONABLE CON CAMBIOS EN PÉRDIDAS Y GANANCIAS.....	0015			
3.1. Depósitos en entidades de crédito	0022			
3.2. Crédito a la clientela	0072			
3.3. Valores representativos de deuda.....	0237			
3.4. Instrumentos de capital	0352			
Pro-memoria: Prestados o en garantía	0367			
4. ACTIVOS FINANCIEROS DISPONIBLES PARA LA VENTA	0016	3.181.338	1.422.332	123,67%
4.1. Valores representativos de deuda.....	0238	2.499.170	881.343	183,56%
4.2. Instrumentos de capital	0353	682.168	540.989	26,10%
Pro-memoria: Prestados o en garantía.....	0368	330.350	264.133	25,07%
5. INVERSIONES CREDITICIAS	0017	14.069.302	12.913.501	8,95%
5.1. Depósitos en entidades de crédito.....	0024	1.016.594	724.582	40,30%
5.2. Crédito a la clientela	0074	13.052.708	12.188.919	7,09%
5.3. Valores representativos de deuda	0239			
Pro-memoria: Prestados o en garantía	0369	959.585	438.056	119,06%
6. CARTERA DE INVERSIÓN A VENCIMIENTO.....	0018	255.735	1.551	16388,39%
Pro-memoria: Prestados o en garantía	0370	250.451	1.551	16047,71%
7. AJUSTES A ACTIVOS FINANCIEROS POR MACRO_COBERTURA.....	0385			
8. DERIVADOS DE COBERTURA.....	0390	87.209	52.804	65,16%
9. ACTIVOS NO CORRIENTES EN VENTA.....	0019	21.437	4.526	373,64%
10. PARTICIPACIONES.....	0420	238.140	259.770	-8,33%
10.1. Entidades asociadas.....	0421	208.664	237.373	-12,09%
10.2. Entidades multigrupo.....	0430	29.476	22.397	31,61%
11. CONTRATOS DE SEGUROS VINCULADOS A PENSIONES.....	0455	781	754	3,58%
12. ACTIVOS POR REASEGUROS.....	0460			
13. ACTIVO MATERIAL.....	0465	566.164	460.898	22,84%
13.1. Inmovilizado material.....	0521	543.670	457.215	18,91%
13.1.1. De uso propio.....	0466	528.711	441.694	19,70%
13.1.2. Cedido en arrendamiento operativo.....	0481		649	-100,00%
13.1.3. Afecto a la Obra Social (solo Cajas de Ahorros y Cooperativas de Crédito).....	0485	14.959	14.872	0,58%
13.2. Inversiones inmobiliarias.....	0475	22.494	3.683	510,75%
Pro-memoria: Adquirido en arrendamiento financiero.....	0490			
14. ACTIVO INTANGIBLE.....	0495	35.160	12.668	177,55%
14.1. Fondo de comercio.....	0496	12.402	315	3837,14%
14.2. Otro activo intangible.....	0500	22.758	12.353	84,23%
15. ACTIVOS FISCALES.....	0505	144.681	40.347	258,59%
15.1. Corrientes.....	0506	15.525	2.274	582,72%
15.2. Diferidos.....	0507	129.156	38.073	239,23%
16. RESTO DE ACTIVOS.....	0526	92.649	20.887	343,57%
16.1. Existencias.....	0516	89.313	15.613	472,04%
16.2. Otros	0517	3.336	5.274	-36,75%
TOTAL ACTIVO.....	0550	18.973.753	15.430.542	22,96%

BALANCE CONSOLIDADO PÚBLICO
Comparación en 31.12.2008 y 31.12.2007

ENTIDAD: Caja de Ahorros y Monte de Piedad de NAVARRA

Año mes	Año mes	%
2008 12	2007 12	Variación

(Miles de euros redondeados)

PASIVO					
1.	CARTERA DE NEGOCIACIÓN.....	0565	36.745	5.389	581,85%
1.1.	Depósitos de bancos centrales.....	0553			
1.2.	Depósitos de entidades de crédito.....	0571			
1.3.	Depósitos de la clientela.....	0616			
1.4.	Débitos representados por valores negociables.....	0766			
1.5.	Derivados de negociación.....	0795	36.745	5.389	581,85%
1.6.	Posiciones cortas de valores.....	0800			
1.7.	Otros pasivos financieros.....	0861			
2.	OTROS PASIVOS FINANCIEROS A VALOR RAZONABLE CON CAMBIOS EN PÉRDIDAS Y GANANCIAS.....	0566			
2.1.	Depósitos de bancos centrales.....	0552			
2.2.	Depósitos de entidades de crédito.....	0572			
2.3.	Depósitos de la clientela.....	0617			
2.4.	Débitos representados por valores negociables.....	0767			
2.5.	Pasivos subordinados.....	0842			
2.6.	Otros pasivos financieros.....	0862			
3.	PASIVOS FINANCIEROS A COSTE AMORTIZADO.....	0568	17.464.896	13.891.517	25,72%
3.1.	Depósitos de bancos centrales.....	0554	1.282.857	401.538	219,49%
3.2.	Depósitos de entidades de crédito.....	0574	878.197	443.103	98,19%
3.3.	Depósitos de la clientela.....	0619	13.516.315	11.215.232	20,52%
3.4.	Débitos representados por valores negociables.....	0769	1.549.595	1.576.968	-1,74%
3.5.	Pasivos subordinados.....	0844	152.201	152.172	0,02%
3.6.	Otros pasivos financieros.....	0865	85.731	102.504	-16,36%
4.	AJUSTES A PASIVOS FINANCIEROS POR MACRO-COBERTURAS.....	0890			
5.	DERIVADOS DE COBERTURA.....	0895	33.742	61.678	-45,29%
6.	PASIVOS ASOCIADOS CON ACTIVOS NO CORRIENTES EN VENTA.....	0569			
7.	PASIVOS POR CONTRATOS DE SEGUROS.....	0910			
8.	PROVISIONES.....	0915	135.126	152.374	-11,32%
8.1.	Fondo para pensiones y obligaciones similares.....	0916	97.075	106.643	-8,97%
8.2.	Provisiones para impuestos y otras contingencias legales.....	0922	6.000		
8.3.	Provisiones para riesgos y compromisos contingentes.....	0923	13.684	15.047	-9,06%
8.4.	Otras provisiones.....	0927	18.367	30.684	-40,14%
9.	PASIVOS FISCALES.....	0930	53.307	47.011	13,39%
9.1.	Corrientes.....	0931	1.444	3.638	-60,31%
9.2.	Diferidos.....	0932	51.863	43.373	19,57%
10.	FONDO DE LA OBRA SOCIAL (sólo Cajas de Ahorros y Cooperativas de Crédito).....	0941	15.550	15.735	-1,18%
11.	RESTO DE PASIVOS.....	0956	18.883	24.392	-22,67%
12.	CAPITAL REEMBOLSABLE A LA VISTA (solo Cooperativas de crédito).....	0961			
	TOTAL PASIVO.....	1000	17.758.229	14.198.096	25,07%
PATRIMONIO NETO					
1.	FONDOS PROPIOS.....	1020	1.240.975	1.125.602	10,25%
1.1.	Capital/Fondo de dotación (a).....	1021	3	3	0,00%
1.1.1.	Escriturado.....	1022	3	3	0,00%
1.1.2.	Menos: Capital no exigido.....	1027			
1.2.	Prima de emisión.....	1030			
1.3.	Reservas.....	1031	1.080.712	950.562	13,69%
1.3.1.	Reservas (pérdidas) acumuladas.....	1033	1.087.417	911.090	19,35%
1.3.2.	Reservas (pérdidas) de entidades valoradas por el método de la participación.....	1036	-6.705	39.472	-116,99%
1.4.	Otros instrumentos de capital.....	1040			
1.4.1.	De instrumentos financieros compuestos.....	1041			
1.4.2.	Cuotas participativas y fondos asociados (solo Cajas de Ahorros).....	1055			
1.4.3.	Resto de instrumentos de capital.....	1042			
1.5.	Menos: Valores propios.....	1050			
1.6.	Resultado del ejercicio atribuido a la entidad dominante.....	1065	160.260	175.037	-8,44%
1.7.	Menos: Dividendos y retribuciones.....	1070			
2.	AJUSTES POR VALORACIÓN.....	1005	-29.596	102.466	-128,88%
2.1.	Activos financieros disponibles para la venta.....	1006	-18.600	105.333	-117,66%
2.2.	Coberturas de los flujos de efectivo.....	1011	-8.639	-2.867	201,33%
2.3.	Coberturas de inversiones netas en negocios en el extranjero.....	1012			
2.4.	Diferencias de cambio.....	1013			
2.5.	Activos no corrientes en venta.....	1014			
2.6.	Entidades valoradas por el método de la participación.....	1015	-2.357		
2.7.	Resto de ajustes por valoración.....	1016			
3.	INTERESES MINORITARIOS.....	1001	4.145	4.378	-5,32%
3.1.	Ajustes por valoración.....	1002			
3.2.	Resto.....	1003	4.145	4.378	-5,32%
	TOTAL PATRIMONIO NETO.....	1095	1.215.524	1.232.446	-1,37%
	TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO.....	1100	18.973.753	15.430.542	22,96%
PRO-MEMORIA					
1.	RIESGOS CONTINGENTES.....	1101	926.356	2.420.682	-61,73%
2.	COMPROMISOS CONTINGENTES.....	1125	2.126.706	251.312	746,24%

Comentarios Balance consolidado (31 diciembre 2008 - 31 diciembre 2007)

A 31 de Diciembre el total Balance consolidado correspondiente al grupo Can asciende a 18.973,8 millones de euros, con un crecimiento del 22,96% respecto al cierre de 2007.

En el Activo destaca por su importancia la partida de inversiones crediticias que, con 14.069 millones representa el 74,1% del Balance. En el ejercicio 2008 la citada partida ha registrado un incremento del 8,95%.

En cuanto a crecimiento porcentual, destaca sobremanera la partida de activos financieros disponibles para la venta, que registra un crecimiento del 123,7%, de la mano de los instrumentos representativos de deuda que experimentan un incremento del 183,6%. La razón de este incremento reside en la adquisición por parte de la Caja de bonos procedentes de titulaciones multicedentes de cédulas que posteriormente se utilizan como colateral ante BCE. A final de 2008 el saldo de activos en la póliza de BCE sin utilizar era de 1.271 millones.

En cuanto al Pasivo, la partida más relevante son los depósitos de la clientela, que representan un 71,2% del Balance, y crecen en el conjunto del año un 20,52%. Sin tener en cuenta el efecto de las Cédulas singulares emitidas y cedidas a Fondos de Titulización, dicha tasa de crecimiento se sitúa en el 9,24% con un comportamiento muy dinámico de las imposiciones a plazo (+19,12%) y un estancamiento de las cuentas vista que caen un 0,11%

En cuanto al Patrimonio neto, leve descenso del 1,37% fruto de un incremento del 10,25% de los Fondos Propios hasta los 1.241 millones y un fuerte deterioro de los ajustes por valoración de activos motivado por el efecto de la inestable situación de los mercados de Renta Fija y Renta Variable.

Finalmente, merece la pena destacar el comportamiento de la morosidad que, si bien ha repuntado, pasando su tasa del 0,61% al 1,93%, se ha comportado sensiblemente mejor que la media del Sector, que se situaba a finales de año en el 3,63%. En cuanto a la tasa de cobertura de la morosidad por provisiones, ésta se situaba a 31/12/08 en el 116%, muy por encima del 81% medio del Sector

Comparación entre 31.12.2008 y 31.12.2007

ENTIDAD: Caja de Ahorros y Monte de Piedad de NAVARRA

Año	mes	Año	mes	%
2008	12	2007	12	Variación

(Miles de euros redondeados)

1. Intereses y rendimientos asimilados.....	0001	812.143	603.205	34,64%
2. Intereses y cargas asimiladas.....	0005	580.468	396.069	46,56%
3. Remuneración de capital reembolsable a la vista (solo Cooperativas de crédito).....	0010			
A) MARGEN DE INTERESES.....	0015	231.875	207.136	11,85%
4. Rendimiento de instrumentos de capital.....	0020	18.321	32.206	-43,11%
5. Resultado de entidades valoradas por el método de la participación.....	0025	7.740	15.881	-51,26%
6. Comisiones percibidas.....	0030	66.373	92.497	-6,62%
7. Comisiones pagadas.....	0035	8.131	8.065	0,82%
8. Resultado de operaciones financieras (neto).....	0040	99.204	65.696	51,00%
8.1. Cartera de negociación.....	0041	-10.041	722	-1490,72%
8.2. Otros instrumentos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias.....	0042			
8.3. Instrumentos financieros no valorados a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias.....	0043	124.395	57.726	115,49%
8.4. Otros.....	0044	-15.150	7.248	-309,02%
9. Diferencias de cambio (neto).....	0050	1.775	930	90,86%
10. Otros productos de explotación.....	0055	33.562	31.852	5,37%
10.1. Ingresos de contratos de seguros y reaseguros emitidos.....	0056			
10.2. Ventas e ingresos por prestación de servicios no financieros.....	0057	23.006	15.024	53,13%
10.3. Resto de productos de explotación.....	0058	10.556	16.828	-37,27%
11. Otras cargas de explotación.....	0065	14.545	8.925	62,97%
11.1. Gastos de contratos de seguros y reaseguros.....	0066			
11.2. Variación de existencias.....	0067	7.968	6.824	16,76%
11.3. Resto de cargas de explotación.....	0068	6.577	2.101	213,04%
B) MARGEN BRUTO.....	0075	455.974	429.208	6,24%
12. Gastos de administración.....	0080	224.847	202.036	11,29%
12.1. Gastos de personal.....	0081	145.598	129.088	12,79%
12.2. Otros gastos generales de administración.....	0082	79.249	72.948	8,64%
13. Amortización.....	0085	29.818	23.701	25,81%
14. Dotaciones a provisiones (neto).....	0090	17.775	11.768	51,05%
15. Pérdidas por deterioro de activos financieros (neto).....	0095	114.182	53.694	112,65%
15.1. Inversiones crediticias.....	0096	106.607	47.338	125,20%
15.2. Otros instrumentos financieros no valorados a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias.....	0100	7.575	6.356	19,18%
C) RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN.....	0105	69.352	138.009	-49,75%
16. Pérdidas por deterioro del resto de activos (neto).....	0110	2.759		
16.1. Fondo de comercio y otro activo intangible.....	0111	459		
16.2. Otros activos.....	0115	2.300		
17. Ganancias (pérdidas) en la baja de activos no clasificados como no corrientes en venta.....	0125	92.171	40.521	127,46%
18. Diferencia negativa en combinaciones de negocios.....	0130			
19. Ganancias (pérdidas) de activos no corrientes en venta no clasificados como operaciones interrumpidas.....	0140	3.181	3.723	-14,56%
D) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS.....	0145	161.945	182.253	-11,14%
20. Impuesto sobre beneficios.....	0150	471	6.643	-92,91%
21. Dotación obligatoria a obras y fondos sociales (sólo Cajas de Ahorros y Cooperativas de Crédito).....	0155			
E) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS.....	0160	161.474	175.610	-8,05%
22. Resultado de operaciones interrumpidas (neto).....	0165			
F) RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO.....	0170	161.474	175.610	-8,05%
F.1) Resultado atribuido a la entidad dominante.....	0175	160.260	175.037	-8,44%
F.2) Resultado atribuido a intereses minoritarios.....	0180	1.215	573	112,04%

Comparación de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada (31 diciembre 2008 – 31 diciembre 2007)

La cuenta correspondiente al año 2007 se ha reclasificado de acuerdo con la nueva circular de 6/2008 para permitir sacar conclusiones.

