



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 1^a Emisión de Participaciones Preferentes Caja Navarra, aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 27 de agosto de 2009 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 27 de agosto de 2009

D. Alberto Aniz Díaz
Subdirector General Adjunto
CAJA NAVARRA

Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra

**“1ª EMISIÓN DE PARTICIPACIONES
PREFERENTES CAJA NAVARRA”**

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 27 de agosto 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, que se incorpora por referencia.

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. Descripción del tipo y la clase de valores
- 4.2. Importe total de los valores que se admiten a cotización
- 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 devengo y pago de los intereses
 - 4.8.3. Euribor 3 meses
 - 4.8.4. Fórmula para el cálculo de la Remuneración Preferente no Acumulativa
 - 4.8.5. Plazo válido para reclamar los intereses y el reembolso del principal
 - 4.8.6. Descripción del subyacente
 - 4.8.7. 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
 - 4.9.3. Adquisición por entidades del Grupo de Caja Navarra para su 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. 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

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

ANEXOS: Informes de consultores independientes

I. RESUMEN

El presente resumen, el Documento de Registro del emisor y la Nota de Valores serán referidos, conjuntamente, como el “**Folleto**”. Existe un Documento de Registro de Caja Navarra inscrito en los registros oficiales de la CNMV el 22 de octubre de 2008. Se hace constar expresamente que:

(i) Este resumen debe leerse como introducción al Folleto.

(ii) Toda decisión de invertir en los valores debe estar basada en la consideración del Folleto en su conjunto por parte del inversor.

(iii) No se derivará responsabilidad civil alguna de este resumen o de la información contenida en él, incluida cualquiera de sus traducciones, para cualquier persona responsable de su contenido a menos que el resumen resulte ser engañoso, inexacto o incoherente al ser leído conjuntamente con las restantes partes del Folleto.

(iv) En caso de iniciarse ante un juzgado o tribunal un procedimiento de reclamación en relación con la información contenida en este Folleto, el inversor demandante podría, en virtud de la legislación de los Estados miembros del Espacio Económico Europeo, tener que hacer frente a los gastos de la traducción de este Folleto con carácter previo al inicio de dicho procedimiento judicial.

1. ASPECTOS RELEVANTES A TENER EN CUENTA POR EL INVERSOR

La inversión en Participaciones Preferentes está sujeta a RIESGOS Específicos que se resumen a continuación.

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

Factores de riesgo de los valores

A continuación se describen los principales factores de riesgo inherentes a los valores que se emiten al amparo de la presente Nota de Valores

Riesgo de no percepción de las remuneraciones

El pago de la Remuneración estará condicionado a la obtención de Beneficio Distribuible (tal y como este término se define en el apartado 4.7.1 de la Nota de Valores) y a la existencia de recursos propios suficientes de conformidad con la normativa bancaria que resulte de aplicación en cada momento.

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

El Beneficio Distribuible correspondiente a los tres últimos ejercicios ha sido el siguiente: 150.013 miles de euros (2008), 167.192 miles de euros (2007) y 139.897 miles de euros (2006). A efectos meramente teóricos y suponiendo que la Emisión se suscribe íntegramente el 1 de enero de 2009, el importe total en concepto de Remuneración estimada correspondiente al ejercicio 2009 sobre el total de participaciones preferentes emitidas o garantizadas por Caja Navarra supone una carga teórica de un 5,33% sobre el Beneficio Distribuible del ejercicio 2008. Dicha cifra ha sido calculada considerando una remuneración constante durante el ejercicio 2009 del 8% nominal anual y tomando como Beneficio Distribuible 150.013 miles de euros correspondientes al beneficio neto individual que es menor que el consolidado.

No existen emisiones anteriores de Participaciones Preferentes realizadas por el Emisor o su Grupo.

Riesgo de absorción de pérdidas

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

Riesgo de perpetuidad

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

No obstante, transcurridos cinco años desde la Fecha de Desembolso, es decir, a partir del 30 de octubre de 2014, el Emisor podrá en cualquier momento, coincidiendo con una fecha de pago de Remuneración, amortizar total o parcialmente las Participaciones Preferentes, a la par, libre de gastos y comisiones, con autorización previa del Banco de España.

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

Riesgo de orden de prelación

Las Participaciones Preferentes se sitúan en orden de prelación, tal y como se describe en el Folleto:

- i) detrás de todos los acreedores comunes y subordinados del Emisor
- ii) al mismo nivel que las Participaciones Preferentes que haya emitido o, en su caso, pueda emitir en el futuro el Emisor
- iii) por delante de las cuotas participativas u obra benéfico social del Emisor

Riesgo de mercado

Son valores con un riesgo elevado, que pueden generar pérdidas del nominal invertido. Si el inversor quisiera más adelante venderlos podría ocurrir que el precio de venta fuera menor que el precio que pagó por adquirirlos.

Riesgo de liquidez

Aunque se vaya a solicitar la admisión a negociación de las Participaciones Preferentes en AIAF MERCADO DE RENTA FIJA, no es posible asegurar que el inversor pueda venderlas con carácter inmediato ya que no existen garantías de que vaya a producirse una negociación activa en el mercado.

Riesgo de liquidación de la Emisión

La Emisión, a pesar del carácter perpetuo, podría ser liquidada si se dan algunas de los siguientes supuestos:

1. liquidación o disolución del Emisor, o
2. reducción de los fondos propios del emisor y de sus cuotas participativas, en su caso, a cero, sin liquidación de la caja con un aumento simultaneo del fondo fundacional o una emisión simultanea de cuotas participativas.

La liquidación de la Emisión en estos casos no garantiza necesariamente a los titulares de las Participaciones Preferentes la percepción del 100 % de las Cuotas de Liquidación correspondientes (que equivalen a su valor nominal (1.000 euros x valor) más, en su caso, un importe igual a la remuneración devengada y no satisfecha correspondiente al periodo de remuneración en curso y hasta la fecha de pago).

Riesgo de variación de la calidad crediticia

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

Caja Navarra ha sido calificada por la entidad calificadora independiente FITCH RATINGS en A para la deuda a largo plazo, F1 para la deuda a corto plazo, calificación individual B, perspectiva estable con fecha 23 de mayo de 2008.

Una variación del rating asignado al Emisor podría afectar al valor de mercado de la emisión.

Factores de riesgo del Emisor

Caja Navarra, como entidad de crédito, asume los riesgos inherentes a su actividad y son los que se mencionan a continuación:

Riesgo de crédito
Riesgo de mercado
Riesgo de interés
Riesgo operacional
Riesgo de liquidez

Los principales factores de riesgo que se señalan aparecen descritos en el Documento de Registro inscrito en el Registro Oficial de la CNMV, con fecha 22 de octubre de 2008

2. PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

Denominación:	“1ª EMISIÓN DE PARTICIPACIONES PREFERENTES CAJA NAVARRA”
Emisor:	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra “Caja Navarra”
Valor nominal unitario:	1.000 euros
Importe nominal total de la emisión:	Hasta cien millones de euros (100.000.000) de euros.
Importe mínimo de las órdenes de suscripción:	1.000 euros
Prima de emisión:	0 euros (se emiten a la par)
Plazo:	Perpetuo, con posibilidad de que el Emisor amortice anticipadamente a partir del quinto año.
Remuneración:	Será predeterminada y de carácter no acumulativo: - Durante el periodo comprendido entre el 29 de octubre de 2009 (Fecha de Desembolso) y el 28 de octubre de 2014, devengará un tipo Fijo del 8,00% , - A partir del día 29 de octubre de 2014, devengará un tipo de interés nominal anual variable cada trimestre, igual al que resulte de aplicar el Euribor a 3 meses + 5,00 % sobre el importe nominal de las participaciones, con un tipo de interés nominal mínimo aplicable para cada uno de los trimestres del 6,50% nominal anual.
Periodicidad de Remuneración:	Trimestral (trimestres vencidos a partir de la Fecha de Desembolso), siendo la primera el 29 de enero de 2010
Periodo de Solicitudes de Suscripción:	El periodo de solicitudes de suscripción se iniciará a las 8:30 horas del segundo día hábil siguiente a la fecha de registro en el Registro Oficial de la CNMV y hasta las 13:30 horas el 28 de octubre de 2009. Salvo en el supuesto de cierre anticipado por suscripción total de la emisión tal como se establece en el apartado 6.a.iii del folleto.

Sistema de Colocación:	Orden cronológico de recepción de las órdenes en las oficinas de la Entidad Colocadora.
Fecha de Emisión y Desembolso:	La fecha de desembolso será el 29 de octubre de 2009. No obstante, podrán solicitarse provisiones de fondos que se formalizarán como imposiciones a plazo fijo desde la fecha en que el cliente confirme la orden (inclusive) y hasta la fecha de desembolso (exclusive) por el importe nominal comprometido por el cliente. Esta imposición a plazo fijo se remunerará al 8,00%, calculado en base actual/365. Existe la posibilidad de revocación de las órdenes tal y como se explica en el apartado 6.
Cotización:	A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA.
Liquidez:	No se garantiza una liquidez rápida y fluida. No obstante, los valores cotizarán en A.I.A.F. MERCADO DE RENTA FIJA. Adicionalmente, el Emisor ha formalizado un Contrato de Liquidez con Confederación Española de Cajas de Ahorro "CECA" por el que ésta se compromete a dar liquidez al valor mediante la cotización de precios de compra y venta hasta el 10% del importe efectivo de la emisión.
Entidad Colocadora:	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra "Caja Navarra"
Régimen Fiscal:	Se incluye en la Nota de Valores un breve análisis del actual régimen fiscal de las Participaciones Preferentes para sus tenedores.
Comparación con otras emisiones	Con el fin de valorar las condiciones económicas de la emisión, CAJA NAVARRA, ha obtenido la opinión de Analistas Financieros Internacionales y de Ernst & Young, consultores independientes especializados, sobre las condiciones financieras de la Emisión. Dichos informes se adjuntan como Anexo a la Nota de Valores.

3. PRINCIPALES DATOS ECONÓMICOS DEL EMISOR

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 30.6.09 así como las Cuentas de Pérdidas y Ganancias a 30.6.08 y 30.6.09. 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 julio de 2009. La entidad, a fecha de la presente Nota de Valores, no dispone de Coeficiente de Solvencia a 30 de junio 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

	Julio 2009	Dic. 2008	Dic. 2007
Ratio de Morosidad	3,32%	1,93%	0,61%
Indice de Cobertura	69,34%	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	17,64%
4. ACTIVOS FINANCIEROS DISPONIBLES PARA LA VENTA	0016	3.181.338	1.422.332	123,67%
5. INVERSIONES CREDITICIAS	0017	14.069.301	12.913.501	8,95%
6. CARTERA DE INVERSIÓN A VENCIMIENTO.....	0018	255.735	1.551	16388,39%
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%
11. CONTRATOS DE SEGUROS VINCULADOS A PENSIONES.....	0455	781	754	3,58%
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	343,67%
TOTAL ACTIVO.....	0550	18.973.752	15.430.542	22,96%
PASIVO				
1. CARTERA DE NEGOCIACIÓN.....	0565	36.745	5.389	581,85%
3. PASIVOS FINANCIEROS A COSTE AMORTIZADO.....	0568	17.464.896	13.891.517	25,72%
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	18.862	24.392	-22,67%
TOTAL PASIVO.....	1000	17.758.228	14.198.096	25,07%
PATRIMONIO NETO				
1. FONDOS PROPIOS	1020	1.240.975	1.125.602	10,25%
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	18.973.752	15.430.542	22,96%

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	398.069	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	92.497	-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%
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 interrump	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%
F) RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO.....	0170	161.474	175.610	-8,05%

BALANCE CONSOLIDADO PÚBLICO
Comparación entre 30.06.2009 y 31.12.2008

ENTIDAD: Caja de Ahorros y Monte de Piedad de NAVARRA

Año	mes	Año	mes	%
2009	06	2008	12	Variación

(Miles de euros redondeados)

ACTIVO				
1. CAJA Y DEPÓSITOS EN BANCOS CENTRALES	0001	197.809	262.268	-24,58%
2. CARTERA DE NEGOCIACIÓN	0014	29.341	18.889	55,33%
4. ACTIVOS FINANCIEROS DISPONIBLES PARA LA VENTA	0016	3.085.176	3.181.338	-3,02%
5. INVERSIONES CREDITICIAS	0017	13.595.299	14.069.301	-3,37%
6. CARTERA DE INVERSIÓN A VENCIMIENTO.....	0018	254.981	255.735	-0,29%
8. DERIVADOS DE COBERTURA.....	0390	109.480	87.209	25,54%
9. ACTIVOS NO CORRIENTES EN VENTA.....	0019	35.800	21.437	67,00%
10. PARTICIPACIONES.....	0420	230.738	238.140	-3,11%
11. CONTRATOS DE SEGUROS VINCULADOS A PENSIONES.....	0455	784	781	0,38%
13. ACTIVO MATERIAL.....	0465	564.007	566.164	-0,38%
14. ACTIVO INTANGIBLE.....	0495	38.230	35.160	8,73%
15. ACTIVOS FISCALES.....	0505	167.831	144.681	16,00%
16. RESTO DE ACTIVOS.....	0526	156.766	92.649	69,20%
TOTAL ACTIVO.....	0550	18.466.242	18.973.752	-2,67%
PASIVO				
1. CARTERA DE NEGOCIACIÓN.....	0565	41.972	36.745	14,23%
3. PASIVOS FINANCIEROS A COSTE AMORTIZADO.....	0568	16.956.818	17.464.896	-2,91%
5. DERIVADOS DE COBERTURA.....	0695	23.531	33.742	-30,26%
8. PROVISIONES.....	0915	131.469	135.126	-2,71%
9. PASIVOS FISCALES.....	0930	53.893	53.307	1,10%
10. FONDO DE LA OBRA SOCIAL (sólo Cajas de Ahorros y Cooperativas de Crédito)	0941	30.124	15.550	93,72%
11. RESTO DE PASIVOS.....	0956	43.811	18.862	132,27%
TOTAL PASIVO.....	1000	17.281.618	17.758.228	-2,68%
PATRIMONIO NETO				
1. FONDOS PROPIOS	1020	1.269.547	1.240.975	2,30%
2. AJUSTES POR VALORACIÓN.....	1005	-88.449	-29.596	198,85%
3. INTERESES MINORITARIOS.....	1001	3.526	4.145	-14,93%
TOTAL PATRIMONIO NETO.....	1095	1.184.624	1.215.524	-2,54%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO.....	1100	18.466.242	18.973.752	-2,67%

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA PÚBLICA
Comparación entre 30.06.2009 y 30.06.2008

ENTIDAD: Caja de Ahorros y Monte de Piedad de NAVARRA

Año	mes	Año	mes	%
2009	06	2008	06	Variación

(Miles de euros redondeados)