Al igual que ya hemos comentado al hablar del Balance, la alta ponderación de Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra en el grupo ocasionan que no existan divergencias significativas en la evolución de las cuentas individual y consolidada.

El Beneficio consolidado después de impuestos alcanza los 161,5 millones, un 8,05% inferior al de 2007.

El margen de intereses, no obstante, crece un 11,85%. La razón de este crecimiento hay que buscarla en un incremento del volumen de negocio (préstamos a clientes + depósitos

de clientes) en torno al 15%, cuyo efecto se ve levemente modificado a la baja por el comportamiento de los tipos de interés, ya que los activos rentables incrementan su rentabilidad en 56pb (el rendimiento de la inversión crediticia medio del año se sitúa en el 5,59%) en tanto que los pasivos onerosos incrementan su coste en 65pb, hasta alcanzar el 3,75% (en un efecto muy típico de periodos con fuertes subidas de tipos, por la menor duración de los pasivos).

Las comisiones netas caen un 7,3%, consecuencia de un descenso del 6,6% de las comisiones percibidas (derivada de la caída en el saldo de los fondos de inversión) y de las menores comisiones por servicios conectados con los préstamos hipotecarios, cuyo número decrece considerablemente.

El significativo aumento del Resultado de Operaciones financieras (de 66 a 99 millones de euros), como consecuencia de la venta de títulos de Unión Fenosa y el canje de acciones de Sodena por Iberdrola, lleva al Margen Bruto a un incremento del 5,70%.

Los gastos de administración experimentan un incremento del 11,3%, de la mano de los costes de personal que suben un 12,79%.

Uno de los epígrafes más relevantes de la cuenta de resultados es el que refleja la pérdida por deterioro de activos, fundamentalmente de inversiones crediticias (114 millones de euros). Este epígrafe crece un 125%, debido a las dotaciones específicas de los préstamos en mora, que suponen 39 millones de euros (la tasa de morosidad pasó del 0,61 al 1,93%, mientras que la del Sector ascendía hasta el 3,6%), y a las dotaciones por riesgo subestandar que la Caja decidió realizar para amortiguar el efecto del incremento adicional de la morosidad que se espera para el sistema en general, y para la Caja en particular (si bien la Caja espera acabar 2009 con una morosidad sensiblemente inferior a la media del Sector). Hay que destacar que la Caja no ha hecho uso de la provisión genérica para compensar el significativo incremento de la dotación específica y la dotación por riesgo subestandar.

Estas dotaciones hacen que el resultado de la actividad de explotación disminuya un 49,75%, compensado por el fuerte incremento de las ganancias por baja de activos no clasificados como no corrientes en venta (es decir, las plusvalías generadas en la baja del balance de activos materiales, activos intangibles y participaciones que no cumplan los requisitos reflejados en la norma trigésimocuarta de la Circular 6/2008 para su clasificación como activos no corrientes (en concreto, se trata de las ventas de parte de nuestras compañías de seguros fruto de las alianzas en materia de seguros generales con Zurich, y en vida, pensiones y salud con Aegon).

A continuación, se incluye Balance consolidado y auditado a 31 de diciembre de 2008 comparado con el de 31 de marzo de 2009.

BALANCE CONSOLIDADO PÚBLICO
Comparación entre 31.03.2009 y 31.12.2008

ENTIDAD: Caja de Ahorros y Monte de Piedad de NAVARRA

Año	mes	Año	mes	%
2008	12	2009	03	Variación

(Miles de euros redondeados)

ACTIVO					
1.	CAJA Y DEPÓSITOS EN BANCOS CENTRALES	0001	262.268	252.029	-3,90%
2.	CARTERA DE NEGOCIACIÓN	0014	18.889	27.521	45,70%
	2.1. Depósitos en entidades de crédito	0021			
	2.2. Crédito a la clientela.....	0071			
	2.3. Valores representativos de deuda	0236			
	2.4. Instrumentos de capital	0351	2.837	2.637	7,58%
	2.5. Derivados de negociación.....	0360	16.052	24.884	55,02%
	Pro-memoria: Prestados o en garantía	0366			
3.	OTROS ACTIVOS FINANCIEROS A VALOR RAZONABLE CON CAMBIOS EN PÉRDIDAS Y GANANCIAS.....	0015			
	3.1. Depósitos en entidades de crédito	0022			
	3.2. Crédito a la clientela	0072			
	3.3. Valores representativos de deuda.....	0237			
	3.4. Instrumentos de capital	0352			
	Pro-memoria: Prestados o en garantía	0367			
4.	ACTIVOS FINANCIEROS DISPONIBLES PARA LA VENTA	0016	3.181.338	3.184.925	0,11%
	4.1. Valores representativos de deuda.....	0238	2.499.170	2.531.051	1,28%
	4.2. Instrumentos de capital	0353	682.168	653.874	-4,15%
	Pro-memoria: Prestados o en garantía	0368	330.350	372.484	12,75%
5.	INVERSIONES CREDITICIAS	0017	14.069.302	13.512.714	-3,96%
	5.1. Depósitos en entidades de crédito.....	0024	1.016.594	710.304	-30,13%
	5.2. Crédito a la clientela	0074	13.052.708	12.802.410	-1,92%
	5.3. Valores representativos de deuda	0239			
	Pro-memoria: Prestados o en garantía	0369	959.585	924.209	-3,69%
6.	CARTERA DE INVERSIÓN A VEICIMIENTO.....	0018	255.735	254.379	-0,53%
	Pro-memoria: Prestados o en garantía	0370	250.451	249.316	-0,45%
7.	AJUSTES A ACTIVOS FINANCIEROS POR MACRO_COBERTURA.....	0385			
8.	DERIVADOS DE COBERTURA.....	0390	87.209	108.612	24,54%
9.	ACTIVOS NO CORRIENTES EN VENTA.....	0019	21.437	27.188	26,83%
10.	PARTICIPACIONES.....	0420	238.140	241.694	1,49%
	10.1. Entidades asociadas.....	0421	208.664	210.506	0,88%
	10.2. Entidades multigrupo.....	0430	29.476	31.188	5,81%
11.	CONTRATOS DE SEGUROS VINCULADOS A PENSIONES.....	0455	781	793	1,54%
12.	ACTIVOS POR REASEGUROS.....	0460			
13.	ACTIVO MATERIAL.....	0465	566.164	567.765	0,28%
	13.1. Inmovilizado material.....	0521	543.670	545.597	0,35%
	13.1.1. De uso propio.....	0466	528.711	530.849	0,40%
	13.1.2. Cedido en arrendamiento operativo.....	0481			
	13.1.3. Afecto a la Obra Social (solo Cajas de Ahorros y Cooperativas de Crédito).....	0485	14.959	14.748	-1,41%
	13.2. Inversiones inmobiliarias.....	0475	22.494	22.168	-1,45%
	Pro-memoria: Adquirido en arrendamiento financiero.....	0490			
14.	ACTIVO INTANGIBLE.....	0495	35.160	35.657	1,41%
	14.1. Fondo de comercio.....	0496	12.402	12.333	-0,56%
	14.2. Otro activo intangible.....	0500	22.758	23.324	2,49%
15.	ACTIVOS FISCALES.....	0505	144.681	170.160	17,81%
	15.1. Corrientes.....	0506	15.525	20.760	33,72%
	15.2. Diferidos.....	0507	129.156	149.400	15,67%
16.	RESTO DE ACTIVOS.....	0526	92.649	159.289	71,93%
	16.1. Existencias.....	0516	69.313	121.919	36,51%
	16.2. Otros	0517	3.336	37.370	1020,20%
	TOTAL ACTIVO.....	0550	18.973.753	18.542.726	-2,27%

BALANCE CONSOLIDADO PÚBLICO

Comparación entre 31.03.2009 y 31.12.2008

ENTIDAD: Caja de Ahorros y Monte de Piedad de NAVARRA

Año	mes	Año	mes	%
2008	12	2009	03	Variación

PASIVO				
1. CARTERA DE NEGOCIACIÓN.....	0565	36.745	30.809	-16,15%
1.1. Depósitos de bancos centrales.....	0553			
1.2. Depósitos de entidades de crédito.....	0571			
1.3. Depósitos de la clientela.....	0616			
1.4. Débitos representados por valores negociables.....	0766			
1.5. Derivados de negociación.....	0795	36.745	30.809	-16,15%
1.6. Posiciones cortas de valores.....	0800			
1.7. Otros pasivos financieros.....	0861			
2. OTROS PASIVOS FINANCIEROS A VALOR RAZONABLE CON CAMBIOS EN PÉRDIDAS Y GANANCIAS.....	0566			
2.1. Depósitos de bancos centrales.....	0552			
2.2. Depósitos de entidades de crédito.....	0572			
2.3. Depósitos de la clientela.....	0617			
2.4. Débitos representados por valores negociables.....	0767			
2.5. Pasivos subordinados.....	0842			
2.6. Otros pasivos financieros.....	0862			
3. PASIVOS FINANCIEROS A COSTE AMORTIZADO.....	0568	17.464.896	17.024.415	-2,52%
3.1. Depósitos de bancos centrales.....	0554	1.262.857	983.639	-23,32%
3.2. Depósitos de entidades de crédito.....	0574	878.197	810.089	-7,76%
3.3. Depósitos de la clientela.....	0619	13.516.315	13.433.091	-0,62%
3.4. Débitos representados por valores negociables.....	0769	1.549.595	1.572.484	1,48%
3.5. Pasivos subordinados.....	0844	152.201	150.077	-1,40%
3.6. Otros pasivos financieros.....	0865	85.731	75.035	-12,46%
4. AJUSTES A PASIVOS FINANCIEROS POR MACRO-COBERTURAS.....	0890			
5. DERIVADOS DE COBERTURA.....	0895	33.742	29.253	-13,30%
6. PASIVOS ASOCIADOS CON ACTIVOS NO CORRIENTES EN VENTA.....	0569			
7. PASIVOS POR CONTRATOS DE SEGUROS.....	0910			
8. PROVISIONES.....	0915	135.126	135.640	0,38%
8.1. Fondo para pensiones y obligaciones similares.....	0916	97.075	94.222	-2,94%
8.2. Provisiones para impuestos y otras contingencias legales.....	0922	6.000	6.000	0,00%
8.3. Provisiones para riesgos y compromisos contingentes.....	0923	13.684	11.442	-16,36%
8.4. Otras provisiones.....	0927	18.367	23.976	30,54%
9. PASIVOS FISCALES.....	0930	53.307	55.291	3,72%
9.1. Corrientes.....	0931	1.444	2.499	73,06%
9.2. Diferidos.....	0932	51.863	52.792	1,79%
10. FONDO DE LA OBRA SOCIAL (sólo Cajas de Ahorros y Cooperativas de Crédito).....	0941	15.550	15.312	-1,53%
11. RESTO DE PASIVOS.....	0956	18.863	35.511	86,26%
12. CAPITAL REEMBOLSABLE A LA VISTA (solo Cooperativas de crédito).....	0961			
TOTAL PASIVO.....	1000	17.758.229	17.326.231	-2,43%
PATRIMONIO NETO				
1. FONDOS PROPIOS.....	1020	1.240.975	1.289.237	3,89%
1.1. Capital/Fondo de dotación (a).....	1021	3	3	0,00%
1.1.1. Escriturado.....	1022	3	3	0,00%
1.1.2. Menos: Capital no exigido.....	1027			
1.2. Prima de emisión.....	1030			
1.3. Reservas.....	1031	1.080.712	1.237.265	14,49%
1.3.1. Reservas (pérdidas) acumuladas.....	1033	1.087.417	1.231.281	13,23%
1.3.2. Reservas (pérdidas) de entidades valoradas por el método de la participación.....	1036	-6.705	5.985	-189,26%
1.4. Otros instrumentos de capital.....	1040			
1.4.1. De instrumentos financieros compuestos.....	1041			
1.4.2. Cuotas participativas y fondos asociados (solo Cajas de Ahorros).....	1055			
1.4.3. Resto de instrumentos de capital.....	1042			
1.5. Menos: Valores propios.....	1050			
1.6. Resultado del ejercicio atribuido a la entidad dominante.....	1065	160.260	51.969	-67,57%
1.7. Menos: Dividendos y retribuciones.....	1070			
2. AJUSTES POR VALORACIÓN.....	1005	-29.596	-77.196	160,83%
2.1. Activos financieros disponibles para la venta.....	1006	-18.600	-68.733	269,53%
2.2. Coberturas de los flujos de efectivo.....	1011	-8.639	-5.983	-30,74%
2.3. Coberturas de inversiones netas en negocios en el extranjero.....	1012			
2.4. Diferencias de cambio.....	1013			
2.5. Activos no corrientes en venta.....	1014			
2.6. Entidades valoradas por el método de la participación.....	1015	-2.357	-2.480	5,22%
2.7. Resto de ajustes por valoración.....	1016			
3. INTERESES MINORITARIOS.....	1001	4.145	4.454	7,45%
3.1. Ajustes por valoración.....	1002			
3.2. Resto.....	1003	4.145	4.454	7,45%
TOTAL PATRIMONIO NETO.....	1095	1.215.524	1.216.495	0,08%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO.....	1100	18.973.753	18.542.726	-2,27%
PRO-MEMORIA				
1. RIESGOS CONTINGENTES.....	1101	926.356	836.837	-9,66%
2. COMPROMISOS CONTINGENTES.....	1125	2.126.706	2.010.243	-5,48%

Las variaciones más significativas entre el Balance consolidado de 31 de Diciembre de 2008 y el de 31 de Marzo de 2009 son las siguientes:

- Fuerte descenso en el activo de los depósitos en entidades de crédito (-30%), que se compensa en buena parte con un descenso de los depósitos de bancos centrales (-23%).
- Moderado descenso del crédito a la clientela (-1,92%), derivado de la menor demanda de crédito.
- Ligero descenso de los depósitos de clientes (-0,82%).