1. Intereses y rendimientos asimilados.....	0001	366.078	379.044	-3,42%
2. Intereses y cargas asimiladas.....	0005	224.409	266.968	-15,94%
A) MARGEN DE INTERESES.....	0015	141.669	112.076	26,40%
4. Rendimiento de instrumentos de capital.....	0020	7.795	9.059	-13,95%
5. Resultado de entidades valoradas por el método de la participación.....	0025	-7.938	1.222	-749,59%
6. Comisiones percibidas.....	0030	37.879	43.366	-12,65%
7. Comisiones pagadas.....	0035	3.465	3.794	-8,67%
8. Resultado de operaciones financieras (neto).....	0040	40.298	62.972	-36,01%
9. Diferencias de cambio (neto).....	0050	777	494	57,29%
10. Otros productos de explotación.....	0055	17.563	9.653	81,94%
11. Otras cargas de explotación.....	0065	11.732	1.346	771,62%
B) MARGEN BRUTO.....	0075	222.846	233.702	-4,65%
12. Gastos de administración.....	0080	111.753	109.834	1,75%
13. Amortización.....	0085	17.573	13.948	25,99%
14. Dotaciones a provisiones (neto).....	0090	-776	-513	51,27%
15. Pérdidas por deterioro de activos financieros (neto).....	0095	30.210	29.433	2,64%
C) RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN.....	0105	64.086	81.000	-20,88%
17. Ganancias (pérdidas) en la baja de activos no clasificados como no corrientes en venta..	0125	24.775	46.482	-46,70%
D) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS.....	0145	89.367	127.482	-29,90%
20. Impuesto sobre beneficios.....	0150	8.481	14.058	-39,67%
E) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS.....	0160	80.886	113.424	-28,69%
F) RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO.....	0170	80.886	113.424	-28,69%

0. FACTORES DE RIESGO DE LOS VALORES

A continuación se describen los principales riesgos inherentes a los valores que se emiten al amparo del presente Folleto.

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

Riesgo de no percepción de las Remuneraciones

El devengo y el pago de la Remuneración estará condicionada a:

- a) que la suma de las Remuneraciones pagadas durante el ejercicio en curso y que se propone pagar durante el trimestre en curso a todas las Participaciones Preferentes del Emisor no supere el Beneficio Distribuible del ejercicio anterior auditado, tal y como este término se define en el apartado 4.7.1.b de la Nota de Valores, y
- b) las limitaciones impuestas por la normativa bancaria sobre recursos propios que se describen en el apartado 4.7.1 b de la Nota de Valores.

No obstante, los titulares de Participaciones Preferentes tendrán derecho a percibir la parte de la Remuneración que les corresponda, hasta el límite que fuere posible. En el supuesto de pago parcial según lo previsto en el apartado 4.7.1.b de la presente Nota de Valores, la Remuneración sobre las Participaciones Preferentes junto con las que correspondan al resto de las participaciones preferentes o valores equiparables emitidos o que se puedan emitir en el futuro, se declararán a prorrata, teniendo en cuenta la proporción existente entre (a) la cantidad total disponible para el pago de la Remuneración a las Participaciones Preferentes y el resto de participaciones preferentes y valores equiparables, si existieren, y (b) la cantidad que se hubiese pagado a las Participaciones Preferentes y al resto de participaciones preferentes y valores equiparables, si existiesen, de no haber existido limitación alguna al pago de la Remuneración. En consecuencia, el importe que por la Remuneración percibirían los titulares de las Participaciones Preferentes estaría en función, en este supuesto, del importe total de participaciones preferentes y valores equiparables en circulación en el momento del pago y de la Remuneración a la que pudieran tener derecho esas otras participaciones preferentes y valores equiparables.

Si en alguna fecha de pago de la Remuneración, ésta no se abonara por darse alguna de las circunstancias anteriores, se perderá el derecho a percibir dicha Remuneración, no teniendo por qué afectar al pago de las remuneraciones futuras y el Emisor no tendrá obligación alguna de pagar ninguna remuneración respecto de ese periodo ni de pagar intereses sobre la misma, con independencia de que se declaren o no Remuneraciones respecto de las Participaciones Preferentes en cualquier periodo de remuneración futuro.

La presente emisión de Participaciones Preferentes por importe de cien millones de euros (100.000.000,-) supone el 9,68% sobre los recursos propios básicos del Emisor a fecha 31 de diciembre de 2008 que ascienden a 1.032.597 miles de euros.

El Beneficio Distribuible correspondiente a los tres últimos ejercicios ha sido el siguiente: 150.013 miles de euros (2008), 167.192 miles de euros (2007) y 139.897 miles de euros (2006). A efectos meramente teóricos y suponiendo que la Emisión se suscribe íntegramente el 1 de enero de 2009, el importe total en concepto de Remuneración estimada correspondiente al ejercicio 2009 sobre el total de participaciones preferentes emitidas o garantizadas por Caja Navarra supone una carga teórica de un 5,33% sobre el Beneficio Distribuible del ejercicio 2008. Dicha cifra ha sido calculada considerando una remuneración constante durante el ejercicio 2009 del 8% nominal anual y tomando como Beneficio Distribuible 150.013 miles de euros correspondientes al beneficio neto individual que es menor que el consolidado.

Riesgo de absorción de pérdidas

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

No existen emisiones anteriores de Participaciones Preferentes realizadas por el Emisor o su Grupo.

Riesgo de perpetuidad

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

No obstante, transcurridos cinco años desde la Fecha de Desembolso, es decir, a partir del 30 de octubre de 2014, el Emisor podrá en cualquier momento, coincidiendo con una fecha de pago de Remuneración, amortizar total o parcialmente las Participaciones Preferentes, a la par, libre de gastos y comisiones, con autorización previa del Banco de España.

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

Riesgo de orden de prelación

Las Participaciones Preferentes se sitúan en orden de prelación, tal y como se describe en el Folleto:

i) detrás de todos los acreedores comunes y subordinados del Emisor

ii) al mismo nivel que las Participaciones Preferentes que haya emitido o, en su caso, pueda emitir en el futuro el Emisor

iii) por delante de las cuotas participativas del emisor, que en su caso pueda emitir, así como únicamente para el caso de liquidación de Caja Navarra por delante de la obra benéfico social del Emisor en cuanto al destino del remanente que pueda quedar una vez atendidas todas las obligaciones de Caja Navarra.

El adjetivo “preferente” que la legislación española otorga a las Participaciones Preferentes NO significa que sus titulares tengan la condición de acreedores privilegiados.

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

Riesgo de liquidez

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

El Emisor ha suscrito un Contrato de Liquidez con CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS por el que ésta se compromete a ofrecer liquidez hasta el 10% del valor de la Emisión. Las características de dicho contrato se detallan en el apartado 6.3 de la Nota de Valores.

Riesgo de liquidación de la Emisión

A pesar del carácter perpetuo de la Emisión, ésta podrá ser liquidada cuando ocurra alguno de los siguientes supuestos:

- 1) Liquidación o disolución del Emisor.
- 2) Reducción de los fondos propios del Emisor y de sus cuotas participativas, en su caso, a cero, sin liquidación de la Caja y con un aumento simultáneo de su fondo fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas.

La liquidación de la Emisión en estos supuestos no garantiza necesariamente a los titulares de las Participaciones Preferentes la percepción del 100 % de las Cuotas de Liquidación correspondientes a las mismas (que, equivalen a su valor nominal, esto es, 1.000 euros por Participación Preferente, más, en su caso, un importe igual a la remuneración devengada y no satisfecha correspondiente al periodo de remuneración en curso y hasta la fecha de pago).