A continuación, se incluye la Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidada a 31 de marzo de 2008 comparada con la de 31 de marzo de 2009.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA PÚBLICA
Comparación entre 31.03.2009 y 31.03.2008

ENTIDAD: Caja de Ahorros y Monte de Piedad de NAVARRA

Año	mes	Año	mes	%
2008	03	2009	03	Variación

(Miles de euros redondeados)

1. Intereses y rendimientos asimilados.....	0001	180.364	199.484	10,60%
2. Intereses y cargas asimiladas.....	0005	124.108	127.052	2,37%
3. Remuneración de capital reembolsable a la vista (solo Cooperativas de crédito).....	0010			
A) MARGEN DE INTERESES.....	0015	56.256	72.432	28,75%
4. Rendimiento de instrumentos de capital.....	0020	3.383	2.735	-19,15%
5. Resultado de entidades valoradas por el método de la participación.....	0025	1.672	1.161	-30,56%
6. Comisiones percibidas.....	0030	21.661	19.130	-11,66%
7. Comisiones pagadas.....	0035	1.953	1.962	0,46%
8. Resultado de operaciones financieras (neto).....	0040	26.313	35.438	34,66%
8.1. Cartera de negociación.....	0041	-2.267	23.405	-1132,42%
8.2. Otros instrumentos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias.....	0042			
8.3. Instrumentos financieros no valorados a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias.....	0043	30.740	10.971	-64,31%
8.4. Otros.....	0044	-2.160	1.062	-149,17%
9. Diferencias de cambio (neto).....	0050	147	344	134,01%
10. Otros productos de explotación.....	0055	6.256	7.796	24,62%
10.1. Ingresos de contratos de seguros y reaseguros emitidos.....	0056			
10.2. Ventas e ingresos por prestación de servicios no financieros.....	0057	3.118	5.773	85,15%
10.3. Resto de productos de explotación.....	0058	3.138	2.023	-35,53%
11. Otras cargas de explotación.....	0065	2.121	3.357	58,27%
11.1. Gastos de contratos de seguros y reaseguros.....	0066			
11.2. Variación de existencias.....	0067	1.449	1.551	7,04%
11.3. Resto de cargas de explotación.....	0068	672	1.806	168,75%
B) MARGEN BRUTO.....	0075	111.614	133.717	19,80%
12. Gastos de administración.....	0080	53.103	54.605	2,83%
12.1. Gastos de personal.....	0081	36.750	36.630	-0,33%
12.2. Otros gastos generales de administración.....	0082	16.353	17.975	9,92%
13. Amortización.....	0085	6.856	8.588	25,26%
14. Dotaciones a provisiones (neto).....	0090	-4.794	-1.119	-76,66%
15. Pérdidas por deterioro de activos financieros (neto).....	0095	15.994	9.156	-42,75%
15.1. Inversiones crediticias.....	0096	16.008	9.238	-42,29%
15.2. Otros instrumentos financieros no valorados a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias.....	0100	-14	-82	485,71%
C) RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN.....	0105	40.455	62.486	54,46%
16. Pérdidas por deterioro del resto de activos (neto).....	0110		459	
16.1. Fondo de comercio y otro activo intangible.....	0111		459	
16.2. Otros activos.....	0115			
17. Ganancias (pérdidas) en la baja de activos no clasificados como no corrientes en venta.....	0125		19	
18. Diferencia negativa en combinaciones de negocios.....	0130			
19. Ganancias (pérdidas) de activos no corrientes en venta no clasificados como operaciones interrumpidas.....	0140	43.150	379	-99,12%
D) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS.....	0145	83.605	62.884	-24,78%
20. Impuesto sobre beneficios.....	0150	10.044	10.612	5,66%
21. Dotación obligatoria a obras y fondos sociales (sólo Cajas de Ahorros y Cooperativas de Crédito).....	0155			
E) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS.....	0160	73.561	52.272	-28,94%
22. Resultado de operaciones interrumpidas (neto).....	0165			
F) RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO.....	0170	73.561	52.272	-28,94%
F.1) Resultado atribuido a la entidad dominante.....	0175	73.172	51.969	-28,96%
F.2) Resultado atribuido a intereses minoritarios.....	0180	389	303	-22,11%

El resultado consolidado del primer trimestre de 2009 experimenta una caída de 28,94% respecto al mismo periodo del año anterior, caída en la que se pueden diferenciar varios efectos:

- Fuerte crecimiento del margen de intereses, + 28,75%, que esperamos se vaya moderando a lo largo del año, a medida que la cartera de inversión crediticia va renovando sus tipos a la baja.
- Caída del 11,86% de las comisiones percibidas, debido a los menores ingresos procedentes de actividades vinculadas a la actividad hipotecaria (tasaciones, etc.), así como al menor saldo medio de los instrumentos de inversión colectiva (fondos de inversión y pensiones).
- Incremento del resultado de operaciones financieras de un 34,7%, debido a beneficios provenientes de la fuerte bajada de tipos experimentada.
- Ligero crecimiento de los gastos de administración.
- Fuerte descenso del epígrafe Dotaciones a provisiones (neto), principalmente motivado por el menor valor de los compromisos futuros con los prejubilados de la entidad.
- Fuerte descenso de las pérdidas por deterioro de activos financieros (y fundamentalmente de la inversión crediticia) pues se empieza a utilizar parte de la provisión genérica para cubrir parte del incremento de las dotaciones específicas generado por el aumento de la morosidad
- Inexistencia de ganancias de activos no corrientes en venta no clasificados como operaciones interrumpidas, frente al beneficio obtenido en el primer trimestre de 2008 por los ingresos obtenidos por la materialización de una alianza con Zurich para la comercialización en exclusiva de Seguros Generales .

Normativa Contable: Para la preparación de los estados financieros se han aplicado las Circulares del Banco de España 4/2004 y 6/2008

En Pamplona a xx **de mayo de 2009**

Fdo.: Alberto Aniz Diaz
Subdirector General Adjunto

Amaya Randez Alvero
Comisario del Sindicato de Bonistas

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

24 de abril de 2009

Informe para



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

Índice

1. Introducción	51
2. Calidad del riesgo de la entidad emisora	52
3. Descripción, análisis del producto y valoración.....	54
3.1. Estructura de flujos y condiciones del instrumento	54
3.1.1 Cupones.....	55
3.1.2 Opción de amortización anticipada.....	56
3.2. Modelo e Inputs de valoración	56
3.2.1 Modelo de valoración.....	56
3.2.2 Inputs de valoración.....	57
3.2.3 Curva Cupón Cero	57
3.2.4 Parámetros HW	58
3.3. Valoración	58
4. Condiciones vigentes en mercados mayoristas	59
4.1. Emisiones recientes en mercados	59
4.1.1 Emisiones de similar orden de prelación a los valores objeto del informe	59
4.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación.....	59
4.2. Niveles indicativos de cotizaciones en mercado secundario.....	61
4.2.1 Información de los índices SUSI de JP Morgan.....	62
4.2.2 Información de los índices ELT2 de Merrill Lynch	65
4.2.3 Información de Bloomberg para referencias de índices Iboxx-Markit .	66
4.2.4 Cotizaciones indicativas del panel de BME / AIAF	67
4.2.5 Spreads de CDS para deuda senior y subordinada	68
4.2.6 Resumen de fuentes consultadas.....	69
5. Conclusiones	72
6. Disclaimer	73

Introducción

El **objetivo** del presente informe es reflejar la opinión de Afi acerca de si las condiciones de la segunda emisión de deuda subordinada Lower Tier II de Caja Navarra 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.

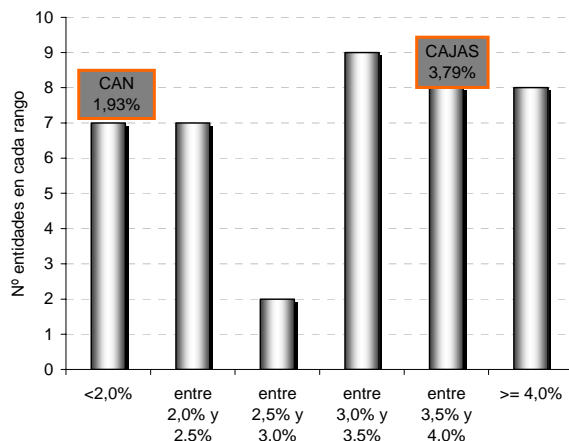
Calidad del riesgo de la entidad emisora

Los gráficos siguientes, de comparativa de una serie de variables de balance y cuenta de resultados de Caja Navarra frente al sector de Cajas de Ahorros, sirven de apoyo a la hora de valorar adecuadamente la “calidad del riesgo” del emisor, más allá de su calificación crediticia o rating actual (A / F1 por Fitch, con perspectiva estable).

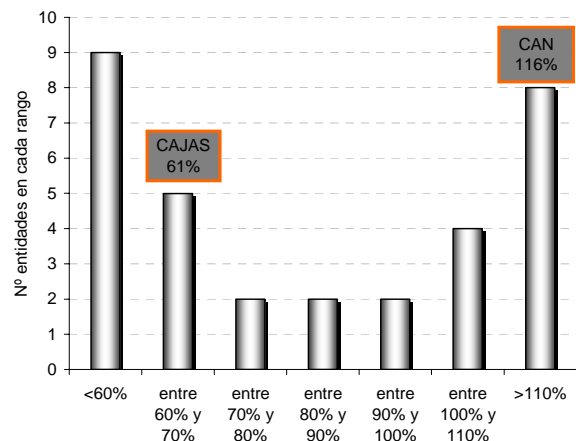
Como se desprende de esta comparativa, Caja Navarra cuenta con i) una morosidad muy inferior a la del sector, ii) una cobertura de morosos de entre las más altas, iii) un ratio de core capital (TIER I) que la sitúa entre las 6 mejores entidades iv) una solvencia similar a la media de las Cajas y v) un ratio de liquidez estructural algo superior a la media del sector. Por último, en términos rentabilidad Caja Navarra se encuentra en una situación claramente mejor a la de la media del sector.

Comparativa de ratios de balance y cuenta de resultados de Caja Navarra vs el sector de Cajas de Ahorros españolas

Morosidad (diciembre 2008)

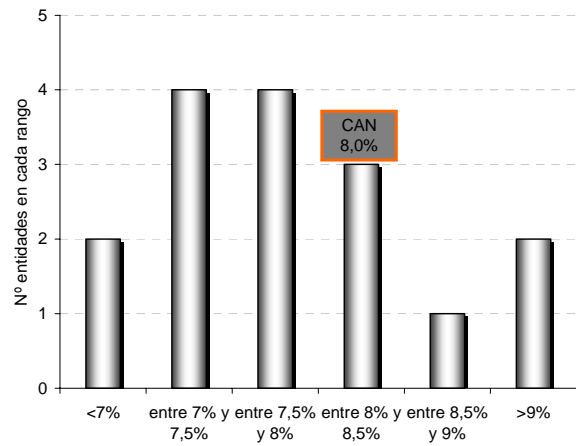
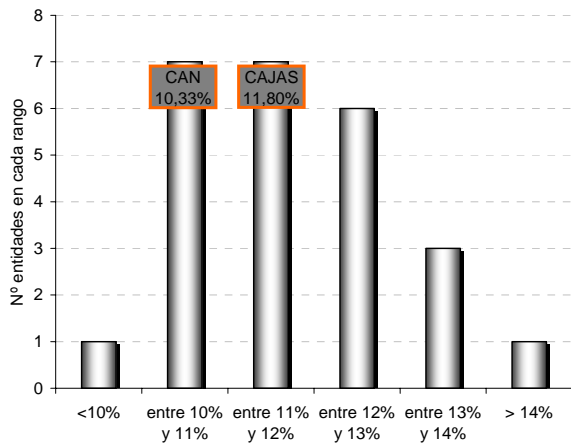


Cobertura (diciembre 2008)



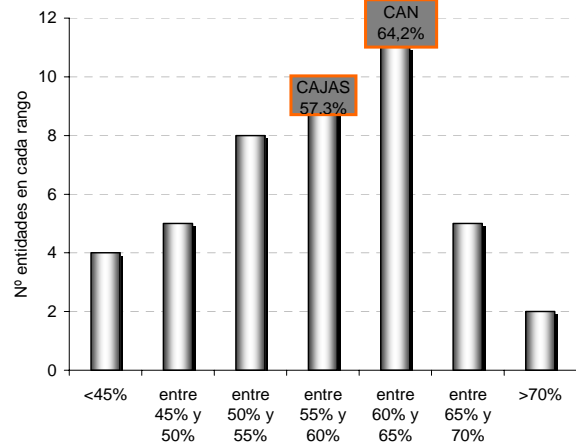
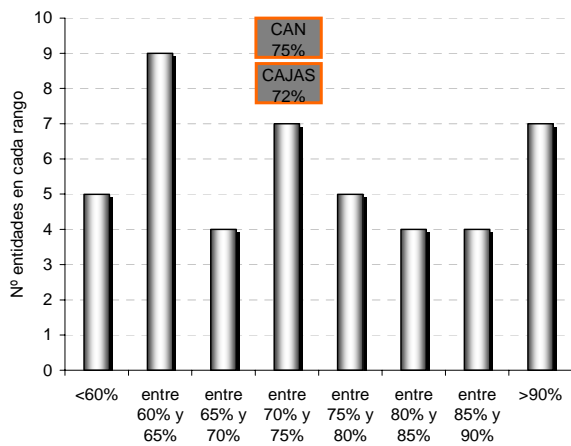
Solvencia (diciembre 2008)

TIER 1 (diciembre 2008)



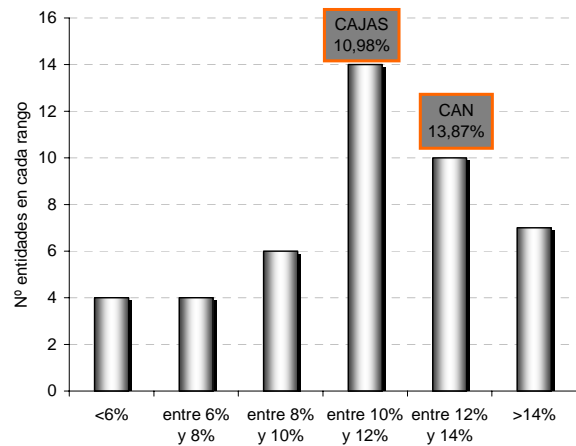
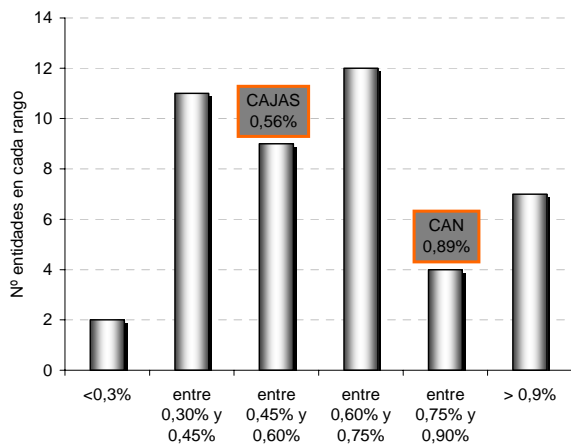
Liquidez estructural (diciembre 2008)