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

Riesgo de mercado: Las Participaciones Preferentes, 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, de las condiciones de mercado y de las condiciones económicas generales. En función de la evolución de dichas condiciones, estas Participaciones Preferentes podrían llegar a negociarse por debajo de su precio de emisión.

Riesgo de variación de calidad crediticia: Los valores que se emiten al amparo de la presente Nota de Valores no han sido calificados por Agencia de calificación alguna.

Caja Navarra ha sido calificada por la entidad calificadora independiente FITCH RATINGS en A para la deuda a largo plazo, F1 para la deuda a corto plazo, calificación individual B, perspectiva estable, con fecha 23 de mayo de 2008.

Una variación del rating asignado al Emisor podría afectar al valor de mercado de la emisión.

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 la remuneración de los valores y, por tanto, generar una disminución del valor de la inversión. La entidad, a fecha de la presente Nota de Valores, no dispone de Coeficiente de Solvencia a 30 de junio 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

	Julio 2009	Dic. 2008	Dic. 2007
Ratio de Morosidad	3,32%	1,93%	0,61%
Indice de Cobertura	69,34%	115,61%	280,70%

1. PERSONAS RESPONSABLES

1.1. La responsabilidad del contenido de la presente Nota de Valores es asumida por D. Alberto Aniz Diaz, Subdirector General Adjunto facultado para el otorgamiento de la presente Nota de Valores, por el acuerdo adoptado por el Consejo de Administración de 30 de junio de 2009.

1.2. D. Alberto Aniz Diaz, 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

Los fondos obtenidos de la emisión de las Participaciones Preferentes se destinarán a fortalecer los recursos propios de Caja Navarra.

Caja Navarra ha solicitado con fecha 9 de Julio de 2009 al BANCO DE ESPAÑA, el cómputo de las Participaciones Preferentes objeto de la presente Emisión como recursos propios computables del Grupo Caja Navarra. Tras la presente emisión y teniendo en cuenta la emisión de 250 M. de deuda subordinada realizada el pasado 30 de junio, el coeficiente de solvencia de la entidad se situará entorno al 13%.

Si la calificación como recursos propios mencionada en el párrafo anterior fuera denegada a los valores objeto de este Folleto, el Emisor comunicará dicho extremo como hecho relevante a la CNMV. En dicho supuesto, el Emisor se compromete a mantener la Emisión en los términos y condiciones recogidos en este Folleto, sin perjuicio de las eventuales adaptaciones que el citado hecho pudiera requerir.

Tanto en el supuesto de que la calificación como recursos propios fuera denegada, como en el caso de que se produzca cualquier modificación de la legislación española relativa a esta materia que afecte a la posibilidad de computar la presente Emisión como recursos propios computables de Caja Navarra, el Emisor, con sujeción a la legislación aplicable, podrá, en cualquier momento, adquirir las Participaciones Preferentes que estén en circulación y procederá, en su caso, a su amortización todo ello de conformidad con lo dispuesto en la legislación vigente en ese momento.

Bajo el supuesto de que se suscriba la totalidad del importe inicial de la Emisión, los gastos de emisión previstos para trámites oficiales y otros relacionados con la colocación de la Emisión se desglosan conforme a la siguiente tabla:

Concepto	<u>Importe (euros)</u>
Registro del Folleto Informativo de emisión en la CNMV.	14.000,00
Supervisión del proceso de admisión a cotización por la CNMV.	3.000,00
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	27.500,00

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

4.1. Descripción del tipo y clase de los valores.

Las Participaciones Preferentes CAJA NAVARRA son valores atípicos de carácter perpetuo y su figura está reconocida en el artículo 7 y en la Disposición Adicional segunda de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros, según la redacción dada, respectivamente, por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, y por la Ley 19/2003, de 3 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, por la Ley 62/2003 de 30 de noviembre y por la Ley 23/2008 de 18 de noviembre, Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras y en la Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.

La presente Nota de Valores se formaliza con el objeto de proceder a la emisión de Cien mil Participaciones Preferentes CAJA NAVARRA, de MIL (1.000) euros de valor nominal cada una.

Las Participaciones Preferentes no son valores de renta fija cuya percepción a vencimiento esté asegurada, sino que son valores de carácter complejo que pueden conllevar pérdida de principal.

Las Participaciones Preferentes al tener carácter perpetuo, no tienen plazo de vencimiento y el emisor no está obligado a reembolsar su principal.

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

El importe total de la emisión será de CIEN millones de euros, representada por Cien mil participaciones de MIL (1.000,-) euros de valor nominal y efectivo cada una, salvo que sea suscripción incompleta.

4.3. Legislación de los valores

La Emisión está sujeta a la legislación española.

La emisión de las Participaciones Preferentes se lleva a cabo en el mercado español con sujeción a la legislación vigente, ajustándose a la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Asimismo, la Emisión se realiza al amparo de la Disposición Adicional Tercera de la Ley 19/2003, que modifica la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/ 1985, de 25 de mayo, que establece los requisitos y características de las Participaciones Preferentes, Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras y en la Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.

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

4.4. Representación de los valores

Los valores estarán 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

Las Participaciones Preferentes se sitúan en orden de prelación, tal y como se describe en el Folleto:

- i) inmediatamente detrás de todos los acreedores comunes y subordinados del Emisor
- ii) al mismo nivel que las Participaciones Preferentes que haya emitido o, en su caso, pueda emitir en el futuro el Emisor
- iii) por delante de las cuotas participativas del emisor, que en su caso pueda emitir, así como únicamente para el caso de liquidación de Caja Navarra por delante de la obra benéfico social del Emisor en cuanto al destino del remanente que pueda quedar una vez atendidas todas las obligaciones de Caja Navarra

El adjetivo “preferente” que la legislación española otorga a las Participaciones Preferentes NO significa que sus titulares tengan la condición de acreedores privilegiados.

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

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

Las Participaciones Preferentes otorgan a sus titulares los derechos económicos y, en su caso, políticos que se describen a continuación:

4.7.1. Derechos económicos.

4.7.1.1. Derecho a percibir remuneración

Los titulares de Participaciones Preferentes tendrán derecho a percibir una remuneración predeterminada, de carácter no acumulativo (en adelante la “**Remuneración Preferente no Acumulativa**”), tal y como se describe en el Apartado 4.8 de esta Nota de valores.

El pago de la Remuneración Preferente no Acumulativa quedará condicionado a:

- (I) Que exista Beneficio distribuible suficiente (tal y como este término se describe más adelante en este Apartado)
- (II) Las limitaciones impuestas por la normativa española sobre recursos propios de las entidades de crédito o las que se puedan imponer en el futuro.

Esto significa que, cuando concurra alguno de los condicionantes descritos en el párrafo anterior, los titulares de Participaciones Preferentes no tendrán derecho a percibir la Remuneración Preferente no Acumulativa.

I. Régimen de percepción de la Remuneración Preferente no Acumulativa por los titulares de Participaciones Preferentes

a) Supuestos de no percepción

Los titulares de Participaciones Preferentes no tendrán derecho a percibir la Remuneración Preferente no Acumulativa en los siguientes casos:

1. En la medida en que dicha Remuneración, junto con (a) cualquier remuneración pagada durante el ejercicio en curso, y (b) aquellas remuneraciones que se propone abonar durante el periodo de devengo en curso, en cada caso respecto de (i) todas las participaciones preferentes emitidas por el Emisor y, en su caso, por cualquier otra Filial, que se encuentren garantizadas por el Garante en los mismos términos que las Participaciones Preferentes

(incluidas las Participaciones Preferentes incluidas en la presente Emisión), y (ii) cualesquiera participaciones preferentes o valores equiparables emitidos por Caja Navarra que se sitúen, en cuanto a la participación en beneficios, al mismo nivel que las obligaciones del Emisor asumidas en esta Nota de Valores, excediera del Beneficio Distribuible correspondiente al ejercicio anterior auditado, según se define a continuación.

Se entiende por "**Beneficio Distribuible**" de un ejercicio fiscal, el menor entre los beneficios netos de Caja Navarra y de su Grupo consolidable de entidades de crédito, definido en la Ley 13/1985 y en sus normas de desarrollo, tal y como se reflejan, de acuerdo con las normas dictadas por el Banco de España para su cálculo, en los estados contables reservados a que se refieren las normas 69 y 70 de la Circular 4/2004 del Banco de España. Dichos resultados anuales deberán haber sido formulados, al menos, por el Consejo de Administración de Caja Navarra y verificados por sus auditores externos. Cuando dichos resultados se aparten materialmente de los atribuidos al Grupo Caja Navarra en las cuentas anuales consolidadas de carácter público a las que se refiere la Circular 4/2004, su importe y las causas de dicha diferencia recibirán publicidad adecuada en la Memoria que forme parte de dichas cuentas.

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

"**Grupo**" significa el conjunto de entidades integrado por Caja Navarra y las sociedades que conforman su perímetro de consolidación.

"**Filial**" significa cualquier entidad en la que el Emisor mantenga una participación, directa o indirecta, de más del 50% de las acciones con derecho a voto.

Caja Navarra no ha otorgado ni otorgará a emisiones de participaciones preferentes de entidades no Filiales garantías de igual o mejor rango que la de esta Emisión.

2. Aunque el Beneficio Distribuible sea suficiente, en la medida en que, de acuerdo con la normativa bancaria española aplicable a las entidades de crédito que no cumplan sus coeficientes de recursos propios tanto individual como en base consolidada, el Emisor se viera obligado a limitar sus pagos respecto de Cuotas Participativas o valores equiparables que hubiera podido emitir (excepto, en su caso, pagos con cargo al Fondo de Estabilización) o la asignación de dotaciones al Fondo de la Obra Benéfico-Social (excepto aquellas efectuadas en virtud de lo establecido en el artículo 11.5 de la Ley 13/1985).

En particular, a la fecha de esta Nota de Valores y de acuerdo con las mencionadas disposiciones, si el Emisor hubiese emitido Cuotas Participativas o valores equiparables y el

mismo Emisor o el grupo consolidable presentan un déficit de recursos propios computables superior al 20% de los mínimos requeridos, o sus recursos propios básicos caigan por debajo del 50% de dichos mínimos, el Emisor o todas las entidades del grupo o subgrupo consolidable deberán destinar a reservas la totalidad de sus beneficios o excedentes netos, salvo que el Banco de España autorice otra cosa al aprobar el programa de retorno previsto en el artículo 75 del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades de crédito.

Si el déficit de recursos propios computables sobre los mínimos requeridos fuera igual o inferior al 20%, la propuesta de distribución de resultados del Emisor y de los de cada una de las entidades pertenecientes al grupo o subgrupo consolidable se someterá a la autorización del Banco de España, quien establecerá el porcentaje mínimo a destinar a reservas atendiendo al programa presentado para retornar al cumplimiento de las normas de solvencia.

El Ministerio de Economía y Hacienda podría a propuesta del Banco de España, en ambos supuestos autorizar la distribución de cantidades al Fondo de la Obra Benéfico-Social, pero no a los titulares de las Participaciones Preferentes.

Si la insuficiencia de recursos propios anteriormente mencionada impidiera realizar el pago de la Remuneración Preferente no Acumulativa, ya sea de manera total o parcial, dicho supuesto será comunicado a la CNMV.

b) Supuestos de percepción parcial

No obstante lo dispuesto en el subapartado I.a) anterior, los titulares de Participaciones Preferentes tendrán derecho a percibir una Remuneración Preferente no Acumulativa parcial prorrateada hasta el límite que, de acuerdo con los cálculos que resulten de lo previsto en los dos supuestos recogidos en el referido subapartado, fuere posible, conforme se describe en el subapartado III.(iii) posterior.

c) Forma de pago

Cuando los titulares de Participaciones Preferentes tuvieran derecho a percibir remuneración por no darse los supuestos del subapartado I.a), el Emisor estará obligado a pagar la Remuneración Preferente no Acumulativa.

II. Carácter no acumulativo de la Remuneración Preferente no Acumulativa

Si, por darse alguno de los supuestos previstos en el subapartado I.a) anterior, el Emisor no abonara la Remuneración Preferente no Acumulativa respecto de una fecha de pago

determinada, los titulares de Participaciones Preferentes perderán su derecho a recibirla, y el Emisor no tendrá obligación de pagar ni la Remuneración Preferente no Acumulativa correspondiente a ese período, ni intereses sobre la misma, aun cuando en fechas de pago posteriores el Emisor cumpla con sus obligaciones de abonar la Remuneración Preferente no Acumulativa correspondiente a las Participaciones Preferentes.

III. Disposiciones generales

1.- El impago de la Remuneración Preferente no Acumulativa será comunicado a la CNMV por el Emisor como hecho relevante

2.- En el supuesto de pago parcial descrito en el subapartado I.b) anterior, la Remuneración Preferente no Acumulativa correspondiente a las Participaciones Preferentes y las demás Participaciones Preferentes del Emisor o de una filial de Caja Navarra que cuente con una garantía de Caja Navarra, si existieren, así como la correspondiente, en su caso, a las participaciones preferentes o valores equiparables emitidos por Caja Navarra, se declararán a prorrata, teniendo en cuenta la proporción existente entre: a) la cantidad total disponible para el pago de la remuneración a las participaciones preferentes y valores equiparables, si existieren, y b) la cantidad que se hubiese pagado a las participaciones Preferentes y al resto de participaciones preferentes y valores equiparables de no haber existido limitación alguna al pago de la Remuneración Preferente no Acumulativa.

En consecuencia, el importe que por la Remuneración Preferente no Acumulativa percibirían los titulares de Participaciones Preferentes estaría en función, en este supuesto, del importe total de participaciones preferentes y valores equiparables en circulación en el momento de pago y de la remuneración a la que pudieran tener derecho esas otras participaciones preferentes y valores equiparables.

3.- Si por razón del Beneficio Distribuible o por las limitaciones derivadas de la normativa sobre recursos propios de entidades de crédito, no se pagaran en su totalidad las Remuneraciones a los titulares de las Participaciones Preferentes en un ejercicio, el Emisor no retribuirá de ninguna otra forma a los titulares de cualesquier valor representativo del capital social del Emisor (salvo la autorización del Banco de España por distribuciones con cargo al fondo de estabilización en el caso de que existan cuotas participativas emitidas), u otros valores emitidos por éste que a efectos de prelación se sitúen por detrás de las Participaciones Preferentes.

4.- En los casos en los que por autorización del Banco de España, se realice pago a los cuota-partícipes, podrán pagarse a los tenedores de participaciones preferentes y valores equiparables las remuneraciones canceladas hasta un máximo equivalente al de los importes pagados a los cuota-partícipes, previa verificación del Banco de España.

5.- Los titulares de las Participaciones Preferentes no tendrán otro derecho a participar en los beneficios del Emisor que los establecidos en el presente Folleto.