Eficiencia (diciembre 2008)



ROA (diciembre 2008)

ROE (diciembre 2008)



Descripción, análisis del producto y valoración

Estructura de flujos y condiciones del instrumento

Se trata de una emisión de bonos subordinados *Lower Tier II* con vencimiento a 10 años y opción de amortización anticipada por parte del emisor a partir del décimo (5º) año y en cada fecha de pago de cupón. Las condiciones generales del instrumento se definen a continuación:

- Emisor: Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra (CAN)
- Garante: Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra (CAN)
- Naturaleza de los valores: Bonos subordinados
- Importe nominal: hasta 200 millones de euros
- Importe nominal de cada valor: 1.000 euros
- Importe mínimo de la colocación: 12.000 euros o 12 participaciones preferentes
- Fecha de emisión: 15 de mayo de 2009
- Periodo de suscripción: desde el 15 de mayo de 2009 hasta el 29 de junio de 2009.
- Precio de emisión: en función del día de compra, siendo la par (100%) el 30 de junio de 2009.
- Fecha de vencimiento: 30 de junio de 2019
- Forma de representación: anotaciones en cuenta en IBERCLEAR
- Retribución: no acumulativa, en función al siguiente esquema:
 - Durante los dos primeros años, desde el período comprendido entre la fecha de emisión (inclusive) y hasta el segundo año, un tipo fijo anual del 6,25%.
 - Desde el segundo hasta el quinto año (inclusive), EURIBOR a 3 meses más un margen del 3,00%, con una retribución mínima del 4,00%
 - A partir del quinto año, EURIBOR a 3 meses más un margen del 3,50% (Step-Up de 0,50%), 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 los días 30 de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año (calculados en base Act/365) siendo la primera fecha de pago el 30 de septiembre de 2009.
- Amortización anticipada: podrán amortizarse total o parcialmente a voluntad del emisor con autorización previa del Banco de España, a partir del 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.
- Cotización: mercado AIAF de renta fija

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

Cupones

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

- Los dos primeros años, 6,25% fijo anual pagadero trimestralmente.

A vencimiento de cada trimestre durante los dos primeros años desde la fecha de inicio de la emisión (bajo la convención del día hábil especificada), la nota pagara un cupón del 6,25%. Esto es:

$$\text{Cupon} = \text{Nominal} \cdot 6,25\% \cdot \text{Fraccion_año}$$

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años
- Del 2º año hasta el 5º año *Euribor-3M + spread*, pagadero trimestralmente, sujeto a un cupón mínimo del 4,00%. Es decir:

Del 2º año hasta el 5º año y de forma trimestral la nota pagará el siguiente cupón:

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

d 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 de 300 pb.
- *Floor*: suelo para la retribución mínima del 4,00%.
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años de cada periodo trimestral
- Del 5º año a vencimiento *Euribor-3M + spread + step up*, pagadero trimestralmente, sujeto a un cupón mínimo del 4,00%. Es decir:

A partir de 5° año hasta vencimiento y de forma trimestral, la nota pagará el siguiente cupón:

$$\text{Cupon} = \text{Nominal} \cdot \min(\text{Euribor3M} + \text{spread} + \text{step_up}, \text{Floor}) \cdot \text{Fraccion_año}$$

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Euribor3M*: Tipo Euribor a tres meses fijado dos días antes del inicio de cada periodo trimestral.
- *Spread*: Spread sobre Euribor a tres meses de 300 pb.
- *Step_up*: incremento del spread sobre Euribor a tres meses en 50 pb
- *Floor*: suelo para la retribución mínima del 4,00%.
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años de cada periodo trimestral

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 (5°) 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.

Modelo e Inputs de valoración

Modelo de valoración

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

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

Inputs de valoración

La fecha valor a la que se realizan los cálculos es el 20 de abril 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	0.8000
Depósito	1E	0.8450
Depósito	2W	1.0000
Depósito	3W	1.0750
Depósito	1M	0.9650
Depósito	2M	1.2350
Depósito	3M	1.4800
Depósito	4M	1.6000
Depósito	5M	1.6500
Depósito	6M	1.6750
Depósito	7M	1.7450
Depósito	8M	1.7750
Depósito	9M	1.8050
Depósito	10M	1.7100
Depósito	11M	1.7300
Depósito	12M	1.8350
Swap	2Y	1.9205
Swap	3Y	2.2520
Swap	4Y	2.5310
Swap	5Y	2.7560
Swap	6Y	2.9525
Swap	7Y	3.1065
Swap	8Y	3.2390
Swap	9Y	3.3490
Swap	10Y	3.4475
Swap	15Y	3.8230
Swap	20Y	3.9445
Swap	25Y	3.8895
Swap	30Y	3.8245

Swap	35Y	3.7540
Swap	40Y	3.6875
Swap	45Y	3.6450
Swap	50Y	3.6225

Parámetros HW

a (Reversión a la media)	2.00%
sigma (Volatilidad)	0.76%

Valoración

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

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

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

Recordamos que la fecha valor a la que se realizan los cálculos es el 20 de abril de 2009, utilizando los datos de cierre, y suponiéndose ésta como fecha de inicio de la emisión.

Spreads sobre Swap	
Considerando toda la estructura	3.561%
A Primera Call	3.603%
A vencimiento sin Call	3.568%

Condiciones vigentes en mercados mayoristas

El propósito de este punto es aglutinar el conjunto de inputs que Afi considera relevantes para determinar las condiciones vigentes en el mercado mayorista para instrumentos similares al que Caja Navarra planea emitir.

Emisiones recientes en mercados

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

En cuanto a emisiones de deuda subordinada Lower Tier II, en los mercados mayoristas 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 contamos con dos emisiones de deuda subordinada Lower Tier II, ambas colocadas entre inversores minoristas. En diciembre de 2008 Caja de Salamanca y Soria (“Caja Duero”) emitió 132,5 millones de euros en deuda subordinada Lower Tier II con un spread frente a swaps de 400 pb. El 22 de enero de 2009 “la Caixa” emitió 2.500 millones de deuda subordinada Lower Tier II con un spread vs swaps equivalente a 212 pb. Finalmente, la última emisión minorista de deuda subordinada colocada entre minoristas se corresponde con los 1.000 millones de euros emitidos por Bancaja el día 6 de abril de 2009, colocada a un spread de 459 pb calculado a la primera call y 461 pb calculado a vencimiento.

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

Fecha	Emisor	Características de la emisión					Spreads emisión ²		Ratings ³		
		Vol ¹	Divisa	Clase	Cupón	Vencimiento	Fecha Call	Tesoro	Swaps	Emisión	Emisor
9-dic-08	Banco Espirito Santo	41,5	EUR	LT2	4,428% ⁴	11/12/2018	11/12/2013	n.d.	100,0	A1/NA/A	Aa3/A/A+
17-dic-08	Caja Duero	132,5	EUR	LT2	7,155% ⁵	19/12/2018	19/12/2013	n.d.	400,0	A3	A2/NA/NA
22-ene-09	La Caixa	2.500,0	EUR	LT2	5,870% ⁶	28/02/2019	28/02/2014	n.d.	211,8	Aa2/A+/A+	Aa1/AA-/AA-
6-abr-09	Bancaja	1.000,0	EUR	LT2	7,250% ⁷	06/07/2019	06/07/2014	n.d.	459,0	A3/NR/BBB+	A2/NR/A-

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

2. Spread a la primera 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.

Emisiones con distinto orden de prelación

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

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

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

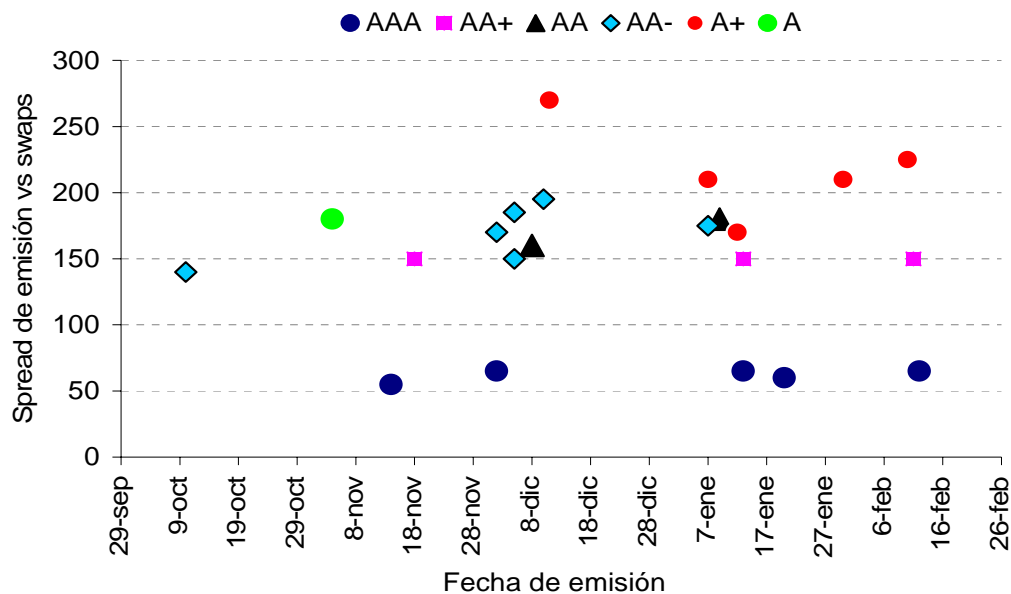
Tabla 2: emisiones recientes en el mercado mayorista de deuda Senior en EUR

Fecha	Emisor	Vol ¹	Divisa	Clase	Cupón	Vencimiento	Rating emisión ²	Spreads emisión	
								Tesoro	Swaps
10-oct-08	Société Generale	500,0	EUR	SNR	5,875	31/10/2013	Aa2/AA-/AA-	n.d.	140,0
4-nov-08	Bancaja	220,0	EUR	SNR	5,500	05/11/2011	A2/NR/A-	n.d.	180,0
14-nov-08	Neder Waterschapsbank	1.500,0	EUR	SNR	4,250	21/11/2013	Aaa/AAA/NA	n.d.	55,0
18-nov-08	Rabobank Nederland	275,0	EUR	SNR	4,750	15/01/2018	Aaa/AAA/AA+	n.d.	150,0
2-dic-08	Intesa Sanpaolo Spa	200,0	EUR	SNR	4,645	29/07/2012	Aa2/AA-/AA-	n.d.	170,0
2-dic-08	Bank Nederlandse Gemeenten	1.250,0	EUR	SNR	3,750	14/03/2014	Aaa/AAA/AAA	130,9	65,0
5-dic-08	Credit Agricole SA	380,0	EUR	SNR	4,750	18/12/2013	Aa1/AA-/AA-	n.d.	150,0
5-dic-08	Société Generale	1.000,0	EUR	SNR	5,125	19/12/2013	Aa2/AA-/AA-	254,3	185,0
8-dic-08	BNP Paribas	1.500,0	EUR	SNR	5,000	16/12/2013	Aa1/AA/AA	232,2	160,0
10-dic-08	Intesa Sanpaolo Spa	1.250,0	EUR	SNR	5,375	19/12/2013	Aa2/AA-/AA-	267,6	195,0
11-dic-08	Credit Suisse London	850,0	EUR	SNR	6,125	16/05/2014	Aa1/A+/AA-	338,6	270,0
7-ene-09	HSBC France	1.500,0	EUR	SNR	4,875	15/01/2014	Aa3/AA/AA	252,5	175,0
7-ene-09	Unicredit Spa	1.000,0	EUR	SNR	5,250	14/01/2014	Aa3/A+/A+	287,8	210,0
9-ene-09	BBVA Senior Finance SA	1.000,0	EUR	SNR	4,875	23/01/2014	Aa1/AA/AA-	253,8	180,0
12-ene-09	KBC IFIMA NV	250,0	EUR	SNR	4,750	26/01/2014	Aa3/A+/A+	n.d.	170,0
13-ene-09	Rabobank Nederland	5.000,0	EUR	SNR	4,375	22/01/2014	Aaa/AAA/AA+	220,1	150,0
13-ene-09	Neder Waterschapsbank	1.000,0	EUR	SNR	3,125	20/01/2012	Aaa/AAA/NA	158,0	65,0
20-ene-09	Bank Nederlandse Gemeenten	2.000,0	EUR	SNR	2,750	27/01/2011	Aaa/AAA/AAA	138,9	60,0
30-ene-09	Commerzbank AG	1.500,0	EUR	SNR	5,000	06/02/2014	Aa3/A/A	260,7	210,0
10-feb-09	Caixa Geral de Depósitos	1.250,0	EUR	SNR	5,125	19/02/2014	Aa1/A+/AA-	275,8	225,0
11-feb-09	Rabobank Nederland	1.500,0	EUR	SNR	4,750	15/01/2018	Aaa/AAA/AA+	183,8	150,0
12-feb-09	Neder Waterschapsbank	1.500,0	EUR	SNR	2,750	21/02/2011	Aaa/AAA/NA	n.d.	65,0

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

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

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



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 3: 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 posteorior		1ª 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 *- /A+/A+

1. Hasta la primera fecha de Call

2. Desde la Call y a perpetuidad

3. Spread sobre el tipo swap, en pb

4. Moody's, S&P y Fitch

Tabla 4: emisiones recientes de participaciones preferentes Tier I denominadas en EUR, en el mercado doméstico español minorista

Fecha ¹	Emisor	Características de la emisión			Fecha Call	Spread ²		Ratings ⁸	
		Volumen	Cupón inicial	Cupón posteorior		1ª Call	Vencimiento	Emisión	Emisor
30-dic-08	BBVA	1.000,0	6,50% ³	Euribor 3m; floor en 3,50%	dic-13	203	175	Aa3/A+/A	Aa1/AA/AA-
24-feb-09	Banco Sabadell	500,0	6,50% ⁴	Euribor 3m + 2,50%; floor en 4,50% ⁵	feb-14	349	349	A2/A-/NR	Aa3/A+/NR
30-mar-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
18-may-09	Caixa Galicia	150,0	7,50% ⁹	Euribor 3m + 5,15%; floor en 6,15% ¹⁰	may-14	508	527	Baa1/NR/BBB+	A2/NR/A
15-abr-09	Caja Murcia	100,0	-	Euribor 3m + 4,45%; floor en 5,50% ¹¹	abr-14	451	468	NR/NR/A-	NR/NR/A+
25-may-09	Caja Duero	100,0	-	Euribor 3m + 7,75% ¹²	may-14	775	775	Baa1/NR/NR	A2/NR/NR
2-abr-09	Banco Pastor	100,0	7,25% ¹³	Euribor 3m + 4,60%; floor en 6,80% ¹⁴	abr-14	497	509	Baa1/NR/NR	A2/NR/NR
19-may-09	Caja España	100,0	8,25%	Euribor 3m + 7,25% ¹⁵	may-14	606	676	Baa2/NR/BBB	A3/NR/A-

1. Desembolso de los valores

2. Spread sobre el tipo swap, en pb

3. Hasta la primera fecha de Call

4. Los dos primeros años

5. Desde el tercer año a perpetuidad

6. Hasta la primera fecha de Call

7. Desde el 5º año a perpetuidad

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

9. Hasta 18 de mayo de 2012

10. Floor actúa a partir del sexto año.

11. Floor aplicable a partir de JUN09

12. Cupón flotante a perpetuidad

13. Durante los años 1º a 3º

14. Floor a partir del 3º año

15. A partir del 4º año

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 y Caja España.