4.7.1.2. Derecho a percibir el precio de amortización.

En los supuestos de amortización contemplados en el apartado 4.9 siguiente, los titulares de Participaciones Preferentes tendrán derecho a percibir un Precio de Amortización por cada título que consistirá en un importe igual a su valor nominal más una cantidad igual a la Remuneración Preferente no Acumulativa devengada y no satisfecha hasta la fecha establecida para la amortización.

4.7.1.3. Derecho a percibir cuotas de liquidación.

1. Disolución o liquidación del Emisor

La Emisión, a pesar de su carácter perpetuo, podrá ser liquidada:

- En caso de liquidación o disolución, voluntaria o involuntaria, del Emisor.
- En caso de la reducción de los fondos propios del emisor y sus cuotas participativas, en su caso, a cero, sin liquidación de la Caja y con un aumento simultáneo del Fodo Fundacional o una Emisión simultánea de cuotas participativas.

En cualquiera de los dos casos anteriores, los titulares de Participaciones Preferentes que estén en circulación en ese momento tendrán derecho a percibir, de los activos del Emisor que puedan ser distribuidos entre los titulares de participaciones preferentes una cuota de liquidación de mil (1.000,-) euros por cada Participación Preferente, equivalente a su valor nominal, más, en su caso, un importe igual a la remuneración devengada y no satisfecha y hasta la fecha de pago (en adelante, la **“Cuota de Liquidación”**).

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

Los titulares de Participaciones Preferentes percibirán dichas cantidades al mismo tiempo que los titulares de las participaciones preferentes que haya emitido o, en su caso, pueda emitir el Emisor con el mismo rango que las Participaciones Preferentes y con carácter previo a la distribución de activos entre los cuota-partícipes, si existen, o entre titulares de cualquier otra clase de valores del Emisor que se sitúen en orden de prelación detrás de las Participaciones Preferentes.

Se hace contar que, a fecha de hoy, al no haber sido emitidas cuotas participativas por Caja Navarra, las Participaciones Preferentes ocuparían el último lugar de prelación de créditos en el supuesto de una reducción de fondos propios a cero del Emisor y con un aumento simultáneo del fondo fundacional o una emisión simultánea de cuotas participativas.

2. Pagos a prorrata

Teniendo en cuenta que la Cuota de Liquidación puede ser distinta para cada emisión de participaciones preferentes, su importe se distribuirá a prorrata del total del importe efectivo que corresponda a cada titular, y no del número de participaciones preferentes que los titulares posean.

Una vez hecha efectiva la Cuota de Liquidación a la que tengan derecho los titulares de las Participaciones Preferentes de acuerdo con el subapartado anterior, éstos no tendrán ningún otro derecho de reclamación frente al Emisor.

4.7.1.4. Derecho de suscripción preferente.

Los titulares de Participaciones Preferentes no tienen derecho de suscripción preferente en las nuevas emisiones de participaciones preferentes que pueda realizar el Emisor en el futuro.

4.7.2. Derechos políticos.

Los titulares de las Participaciones Preferentes objeto de esta Nota de Valores no tienen derecho a recibir notificación, asistir ni votar en ningún Consejo General de Caja de Ahorros de Navarra, ni disfrutarán de derecho político alguno presente y/o futuro sobre Caja de Ahorros de Navarra, salvo en lo que específicamente así reconocido en el Reglamento del Sindicato de Partícipes.

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

4.8.1. Tipo de interés Nominal:

La remuneración, predeterminada y no acumulativa, será:

- Para el período comprendido entre la Fecha de Desembolso (29 de octubre de 2009) y el 28 de octubre de 2014 el tipo de interés aplicable será el 8,00% nominal anual.
- A partir del día 29 de octubre de 2014 regirá un Tipo de Interés Nominal Anual, variable cada trimestre, igual al que resulte de aplicar el Euribor a 3 meses + 5,00%. El tipo de interés nominal anual mínimo aplicable para cada uno de los trimestres será del 6,50% nominal anual.

El rendimiento efectivo de las Participaciones Preferentes para los inversores estará en función del vencimiento de la Emisión, en su caso, y de la evolución del tipo de referencia anteriormente indicado.

Suponiendo que el Emisor ejercitara la facultad de amortización en el quinto año de emisión, el 29 de octubre de 2014, el rendimiento efectivo de las Participaciones Preferentes para los inversores, si se cumplen las hipótesis previstas posteriormente, sería del 8,24% bruto anual.

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

- Desembolso total de las participaciones emitidas el 29 de octubre de 2009
- Amortización de la emisión el 29 de octubre de 2014
- El tipo de interés nominal hasta el 29 de octubre de 2014 es el 8,00%
- Base = 90/360

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

Los inversores deberán tener en cuenta la facultad del Emisor de proceder a la Amortización anticipada total o parcial de las Participaciones Preferentes objeto de esta emisión una vez transcurridos 5 años desde la Fecha de Desembolso de las mismas, o en el menor plazo que en su caso establezca la normativa sobre recursos propios de las Entidades de Crédito, coincidiendo con una fecha de pago de remuneración, previa autorización del Banco de España.

4.8.2. Fechas de devengo y pago de los intereses:

Por trimestres vencidos a partir de la fecha de desembolso prevista, es decir, los días 29 de enero, abril, julio y octubre de cada año hasta, en su caso, la total amortización de la Emisión; la primera fecha de pago será el día 29 de enero de 2010.

Su distribución estará condicionada a la obtención de Beneficio Distribuible suficiente y a las limitaciones impuestas por la normativa bancaria española sobre recursos propios.

En caso de que el día de pago de los intereses no fuese día hábil el pago del mismo se trasladará al día hábil inmediatamente posterior sin ajuste en estos casos en cuanto a la cantidad pagadera por dicho concepto. Se entenderá por día inhábil el sábado, domingo o festivo en Madrid, o inhábil según calendario Target.

La cuantía de cada remuneración trimestral para cada Participación Preferente será el resultado de aplicar el Tipo de Interés Nominal (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 29/1/2010 de un valor, aplicando el tipo del 8,00% nominal anual:

(Importe nominal 1 valor * 8,00 %)/4
(1.000* 8,00%)/4 = 20,00€

A efectos la determinación de la Remuneración Preferente no Acumulativa, la Emisión se dividirá en sucesivos periodos de devengo (en adelante, los “**Periodos de Devengo**”), el primero de los cuales se iniciará en la fecha de desembolso, cuya duración se ajustará a las reglas siguientes:

(d.1) El día 29 de octubre de 2009 se iniciará un Período de Devengo. A la finalización de cada Período de Devengo se iniciará un nuevo Período de Devengo.

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

Tendrán derecho al cobro de la Remuneración los titulares inscritos en los registros contables de Iberclear y sus Entidades Participantes el día anterior al señalado como fecha de pago.

Todo ello, sujeto a las limitaciones indicadas en el Apartado 4.7.1 de esta Nota de Valores.

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.

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

4.8.3 Euribor 3 meses:

(i) La fijación del Euribor 3 meses se realizará para cada periodo trimestral tomando como referencia el tipo de interés EURIBOR 3M. 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 día que comience el periodo trimestral de que se trate.

(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 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 coticie 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 Devengo.

El tipo de interés aplicable en el siguiente periodo de devengo se comunicará a los titulares de las Participaciones Preferentes antes del quinto día hábil posterior al inicio de cada periodo de pago de la remuneración mediante su publicación en tablón de anuncios en las oficinas de Caja Navarra.