Niveles indicativos de cotizaciones en mercado secundario

El objeto de este apartado del informe es establecer los niveles de diferencial o spread vigentes en la actualidad en el mercado secundario de emisiones de deuda subordinada Lower Tier II en euros y, en particular, para una emisión de vencimiento a 10 años con opción de amortización al 5º año, de un emisor con rating A (FitchRatings).

Dado que las actuales condiciones de liquidez en los mercados de capitales son reducidas, creemos obligado no sólo utilizar fuentes tradicionales que proporcionan precios indicativos (Bloomberg, Reuters, etc), sino apoyar el análisis en otras fuentes que consideramos de referencia. A estos efectos, los precios y diferenciales que, para cada bono constituyente de los índices de deuda subordinada Lower Tier II

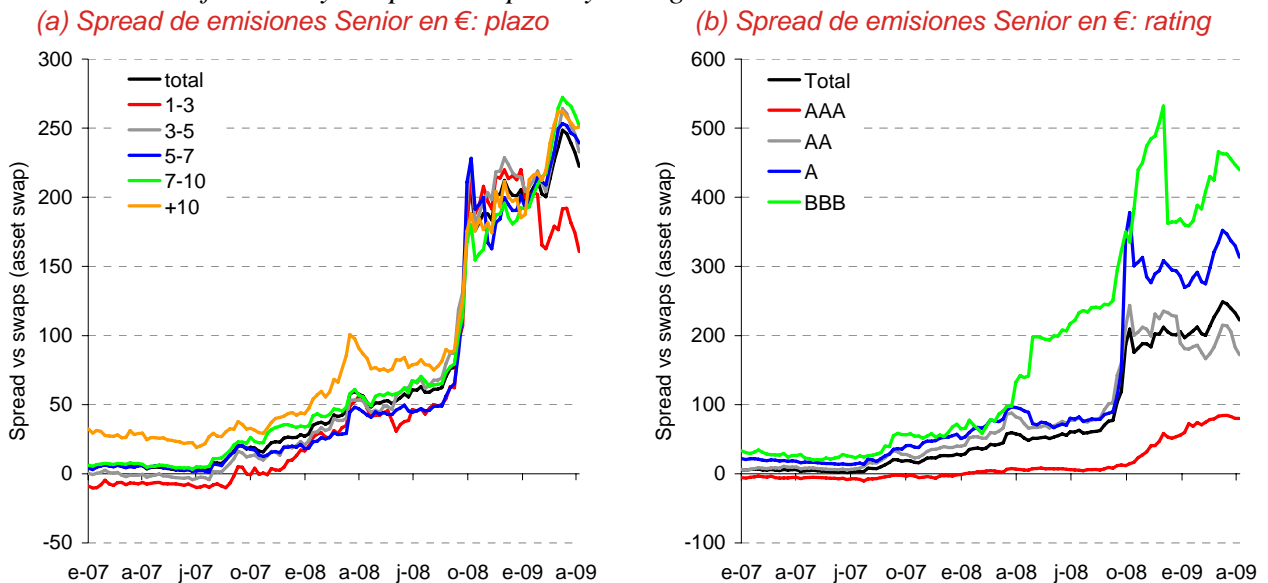
proporcionan JP Morgan (SUSI o Subordinated Securities Indices) y Merrill Lynch (ELT2 o Lower Tier II subordinated securities Index) son de utilidad. Estas entidades son dos de los mayores intermediarios de bonos corporativos y financieros a nivel global, y sus índices ampliamente utilizados por los participantes del mercado.

Información de los índices SUSI¹ de JP Morgan

Como primera fuente, tomaremos datos de *spread vs swaps* (en concreto, spreads de asset swap) de índices y emisiones concretas que constituyen los índices SUSI de JP Morgan, con datos actualizados a **9 de abril de 2009**. Los índices de JP Morgan tienen en cuenta para la clasificación de emisiones en subíndices el rating de la emisión, no del emisor.

Como se aprecia en el gráfico 3, los spreads de *asset swap* de la deuda *senior* han repuntado fuertemente desde el verano de 2007, y a pesar de la moderación clara de la última semana de marzo y primera de abril, siguen muy cerca de máximos históricos, dependiendo del rating y el plazo.

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



Igualmente, como refleja el gráfico 4, los spreads de *asset swap* para el conjunto de emisiones de deuda subordinada Lower Tier II de los índices SUSI de JP Morgan han seguido una evolución similar, aunque de mayor magnitud.

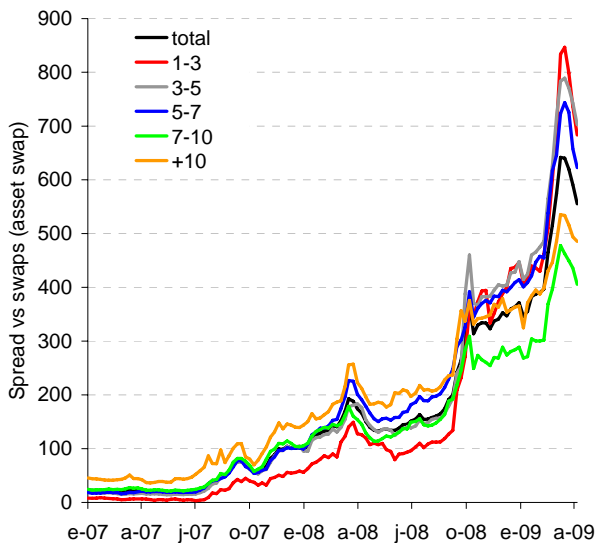
El repunte de spreads es, por tanto, generalizado por escalas de rating y creciente a medida que descendemos en calidad crediticia de las emisiones, tanto *senior* como *Lower Tier II*.

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.

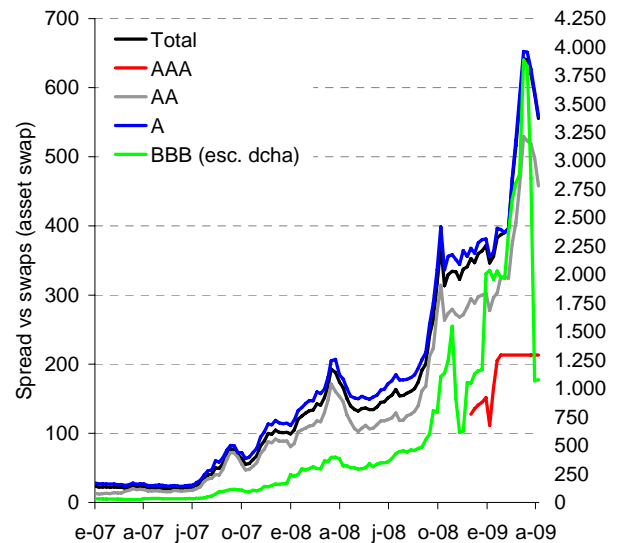
Hay que tener en cuenta que estos índices reflejan el spread de emisiones con y sin opción de amortización anticipada. Los niveles de spread para emisiones Lower Tier II BBB son, en nuestra opinión, muy poco significativos pues hay menos de 5 emisiones con este rating.

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

(a) Spread de emisiones LT2 en €: plazo



(b) Spread de emisiones LT2 en €: rating



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

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

Asset swap (promedio)		Asset swap (promedio 6MAR a 9ABR09)	
Senior	6MAR a 9ABR09)	LT2	6MAR a 9ABR09)
AA		AA	
Total	198,0	Total	497,5
1-3 años	182,5	1-3 años	604,3
3-5 años	197,9	3-5 años	481,0
5-7 años	180,4	5-7 años	718,5
7-10 años	248,2	7-10 años	222,5
A		A	
Total	335,6	Total	611,5
1-3 años	242,7	1-3 años	777,6
3-5 años	349,8	3-5 años	797,7
5-7 años	417,2	5-7 años	681,4
7-10 años	342,4	7-10 años	467,1

Como puede comprobarse en dicha tabla, los spreads para el conjunto de emisiones de la deuda subordinada Lower Tier II (con y sin opción call) se sitúan, en media, entre 1,6

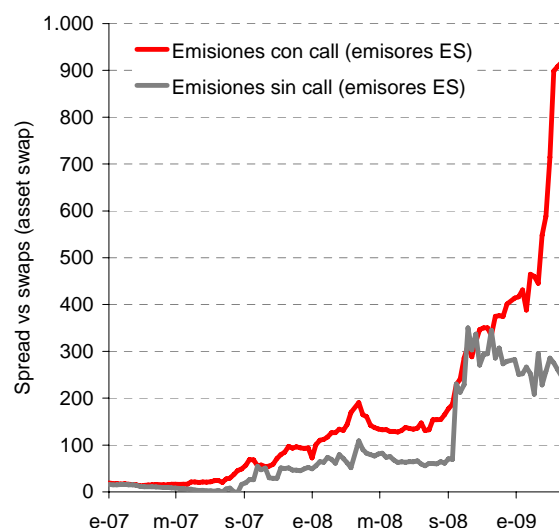
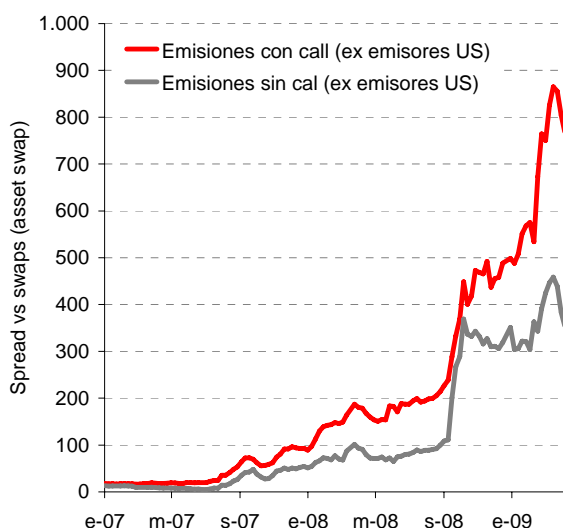
y 2,4 veces por encima de los niveles para la deuda senior con rating y plazo² similar. Asimismo, entre las emisiones de deuda subordinada Lower Tier II AA y A, existe un salto promedio de 1,45 veces en términos de spread.

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

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

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

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



Para el caso concreto de emisiones *Lower Tier II* con vencimiento a 10 años y opción de amortización al 5º año (primer ejercicio de la *call* comprendida entre 2013 y 2015), tomando datos a 9 de abril de 2009, se deducen los niveles mínimo, máximo y promedio siguientes (tabla 6):

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

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

	Índices SUSI de JP Morgan ¹							
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	730	-	-	730	1175	770	1175	-
Promedio	600	-	-	600	728	630	835	-
Mínimo	310	-	-	310	375	375	417	-

1. Emisiones con opción call comprendida entre 2013 y 2015

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

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

	Índices SUSI de JP Morgan ¹							
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	260	-	-	260	720	720	635	525
Promedio	210	-	-	210	490	490	495	485
Mínimo	175	-	-	175	330	330	390	440

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

Información de los índices ELT2³ de Merrill Lynch

Como segunda fuente, tomamos datos de emisiones concretas constituyentes del índice ELT2 de Merrill Lynch, a fecha **9 de abril de 2009**. A diferencia de los índices SUSI de JP Morgan, Merrill Lynch no proporciona subíndices para esta categoría de deuda. Sí que provee, no obstante, de un amplio rango de detalle para cada uno de los bonos que constituyen el índice ELT2. Los datos de spread obtenidos de Merrill Lynch son, al igual que en el caso de los índices SUSI, spreads de *asset swap*.

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

A partir de la información del índice ELT2, en las referencias *Lower Tier II* que constituyen el índice ELT2 de Merrill Lynch, con vencimiento a 10 años y opción de amortización al 5º año (primer ejercicio de la *call* comprendida entre 2013 y 2015), tomando datos a 9 de abril de 2009, se deducen los niveles mínimo, máximo y promedio siguientes (tabla 8):

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

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

	Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹							
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	800	-	340	800	1370	760	1250	1370
Promedio	570	-	325	625	825	620	910	1100
Mínimo	315	-	315	330	410	410	450	530

1. Emisiones con opción call comprendida entre 2013 y 2015

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

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

	Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹							
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	320	-	-	320	670	625	670	550
Promedio	250	-	-	250	475	405	525	480
Mínimo	195	-	-	195	240	240	300	415

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

Información de Bloomberg para referencias de índices Iboxx-Markit

Como tercera fuente de contraste, hemos tomado datos de *spread* de *asset swap* de cotizaciones de Bloomberg para las emisiones de deuda subordinada *Lower Tier II* de los índices Iboxx-Markit, con **datos a 9 de abril de 2009**. Las pautas de intensa ampliación de spreads y divergencia entre los spreads de emisiones con y sin opción de amortización, descritas en el punto 4.2.1 también se reflejan en los datos de cotizaciones obtenidos en Bloomberg.

De este análisis y tomando datos a 9 de abril de 2009 para las referencias de deuda *Lower Tier II* con vencimiento a 10 años y opción de amortización al 5º año (primer ejercicio de la *call* comprendida entre 2013 y 2015), se deducen los niveles mínimo, máximo y promedio siguientes (tabla 10):

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

	Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹							
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	820	-	-	820	1220	770	1220	575
Promedio	625	-	-	625	750	640	865	575
Mínimo	340	-	-	340	480	525	480	575

1. Emisiones con opción call comprendida entre 2013 y 2015

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

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

	Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹							
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	205	-	-	205	655	625	655	525
Promedio	205	-	-	205	470	410	550	480
Mínimo	205	-	-	205	200	200	340	410

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

Cotizaciones indicativas del panel de BME / AIAF

La última fuente considerada corresponde al panel de contribución de bonos corporativos de BME/AIAF⁴, desde el 2 marzo al 6 de abril de 2009. La opinión sobre el promedio de los diferenciales frente a swaps cotizados por este panel de entidades, para referencias españolas Lower Tier II con rating A+ (sin indicación de si se trata de emisiones con o sin opción de amortización o de si el spread se calcula a la fecha de primera call o al vencimiento) se sitúa en un promedio de 407 pb a 5 años y de 465 pb a 10 años. Los resultados se ofrecen en la tabla 12 siguiente.

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

2 de marzo de 2009

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

9 de marzo de 2009

Grupo	Tipo de deuda	Rtg	3 Años	5 Años	7 Años	10 Años
D	Lower Tier II	A+	386,61	418,05	452,70	471,78

16 de marzo de 2009

Grupo	Tipo de deuda	Rtg	3 Años	5 Años	7 Años	10 Años
D	Lower Tier II	A+	378,28	412,35	453,12	472,34

23 de marzo de 2009

Grupo	Tipo de deuda	Rtg	3 Años	5 Años	7 Años	10 Años
-------	---------------	-----	--------	--------	--------	---------

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

D	Lower Tier II	A+	377,37	411,02	451,60	469,76
---	---------------	----	--------	--------	--------	--------

30 de marzo de 2009

Grupo	Tipo de deuda	Rtg	3 Años	5 Años	7 Años	10 Años
D	Lower Tier II	A+	380,41	413,95	454,83	472,82

6 de abril de 2009

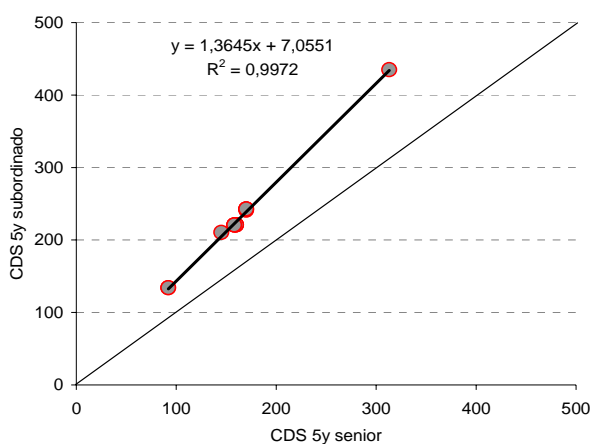
Grupo	Tipo de deuda	Rtg	3 Años	5 Años	7 Años	10 Años
D	Lower Tier II	A+	372,53	401,16	441,33	450,80

Spreads de CDS para deuda senior y subordinada

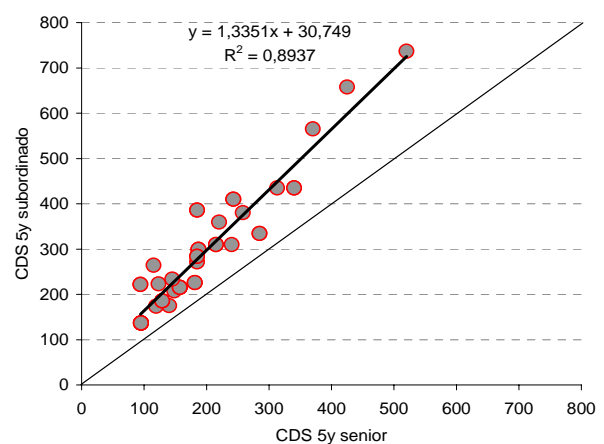
Por último, creemos conveniente analizar los niveles de credit default swaps de deuda senior y subordinada para comprobar la existencia o no, de una proporcionalidad semejante entre spreads de asset swap de deuda *senior* y subordinada a la existente entre CDS sobre deuda con los mismos niveles de prelación.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

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

a) CDS senior vs subordinado: rating emisión AA



b) CDS senior vs subordinado: rating emisión A



Como refleja el gráfico 6, para un nivel determinado de CDS senior de emisores con rating genérico AA y A, los niveles de CDS subordinado se sitúan alrededor de 1,4 veces por encima. Tal y como se refleja en la tabla 4 de este informe, en el caso de los índices SUSI de JP Morgan, esta proporción se encuentra entre 1,5 y 2,2 veces.

Resumen de fuentes consultadas

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

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

	Índices SUSI de JP Morgan ¹							
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	730	-	-	730	1175	770	1175	-
Promedio	600	-	-	600	728	630	835	-
Mínimo	310	-	-	310	375	375	417	-

	Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹							
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	800	-	340	800	1370	760	1250	1370
Promedio	570	-	325	625	825	620	910	1100
Mínimo	315	-	315	330	410	410	450	530

	Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹							
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	820	-	-	820	1220	770	1220	575
Promedio	625	-	-	625	750	640	865	575
Mínimo	340	-	-	340	480	525	480	575

	Panel de contribuciones de BME / AIAF ²							
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	-	-	-	-	-	-	-	-
Promedio	-	-	-	-	-	407	-	-
Mínimo	-	-	-	-	-	-	-	-

1. Emisiones con opción call comprendida entre 2013 y 2015

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



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

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

Índices SUSI de JP Morgan ¹

	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	260	-	-	260	720	720	635	525
Promedio	210	-	-	210	490	490	495	485
Mínimo	175	-	-	175	330	330	390	440

Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹

	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	320	-	-	320	670	625	670	550
Promedio	250	-	-	250	475	405	525	480
Mínimo	195	-	-	195	240	240	300	415

Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹

	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	205	-	-	205	655	625	655	525
Promedio	205	-	-	205	470	410	550	480
Mínimo	205	-	-	205	200	200	340	410

Panel de contribuciones de BME / AIAF ²

	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-
Máximo	-	-	-	-	-	-	-	-
Promedio	-	-	-	-	-	465	-	-
Mínimo	-	-	-	-	-	-	-	-

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

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

Conclusiones

No hay apenas emisiones recientes similares en el mercado mayorista con las que comparar la emisión planteada por Caja Navarra.

La comparación con emisiones minoristas no es el objeto de este informe. En todo caso, el spread vs swaps a vencimiento calculado para la emisión de deuda subordinada Lower Tier II de Caja Navarra (rating de emisor A por FitchRatings) se sitúa por debajo de los niveles de emisión en el mercado doméstico minorista de otros emisores españoles (por ejemplo, Bancaja) con un rating de emisor y una calidad del riesgo, medida por datos comparables de balance y cuenta de resultados, inferiores.

Según los análisis realizados sobre emisiones de deuda subordinada *Lower Tier II* con vencimiento a 10 años y opción de amortización al 5º año en el mercado secundario mayorista, los niveles **promedio** de spread vs swaps calculados **a vencimiento** para una emisión de esta naturaleza emitida por un emisor con rating A se situaría en el entorno de **480 pb** a principios de abril de 2009. El rango de spreads para las diferentes emisiones subordinadas de las que se dispone de referencias comparativas dentro de la escala de rating genérico A es, en todo caso, muy amplio y está definido por **un mínimo entorno a 200 pb y un máximo ligeramente superior a 700 pb.**

Dada la calidad del riesgo de la entidad emisora, **Caja Navarra**, aspecto analizado en el punto 2 de este informe, los niveles adecuados de spread vs swaps para una emisión de deuda subordinada Lower Tier II a la luz del análisis anterior en el marco de condiciones de mercado mayorista se situarían, en nuestra opinión, a caballo entre los de emisiones con rating A2/A y los de emisiones A3/A-.

De esta forma y con los fundamentos anteriores, un nivel razonable para el **rango de spreads mínimo**, frente a swaps y calculado **a vencimiento** (10 años) de una emisión subordinada *Lower Tier II* en mercados mayoristas de una entidad con rating A, pero que compara favorablemente en ratios de rentabilidad y solvencia, **podría situarse en consecuencia en niveles de 300-410 pb.**

En conclusión, el spread vs swaps calculado a vencimiento para la emisión de deuda subordinada Lower Tier II de Caja Navarra, si consideramos simplemente el “spread a vencimiento sin la call”, se encuentra **en nuestra opinión dentro del rango que define el mínimo de spreads vs swaps a vencimiento exigible para emisiones de naturaleza y calidad crediticia similar en mercados mayoristas a 9 de abril de 2009.**



Disclaimer

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

Este informe se ha realizado durante los días 6 a 24 de abril 2009. El trabajo realizado no incluye la actualización del informe por hechos u otras circunstancias que pudieran producirse con posterioridad a la fecha de emisión del mismo.

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

Barcelona, 24 de Abril de 2009

CAJA NAVARRA

D. Felipe Izpura
Jefe Mercado de Capitales
Carlos III 8
31002 Pamplona

Apreciado Sr. Izpura:

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

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

Mientras tanto, aprovecho la ocasión para saludarle.



Guillermo Alfaro Bau
Socio-Director
Solventis

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

Valorador: **Solventis**

Fecha Informe: **24 de Abril de 2009**

Índice	Pág.
1.- Introducción	3
A. Objeto del Informe.	3
B. Capacidad e Independencia de Solventis.....	3
2.- Descripción de la Emisión de Deuda Subordinada	4
3.- Análisis del Mercado por Tipología de Emisión y Emisor.....	7
A. Tipos de Emisiones	7
B. Descripción del Emisor y de sus Emisiones de Renta Fija.....	9
C. Mercado Primario de Deuda Senior	11
D. Mercado Primario de Deuda Subordinada.....	13
E. Mercado Primario de Participaciones Preferentes.....	15
F. Mercado Secundario de Deuda Senior, Subordinada y Preferentes	17
4.- Análisis de las Condiciones de la Emisión de Deuda Subordinada	24
5.- Conclusiones	27
Anexo 1: Métodos de Valoración.....	28
- Modelo de Hull & White	29
- Proceso de Calibración del Modelo de Hull & White.....	30
Anexo 2: Datos de Mercado Utilizados	32

1.- Introducción

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

A. Objeto del Informe.

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

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

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

B. Capacidad e Independencia de Solventis.

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

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

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

2.- Descripción de la Emisión de Deuda Subordinada

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

- Emisor: Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra (CAJA NAVARRA)
- Rating Emisor: Corto plazo: Fitch F1
Largo plazo: Fitch A
- Garante y naturaleza de la garantía: Por las características propias de las emisiones subordinadas, en cuanto al orden de prelación de créditos, esta emisión se sitúa después de todos los acreedores comunes de la Entidad, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 12.1 h) del Real Decreto 216/2008 de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras. No goza de preferencia en el seno de la Deuda Subordinada del Emisor, cualquiera que sea la instrumentación y fecha de la deuda.
- Naturaleza de los Valores: Deuda Subordinada
- Divisa de la Emisión: EUR
- Importe Nominal: Hasta 200.000.000,00 Euros
- Fecha Prevista de Emisión: 15 de mayo de 2009
- Período de Suscripción: El periodo de suscripción se iniciará el día 15 de mayo de 2009 (o el segundo día hábil siguiente a la inscripción de la presente Nota de Valores en el Registro Oficial de la CNMV y una vez publicada la mencionada Nota en la página web de Caja Navarra) y hasta el 29 de junio de 2009 que finaliza el periodo de suscripción. La orden de suscripción será irrevocable una vez suscrita, aceptada y firmada.
- Precio de Emisión: El precio de emisión de los valores se establecerá en función de la fecha de desembolso. Así, para suscripciones realizadas el 15 de mayo de 2009, el precio de emisión será del 99,27% y para suscripciones realizadas el 29 de junio de 2009, el precio de emisión será del 100%
- Remuneración: Cupones Fijos y Variables
- Cupón: 6.25% nominal anual fijo durante los dos primeros años.

Tipo Euribor a tres meses más un diferencial del 3,00% a partir del tercer año hasta el quinto año y un Tipo Euribor a tres meses más un diferencial del 3,50% a partir del sexto año hasta la fecha de amortización.

En cualquier caso, el tipo de interés resultante no podrá ser inferior al 4,00% anual. En caso de ser el tipo anual resultante inferior al 4,00% en algún período, la Emisión devengará en dicho período el 4,00% anual.

La fijación del tipo de interés será a las 11:00 horas de dos días hábiles TARGET antes de la fecha de inicio de cada periodo de interés.

- Base Cálculo Intereses: Act/365
- Fechas de pago de los cupones: Los intereses devengados serán satisfechos por trimestres vencidos los días 30 de septiembre, 30 de diciembre, 30 de marzo y 30 de junio de cada año durante la completa vigencia de la Emisión, siendo la fecha de pago del primer cupón el 30 de septiembre de 2009 y la del último cupón el 30 de junio de 2019
- Fecha de Amortización: Diez años desde la fecha de emisión (30 de junio de 2019)
- Sistema de Amortización: A la par al vencimiento o en la fecha de amortización anticipada correspondiente.
- Amortización anticipada: Opción de Amortización anticipada del emisor a partir del quinto año desde la fecha de emisión y en cada una de las fechas de pago de intereses posteriores a dicha fecha, previa autorización del Banco de España.
- Cotización Oficial: El Emisor solicitará la admisión de las obligaciones a cotización oficial en AIAF Mercado de Renta Fija
- Colectivo a los que se dirige la emisión: La totalidad para público en general
- ISIN: -

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

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

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

Esta emisión se sitúa por delante, en su caso, de las acciones o cuotas participativas, participaciones preferentes y deudas subordinadas especiales emitidas o garantizadas por CAJA NAVARRA.

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

A. Tipos de Emisiones:

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

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

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

Otros valores de renta fija son:

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

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

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

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

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

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

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

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

CAJA NAVARRA es una entidad financiera, con una calificación crediticia respaldada que le otorgan niveles de “rating” de A por Fitch.