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

FECHA	EUR3M	FECHA	EUR3M	FECHA	EUR3M	FECHA	EUR3M
26/08/2008	4,965	24/11/2008	3,970	25/02/2009	1,848	29/05/2009	1,269
27/08/2008	4,964	25/11/2008	3,937	26/02/2009	1,835	01/06/2009	1,266
28/08/2008	4,962	26/11/2008	3,901	27/02/2009	1,825	02/06/2009	1,262
29/08/2008	4,963	27/11/2008	3,879	02/03/2009	1,811	03/06/2009	1,260
01/09/2008	4,961	28/11/2008	3,853	03/03/2009	1,799	04/06/2009	1,260
02/09/2008	4,961	01/12/2008	3,816	04/03/2009	1,778	05/06/2009	1,268
03/09/2008	4,960	02/12/2008	3,786	05/03/2009	1,757	08/06/2009	1,281
04/09/2008	4,961	03/12/2008	3,743	06/03/2009	1,726	09/06/2009	1,286
05/09/2008	4,960	04/12/2008	3,669	09/03/2009	1,703	10/06/2009	1,283
08/09/2008	4,959	05/12/2008	3,563	10/03/2009	1,687	11/06/2009	1,277
09/09/2008	4,958	08/12/2008	3,488	11/03/2009	1,663	12/06/2009	1,268
10/09/2008	4,959	09/12/2008	3,428	12/03/2009	1,650	15/06/2009	1,260
11/09/2008	4,958	10/12/2008	3,376	13/03/2009	1,640	16/06/2009	1,252
12/09/2008	4,958	11/12/2008	3,329	16/03/2009	1,629	17/06/2009	1,244
15/09/2008	4,964	12/12/2008	3,282	17/03/2009	1,614	18/06/2009	1,235
16/09/2008	4,969	15/12/2008	3,243	18/03/2009	1,602	19/06/2009	1,224
17/09/2008	4,973	16/12/2008	3,204	19/03/2009	1,584	22/06/2009	1,215
18/09/2008	4,991	17/12/2008	3,155	20/03/2009	1,574	23/06/2009	1,206
19/09/2008	5,005	18/12/2008	3,125	23/03/2009	1,560	24/06/2009	1,195
22/09/2008	5,029	19/12/2008	3,082	24/03/2009	1,556	25/06/2009	1,145
23/09/2008	5,055	22/12/2008	3,053	25/03/2009	1,548	26/06/2009	1,120
24/09/2008	5,066	23/12/2008	3,019	26/03/2009	1,538	29/06/2009	1,108
25/09/2008	5,119	24/12/2008	2,991	27/03/2009	1,531	30/06/2009	1,099
26/09/2008	5,142	29/12/2008	2,973	30/03/2009	1,520	01/07/2009	1,085
29/09/2008	5,237	30/12/2008	2,928	31/03/2009	1,510	02/07/2009	1,072
30/09/2008	5,277	31/12/2008	2,892	01/04/2009	1,498	03/07/2009	1,059
01/10/2008	5,291	02/01/2009	2,859	02/04/2009	1,483	06/07/2009	1,048
02/10/2008	5,330	05/01/2009	2,822	03/04/2009	1,479	07/07/2009	1,044
03/10/2008	5,339	06/01/2009	2,797	06/04/2009	1,466	08/07/2009	1,029
06/10/2008	5,345	07/01/2009	2,762	07/04/2009	1,453	09/07/2009	1,018
07/10/2008	5,377	08/01/2009	2,729	08/04/2009	1,445	10/07/2009	1,007
08/10/2008	5,393	09/01/2009	2,692	09/04/2009	1,435	13/07/2009	0,996
09/10/2008	5,393	12/01/2009	2,653	14/04/2009	1,423	14/07/2009	0,985
10/10/2008	5,381	13/01/2009	2,612	15/04/2009	1,415	15/07/2009	0,979
13/10/2008	5,318	14/01/2009	2,572	16/04/2009	1,410	16/07/2009	0,969
14/10/2008	5,235	15/01/2009	2,510	17/04/2009	1,405	17/07/2009	0,954
15/10/2008	5,168	16/01/2009	2,453	20/04/2009	1,405	20/07/2009	0,944
16/10/2008	5,090	19/01/2009	2,410	21/04/2009	1,405	21/07/2009	0,937
17/10/2008	5,045	20/01/2009	2,370	22/04/2009	1,405	22/07/2009	0,933
20/10/2008	5,000	21/01/2009	2,312	23/04/2009	1,406	23/07/2009	0,927
21/10/2008	4,968	22/01/2009	2,254	24/04/2009	1,400	24/07/2009	0,921
22/10/2008	4,936	23/01/2009	2,199	27/04/2009	1,392	27/07/2009	0,914
23/10/2008	4,921	26/01/2009	2,149	28/04/2009	1,384	28/07/2009	0,908
24/10/2008	4,918	27/01/2009	2,130	29/04/2009	1,372	29/07/2009	0,903
27/10/2008	4,912	28/01/2009	2,115	30/04/2009	1,365	30/07/2009	0,899
28/10/2008	4,860	29/01/2009	2,101	04/05/2009	1,354	31/07/2009	0,893
29/10/2008	4,827	30/01/2009	2,086	05/05/2009	1,344	03/08/2009	0,886
30/10/2008	4,794	02/02/2009	2,077	06/05/2009	1,334	04/08/2009	0,884
31/10/2008	4,760	03/02/2009	2,064	07/05/2009	1,327	05/08/2009	0,884
03/11/2008	4,733	04/02/2009	2,053	08/05/2009	1,313	06/08/2009	0,883
04/11/2008	4,700	05/02/2009	2,039	11/05/2009	1,299	07/08/2009	0,881
05/11/2008	4,663	06/02/2009	2,022	12/05/2009	1,291	10/08/2009	0,884
06/11/2008	4,592	09/02/2009	2,005	13/05/2009	1,281	11/08/2009	0,883
07/11/2008	4,474	10/02/2009	1,989	14/05/2009	1,266	12/08/2009	0,879
10/11/2008	4,406	11/02/2009	1,975	15/05/2009	1,250	13/08/2009	0,873
11/11/2008	4,343	12/02/2009	1,959	18/05/2009	1,244	14/08/2009	0,869
12/11/2008	4,286	13/02/2009	1,943	19/05/2009	1,237	17/08/2009	0,861
13/11/2008	4,245	16/02/2009	1,927	20/05/2009	1,244	18/08/2009	0,859
14/11/2008	4,223	17/02/2009	1,912	21/05/2009	1,252	19/08/2009	0,854
17/11/2008	4,191	18/02/2009	1,900	22/05/2009	1,259	20/08/2009	0,851
18/11/2008	4,153	19/02/2009	1,888	25/05/2009	1,264	21/08/2009	0,849
19/11/2008	4,120	20/02/2009	1,875	26/05/2009	1,266	24/08/2009	0,843
20/11/2008	4,076	23/02/2009	1,867	27/05/2009	1,270	25/08/2009	0,838
21/11/2008	4,021	24/02/2009	1,858	28/05/2009	1,270	26/08/2009	0,834

4.8.4. Fórmula para el cálculo de la Remuneración Preferente no Acumulativa

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

$$RU = \frac{NU * RI}{4}$$

RU= Remuneración unitaria

NU= Nominal unitario

RI= Tipo de Remuneración Preferente no Acumulativa anual aplicable al Periodo de Devengo en cuestión (porcentaje)

La cuantía de cada remuneración trimestral para cada Participación Preferente será el resultado de aplicar el Tipo de Interés Nominal (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).