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

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

En las tablas siguientes, recogemos las principales referencias de renta fija emitidas por CAJA NAVARRA (se excluye del inventario las emisiones de pagarés y cédulas hipotecarias o territoriales):

– Bonos Avalados por el Estado:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0314965015	27-Feb-09	25-Feb-11	Fijo	2.798	n.d.	105.000.000,00
ES0314965031	09-Mar-09	10-Mar-11	Variable	2.712	n.d.	75.000.000,00
ES0314965049	13-Mar-09	10-Oct-10	Fijo	2.6815	n.d.	65.000.000,00
ES0314965056	26-Mar-09	12-Nov-10	Fijo	2.60	n.d.	104.000.000,00
						349.000.000,00

– Bonos y Obligaciones Simples:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0214965016	15-Jun-07	17-Jun-19	Variable	1.60	n.d.	30.000.000,00
XS0329857931	22-Nov-07	22-Nov-27	Variable	4.35	n.d.	100.000.000,00
ES0314965007	27-May-08	27-May-10	Fijo	5.75	200	200.000.000,00
ES0312193008	29-Oct-08	29-Oct-11	Variable	5.832	n.d.	100.000.000,00
						430.000.000,00

– Obligaciones Subordinadas (Lower Tier II)

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón Actual	Spread Imp.	Nominal
ES0214965008	16-Jun-06	16-Jun-16	Variable	5.348	n.d.	150.000.000,00
						150.000.000,00

Las emisiones de Obligaciones Subordinadas de CAJA NAVARRA en circulación no representan una referencia lo suficientemente válida como para establecer, de una forma precisa, si las condiciones de una nueva emisión se ajustan a la situación actual de mercado. Los motivos que nos llevan a esta afirmación son fundamentalmente los siguientes:

1. No es posible observar en mercado niveles de cotización válidos para ninguna de las referencias de Deuda Subordinada viva.
2. Las emisiones de Obligaciones Subordinadas no tienen un mercado secundario activo que permitan establecer niveles de spreads implícitos para una nueva emisión.

Sin embargo, actualmente existe en circulación una emisión de Deuda Senior (ES0314965007) que cotiza de forma activa y que nos puede ayudar a establecer los niveles de spread implícitos de la emisión objeto del presente estudio.

C. Mercado Primario de Deuda Senior:

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

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

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

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

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

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

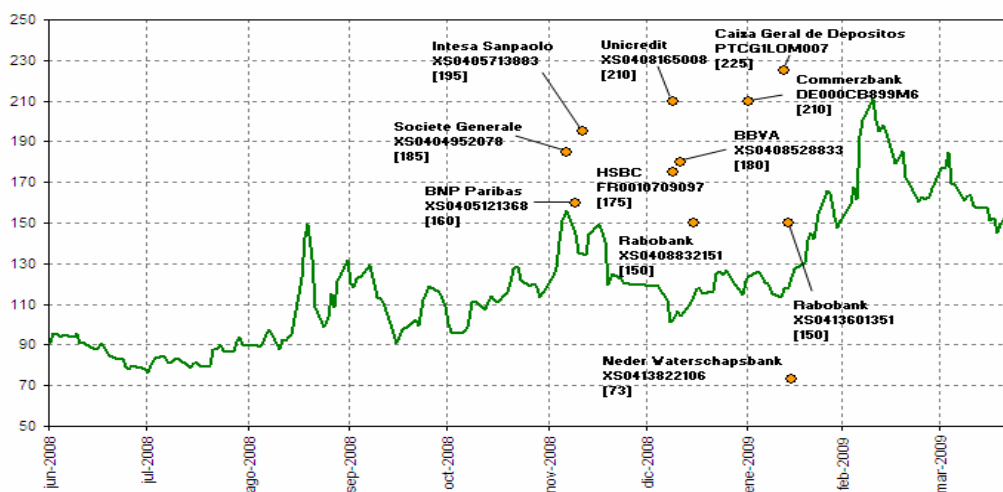
Cuadro 2: Emisiones de Deuda Senior del Mercado Primario (2008-09)

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

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

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

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



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

D. Mercado Primario de Deuda Subordinada Simple:

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

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

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

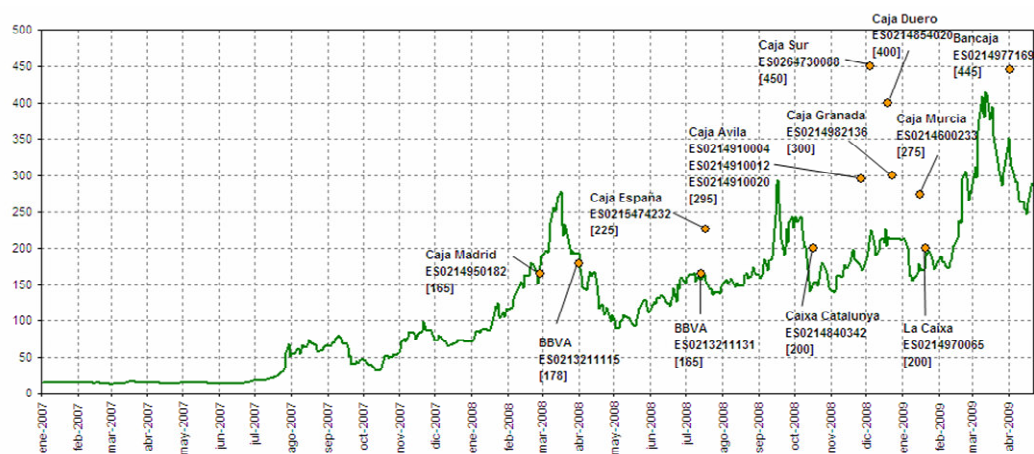
* Rating del Emisor en la fecha de emisión
Fuente: AIAF y Elaboración Propia

Entidades que en el momento de su colocación tenían niveles de rating similares a los de CAJA NAVARRA han emitido a lo largo de los últimos meses con spreads implícitos dentro de un rango de 275 a 400 puntos básicos.

Por ello, en nuestra opinión dadas las actuales circunstancias de mercado, para una emisión de CAJA NAVARRA de estas características el mercado debería exigirle un spread superior a los 340 puntos básicos.

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

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



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

E. Mercado Primario de Participaciones Preferentes:

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

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

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

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

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

Cuadro 5: TIR estimadas para las Emisiones de Participaciones Preferentes

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

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

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

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

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

Cuadro 6: Emisiones de Deuda Senior en Mercado Secundario Español

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

Fuente: Tradeweb

En el Gráfico 3 siguiente se recoge la evolución del spread implícito en la emisión de Deuda Senior emitida por CAJA NAVARRA que actualmente se encuentra cotizando en mercado con diferenciales inferiores a los 200 puntos básicos.

Los niveles de diferenciales observados para esta emisión, se aproximan a los que estimaríamos para CAJA NAVARRA para este tipo de instrumentos a partir de los niveles observados en mercado.

Gráfico 3: Evolución Spread Emisión Deuda Senior de Caja Navarra (ES0314965007)



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

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

Cuadro 7: Emisiones de Deuda Senior del Mercado Secundario Europeo

ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Spread Implícito
XS0304159576	Rabobank	AA+	06/06/2022	123.3 - 134.7
XS0405121368	BNP Paribas	AA	16/12/2013	85.7 - 104.1
XS0356838523	Credit Agricole	AA-	08/04/2011	75.8 - 94.8
XS0304508921	Intesa Sanpaolo	AA-	15/06/2017	134.7 - 157.2
DE000DB5S5U8	Deutsche Bank	AA-	31/08/2017	158.9 - 167
XS0297541285	Credit Mutuel	AA-	27/04/2017	157.1 - 193.6
XS0404952078	Societe Generale	AA-	19/12/2013	136.1 - 156
XS0254035768	Abn Amro Bank	AA-	11/05/2016	156.4 - 228.8
XS0215743252	Sanpaolo	AA-	01/04/2015	138 - 158.8
XS0321334442	Credit Suisse	AA-	18/09/2017	191.6 - 222.6
XS0365381473	Bank of Scotland	AA-	23/05/2013	309.2 - 342.2
XS0354788258	DNB Nor Bank	A+	28/03/2011	124.9 - 152.9
BE0932900518	Fortis Bank	A+	30/05/2014	179.3 - 246.3
XS0408165008	Unicredit	A+	14/01/2014	167.4 - 189.5
XS0303396062	ING	A+	31/05/2017	248.1 - 281.6
XS0359388690	UBS	A+	18/04/2018	227.5 - 262.1
XS0210918123	Banca Monte dei Paschi di Siena	A	02/02/2015	101.9 - 139.2
DE000DR0RR60	Dresdner Bank	A	27/02/2012	187 - 201.7
DE000CB899M6	Commerzbank	A	06/02/2014	157.5 - 167.5
DE0008016502	Deutsche Post	A-	30/01/2014	153.9 - 175.4
XS0142222198	Fortis Finance	BBB	25/01/2012	364.5 - 433.6

Fuente: Tradeweb

En cuanto al mercado secundario de Deuda Subordinada Simple (Cuadro 8), se recogen los spreads implícitos de algunas referencias emitidas por entidades financieras españolas. La realidad es que no son excesivamente

líquidas, y no es posible encontrar niveles de referencia para todas las emisiones de Deuda Subordinada emitidas por las diferentes entidades españolas. Los spreads medios para el rango de emisiones analizadas se sitúan en 496.99 puntos básicos.

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

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

Fuente: Tradeweb

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

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

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

Fuente: Tradeweb

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

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

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

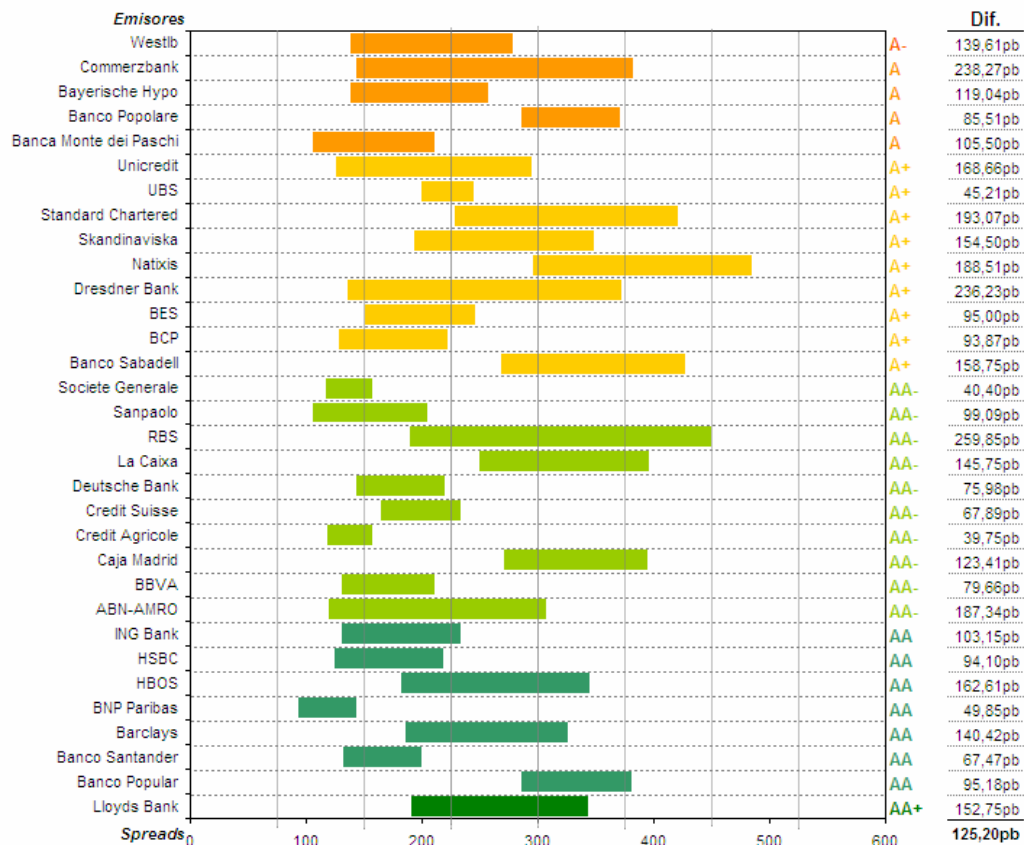
Índices Europeos Niveles Asset Swap Deuda Subordinada (Lower Tier II)	Último Precio	Promedio 2009	Nivel Mínimo 2009	Nivel Máximo 2009
CS Bank Capital Euro Lower Tier II	615,00	578,03	417,30	777,80
Merrill Lynch Euro Sub-Debt Lower Tier 2	619,00	528,53	399,00	681,00
JPMorgan Euro SUSI Index AA Banks Lower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

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

En términos agregados, los niveles cotizados de CDS a un plazo de 10 años para más de 30 Entidades Financieras Españolas y Europeas nos permiten obtener la siguiente información (ver Gráficos 4, 5 y 6):

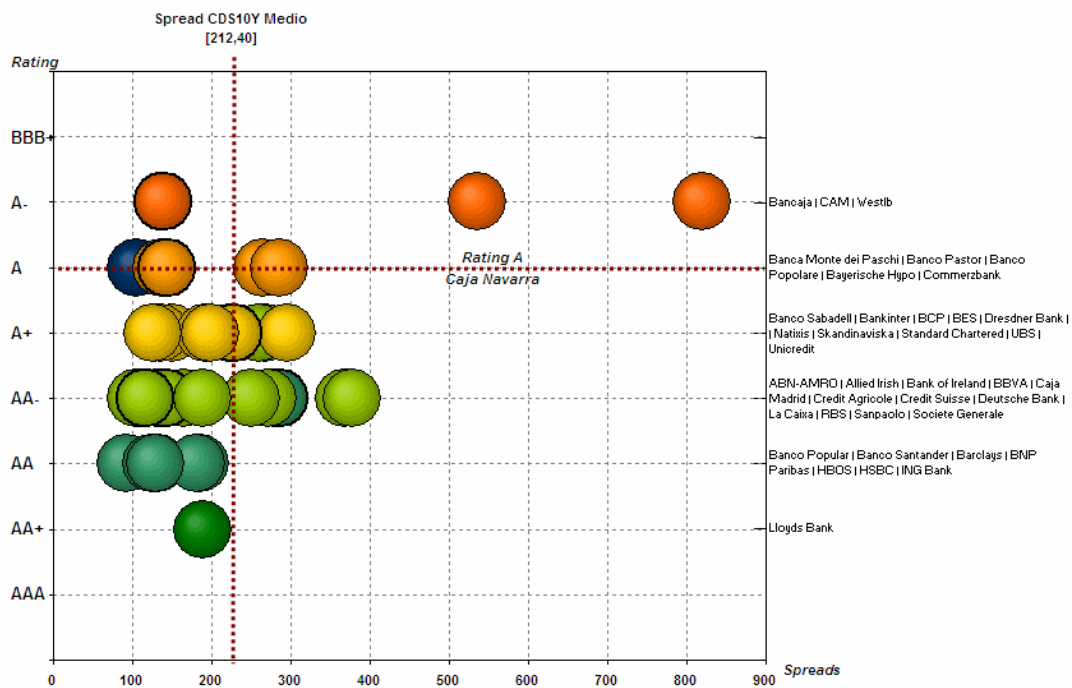
- El spread crediticio medio de los CDS a 10 años para las emisiones de Deuda Senior se encuentra alrededor de los 212,40 pb.
- El spread crediticio medio de los CDS a 10 años para las emisiones de Deuda Subordinada se encuentra alrededor de los 319,52 pb.
- Los diferenciales promedio entre los spreads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

Gráfico 4: Diferencias entre Spreads CDS a 10 años de Emisiones Subordinadas y Emisiones Senior de Entidades Financieras Europeas



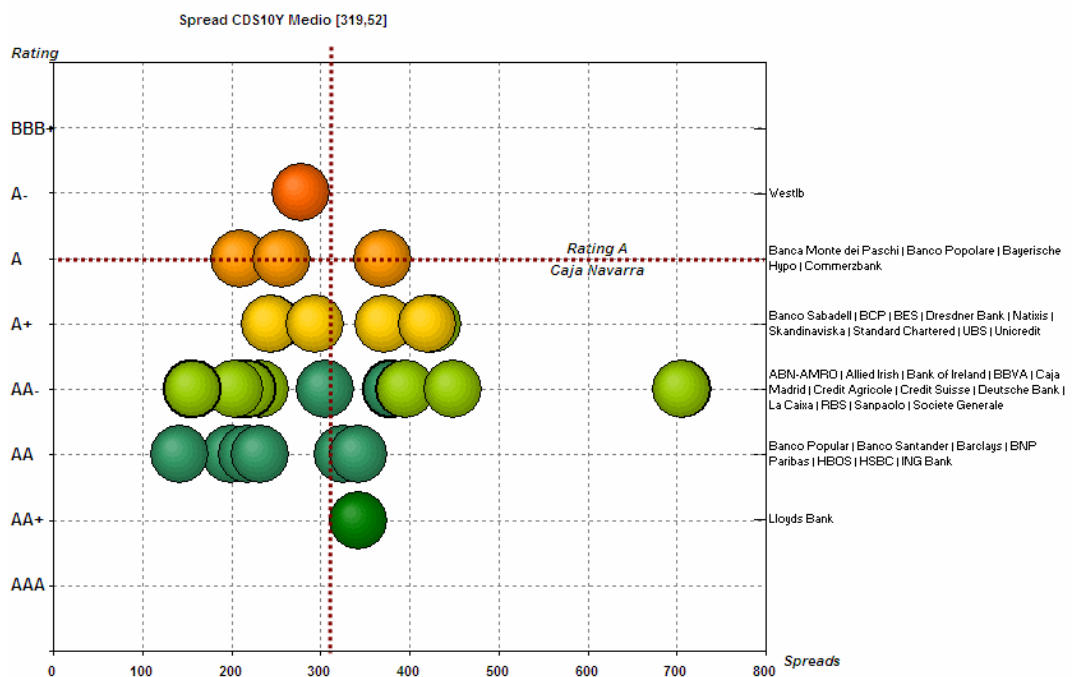
Fuente: Elaboración Propia y CMA

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



Fuente: Elaboración Propia y CMA

Gráfico 6: Spreads CDS a 10 años para Emisiones Subordinadas por Rating Emisor



Fuente: Elaboración Propia y CMA

En este mercado no es posible observar referencias de CDS (Credit Default Swap) sobre CAJA NAVARRA, pero sí que disponemos de referencias de emisores con rating similar para emisiones de Deuda Senior a un plazo de 10 años con niveles comprendidos entre los 200 y 380 puntos básicos. Estos niveles, aunque con un diferencial muy amplio, pueden servir de base para el análisis de la emisión objeto del presente informe.

Teniendo en cuenta las cotizaciones observadas en mercado primario y secundario para diferentes emisiones de deuda senior, subordinada y participaciones preferentes y los niveles de cotización de los CDS, podríamos concluir que una posible emisión de Deuda Subordinada a emitir por CAJA NAVARRA debería cotizar con un spread implícito por encima de los 340 puntos básicos.

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

	Mercado Primario	Mercado Secundario	CDS
Deuda Aval Estado	± 85 pb	-	-
Deuda Senior	> 200 pb	175 - 275	150 - 275
Deuda Subordinada	> 340 pb	275 - 425	200 - 400
Participaciones Preferentes	-	-	-

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

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

Fecha Inicio	Fecha Final	Periodicidad Pagos	Base	Fijación Tipo Referencia	Opción de Cancelación	Cupón
30/06/2009	30/06/2011	Trimestral	Act/365	-	No	6,2500%
30/06/2011	30/06/2014	Trimestral	Act/365	2 días hábiles anteriores a la fecha de inicio de cada período trimestral	No	EUR3M+300pb (floor 4,00%)
30/06/2014	30/06/2019	Trimestral	Act/365	2 días hábiles anteriores a la fecha de inicio de cada período trimestral	Si (en cada período trimestral)	EUR3M+350pb (floor 4,00%)

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

- Spread Implícito si la emisión fuera amortizada el 5º año (30/06/2014): en este caso el spread implícito de la emisión estaría entorno a los 360 puntos básicos (ver Cuadro 11).

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

21/04/2009		Spread Emisión (sobre EUR3M)								
		100 pb	150 pb	200 pb	250 pb	300 pb	350 pb	400 pb	450 pb	500 pb
Spread Crediticio Emisor	175 pb	100,04	101,92	103,96	106,11	108,33	110,59	112,86	115,13	117,41
	225 pb	97,81	99,67	101,69	103,81	106,00	108,23	110,47	112,72	114,97
	275 pb	95,64	97,48	99,47	101,56	103,73	105,93	108,14	110,36	112,59
	325 pb	93,51	95,33	97,30	99,37	101,51	103,68	105,87	108,06	110,26
	350 pb	92,47	94,28	96,23	98,29	100,42	102,58	104,75	106,93	109,11
	375 pb	91,44	93,24	95,18	97,23	99,34	101,49	103,65	105,81	107,98
	400 pb	90,42	92,21	94,14	96,18	98,28	100,41	102,56	104,71	106,86
	425 pb	89,42	91,19	93,11	95,14	97,22	99,34	101,48	103,62	105,76
	475 pb	87,44	89,20	91,10	93,10	95,16	97,25	99,36	101,47	103,59
	525 pb	85,52	87,25	89,13	91,10	93,14	95,21	97,29	99,37	101,46
575 pb	83,63	85,35	87,20	89,15	91,17	93,21	95,26	97,33	99,39	

- Spread Implícito analizando la emisión a vencimiento e introduciendo en el análisis el valor de la opción de cancelación del emisor a partir del 5º año: en este caso el spread implícito de la emisión estaría también entorno a los 355 puntos básicos (ver Cuadro 12).

Cuadro 12: Precio Teórico Emisión en función Spread Emisión vs. Spread Implícito

21/04/2009		Spread Emisión (sobre EUR3M Step-Up año 5 +50pb)								
		100 pb	150 pb	200 pb	250 pb	300 pb	350 pb	400 pb	450 pb	500 pb
Spread Crediticio Emisor	175 pb	99,30	101,91	103,96	106,11	108,33	110,58	112,86	115,13	117,41
	225 pb	95,57	98,91	101,67	103,81	106,00	108,23	110,47	112,72	114,97
	275 pb	91,93	95,20	98,69	101,55	103,73	105,93	108,14	110,36	112,59
	325 pb	88,43	91,63	95,04	98,60	101,49	103,68	105,87	108,06	110,26
	350 pb	86,73	89,89	93,26	96,79	100,37	102,57	104,75	106,93	109,11
	375 pb	85,06	88,19	91,53	95,01	98,58	101,47	103,65	105,81	107,98
	400 pb	83,44	86,53	89,83	93,27	96,80	100,35	102,55	104,71	106,86
	425 pb	81,84	84,90	88,16	91,57	95,06	98,60	101,46	103,61	105,76
	475 pb	78,76	81,75	84,94	88,27	91,69	95,15	98,62	101,45	103,58
	525 pb	75,81	78,74	81,86	85,12	88,46	91,84	95,24	98,65	101,44
575 pb	72,99	75,86	78,91	82,10	85,37	88,68	92,01	95,34	98,68	

- c. Spread Implícito analizando la emisión a vencimiento pero sin introducir en el análisis el valor de la opción de cancelación del emisor a partir del 5º año: en este caso el spread implícito de la emisión estaría alrededor de los 355 puntos básicos (ver Cuadro 13).

Cuadro 13: Precio Teórico Emisión en función Spread Emisión vs. Spread Implícito (Excluyendo la Opción de Cancelación)

21/04/2009		Spread Emisión (sobre EUR3M Step-Up año 5 +50pb)								
		100 pb	150 pb	200 pb	250 pb	300 pb	350 pb	400 pb	450 pb	500 pb
Spread Crediticio Emisor	175 pb	99,55	102,97	106,63	110,45	114,36	118,32	122,31	126,30	130,30
	225 pb	95,68	99,03	102,60	106,33	110,15	114,02	117,92	121,82	125,72
	275 pb	91,98	95,25	98,74	102,39	106,13	109,91	113,71	117,53	121,34
	325 pb	88,45	91,65	95,06	98,62	102,27	105,97	109,69	113,42	117,15
	350 pb	86,74	89,90	93,28	96,80	100,41	104,07	107,75	111,43	115,12
	375 pb	85,07	88,20	91,54	95,02	98,59	102,20	105,84	109,49	113,13
	400 pb	83,44	86,53	89,83	93,28	96,81	100,38	103,98	107,58	111,19
	425 pb	81,85	84,90	88,17	91,57	95,06	98,60	102,15	105,72	109,28
	475 pb	78,76	81,75	84,94	88,27	91,69	95,15	98,62	102,11	105,60
	525 pb	75,81	78,74	81,86	85,12	88,46	91,84	95,24	98,65	102,07
575 pb	72,99	75,86	78,91	82,10	85,37	88,68	92,01	95,34	98,68	

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

- | | | |
|--|---|-------|
| ▪ Cupones del 6,25% los dos primeros años | = | 1,00% |
| ▪ Cupones EUR3M+300pb (floor 4%) desde el tercer año | = | 0,97% |
| ▪ Cupones EUR3M+350b (floor 4%) desde el sexto año | = | 1,58% |

TOTAL		3,55%
-------	--	-------

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

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

5.- Conclusiones

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

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

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

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

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

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

Anexo 1: Métodos de Valoración

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

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

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

donde,

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

R es la Tasa Interna de Rentabilidad (TIR).

n es el número total de flujos.

t_i son las fechas de pago de los flujos.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

– **Modelo de Hull & White:**

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

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

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

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

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

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

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

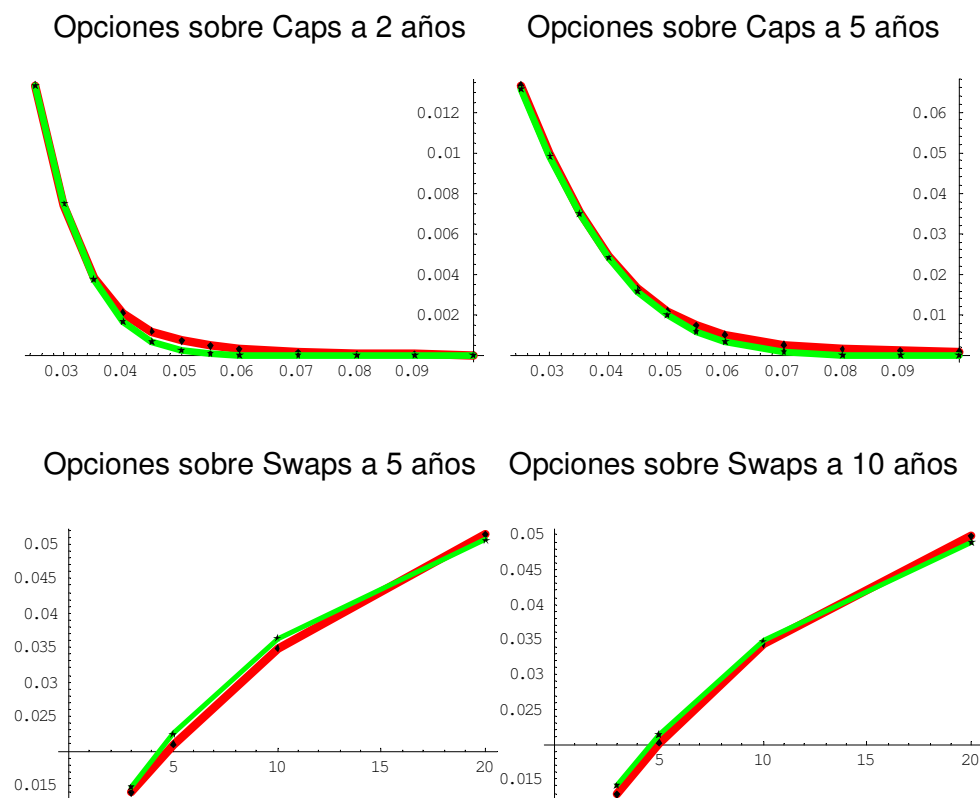
Para calibrar los modelos de Hull & White se toma como punto de partida los niveles de volatilidad de mercado de los Swaptions (opciones sobre Swaps) y de las opciones sobre Caps y Floors, así como la correspondiente curva de tipos de la moneda a calibrar.

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

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

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

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



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

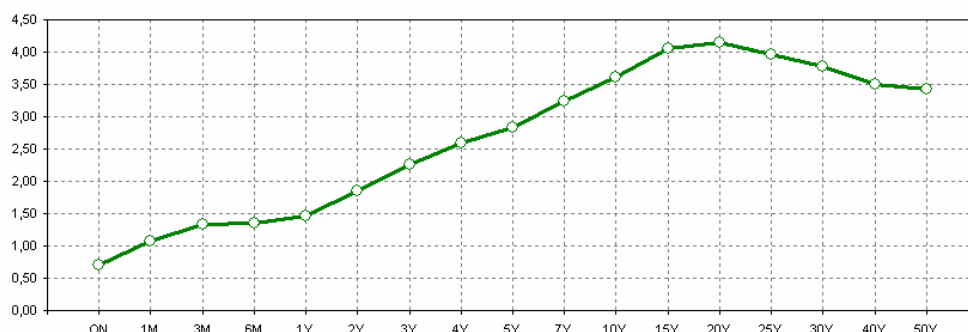
Una vez calibrado el modelo a una fecha de valoración concreta, se dispone de un árbol trinomial sobre el cuál poder construir y simular una estructura concreta de comportamiento de los tipos de interés, de forma que es posible introducir condicionales de pago complejos dentro de los flujos de pago de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

Anexo 2: Datos de Mercado Utilizados

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

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

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



- Volatilidades Caps/Floors EUR:

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

- Volatilidades de EUR Swaptions:

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

Solventis

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

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

grupo@solventis.es
www.solventis.es