La Remuneración Total correspondiente a un Periodo de Devengo que percibirá cada tenedor de Participaciones Preferentes se calculará conforme a la siguiente fórmula:

$$RT = RU * NP$$

RT = Remuneración Total

RU = Remuneración Unitaria

NP = Número de Participaciones Preferentes

La cuantía de la Remuneración Total que percibirá cada tenedor de Participaciones Preferentes será el resultado de multiplicar la Remuneración Unitaria por el número de Participaciones Preferentes que posea cada tenedor, con redondeo al alza al segundo decimal.

A efectos meramente teóricos, suponiendo que el tipo de Remuneración Preferente No Acumulativa anual aplicable al primer Periodo de Devengo sea un 8,00%, el importe bruto de la primera Remuneración Unitaria entre las fechas 29 de octubre de 2009 y 29 de enero de 2010 sería de 20 euros:

(Importe nominal 1 valor * 8,00 %)/4

(1.000 * 8,00%)/4 = 20,00€

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

La acción para reclamar el abono de la Remuneración Preferente no Acumulativa devengada en un Periodo de Devengo concreto prescribe a los cinco años contados desde el día siguiente a la fecha de pago de dicho Periodo de Devengo, sujeto al artículo 1966 del Código Civil, sujeto a lo dispuesto en esta Nota de Valores.

El servicio financiero de la Emisión, en lo que respecta al pago de la Remuneración Preferente no Acumulativa, del Precio de Amortización y de la Cuota de Liquidación de las Participaciones Preferentes, será atendido por el Agente de Pagos quien recibirá del Emisor la cantidad que corresponda por tal concepto para su distribución entre los titulares de las Participaciones Preferentes.

4.8.6. Descripción del subyacente

La Remuneración Preferente no Acumulativa se referencia a partir del quinto año al EURIBOR a tres meses, tal y como se define en el apartado 4.8.3. Véase dicho apartado para una descripción del tipo Euribor, su forma de cálculo y normas de ajuste de acontecimientos relativos al subyacente.

4.8.7. 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

Cada Participación Preferente objeto de la presente Emisión concede a su titular, en el supuesto de amortización total o parcial, derecho a percibir un precio de amortización que consistirá en su valor nominal más un importe igual a la Remuneración Preferente no Acumulativa devengada hasta la fecha establecida para la amortización y no satisfecha (en adelante, el “**Precio de Amortización**”)

4.9.2. Fecha y modalidades de amortización

Las Participaciones Preferentes se emiten por tiempo indefinido. Sin embargo, podrán amortizarse total o parcialmente, a voluntad del Emisor (y no a solicitud de los inversores), previa autorización del Banco de España, en cualquier momento a partir de que hayan transcurrido cinco años desde la Fecha de Desembolso (Primera Fecha de Amortización), coincidiendo con una Fecha de Pago de Remuneración.

En el caso de amortización de un número inferior al total de participaciones preferentes en circulación, ésta se realizará mediante una reducción proporcional del valor nominal de cada una de las Participaciones Preferentes en circulación, de tal forma que todos los titulares de Participaciones Preferentes reciban el mismo trato.

La decisión de amortización deberá ser notificada, con carácter irrevocable, por el Emisor a los titulares de las Participaciones Preferentes con una antelación mínima de 30 días naturales respecto de la fecha señalada para la amortización. Dicha comunicación se llevará a cabo ante la CNMV, como hecho relevante y mediante la publicación del correspondiente anuncio en el Boletín de Cotización del Mercado AIAF de renta Fija (en adelante, "Mercado AIAF") así como en un periódico de amplia difusión nacional.

El Emisor abonará al Agente de Pagos, para su distribución a los titulares de las Participaciones Preferentes que figuren en los registros contables de IBERCLEAR y sus Entidades Participantes, el precio de Amortización.

No se requiere autorización de los titulares de Participaciones Preferentes para la amortización de las mismas.

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

4.9.3. Adquisición por entidades del Grupo de Caja Navarra

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

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

4.10. Indicación del rendimiento para el inversor y método de cálculo

El rendimiento efectivo de las Participaciones Preferentes para los inversores estará en función del vencimiento de la Emisión, en su caso, y de la evolución del tipo de referencia anteriormente indicado.

A continuación se indican las Tasas Internas de Rentabilidad para varios supuestos según el tipo de interés que se aplicará a la emisión hasta el quinto año y a partir del quinto año

asumiendo un tipo de referencia del Euribor a 3 meses de fecha 26 de agosto de 2009 del 0,834%:

Plazo duración Emisión	TIR
5 años	8,24%
10 años	7,51%
50 años	7,13%

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

- Que el tipo Euribor a tres meses de referencia, que a fecha 26.8.2009 era 0,834%, se mantenga durante toda la vida de aplicación del tipo variable.
- Que la emisión se ha desembolsado íntegramente el 29 de octubre de 2009
- Que el margen que se añade al tipo de referencia es de 5,00%
- En consecuencia, a partir del 5º año se está aplicando el tipo mínimo del 6,50%

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:

Po = Precio nominal del valor

Fj = 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.

Los tenedores de las Participaciones Preferentes estarán representados a través del Sindicato de Partícipes.

El Sindicato de Partícipes queda constituido entre todos los adquirentes de los valores a medida que se van practicando las anotaciones en cuenta.

El Sindicato se regirá por el Reglamento del Sindicato de Partícipes aprobado por el Consejo de Administración de fecha 30 de junio de 2009 que se transcribe a continuación:

**ESTATUTOS APLICABLES AL SINDICATO DE TENEDORES DE PARTICIPACIONES DE LA
“1ª EMISIÓN DE PARTICIPACIONES PREFERENTES CAJA NAVARRA”**

Artículo 1.- Con la denominación “Sindicato de tenedores de Participaciones de la 1ª Emisión de participaciones preferentes Caja Navarra” queda constituido un sindicato que tiene por objeto la defensa de los intereses y derechos de los titulares de las participaciones preferentes emitidas por Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra (**“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 (Navarra), Av. Carlos III, nº 8.

Artículo 4.- Son Órganos del Sindicato, la Asamblea General de Partícipes y el Comisario. La Asamblea de Partícipes 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 Partícipes, 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 del Consejo General de la entidad emisora, informar a éste de los acuerdos del Sindicato y requerir del mismo los informes que a su juicio o al de la Asamblea de Partícipes, interesen a éstos.

Artículo 6.- La Asamblea General de Partícipes, 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 Partícipes; 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 Partícipes que representen dos terceras partes de los Valores de emisión en circulación, y vincularán a todos los Partícipes, 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: a) La Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores; b) la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, sobre regulación de la emisión de obligaciones por Sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas, asociaciones u otras personas jurídicas y la constitución del Sindicato de Obligacionistas y c) el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por 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 24 de junio de 2009 y
- Acuerdo del Consejo de Administración de Caja Navarra de fecha 30 de junio de 2009

4.13. Fecha de emisión y desembolso

La fecha de emisión y desembolso de los valores será el 29 de octubre 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 CIENTO MILLONES de euros (Eur 100.000.000,00), representado por 100.000 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 a las 8:30 horas del segundo 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 Participaciones Preferentes 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 28 de octubre de 2009 que finaliza el periodo de solicitudes de suscripción, quedando reducida la emisión y contraído su importe, al valor nominal de las Participaciones Preferentes colocadas en la expresada fecha de cierre, de no haberse cubierto en su totalidad. Las órdenes serán revocables con las condiciones que se estipulan a continuación. 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 29 de octubre de 2009.

No obstante, desde la fecha en que el cliente dé la orden de suscripción y hasta la fecha de desembolso solicitará una provisión de fondos que se formalizará mediante una imposición a plazo fijo, desde la fecha en que el cliente confirme la orden (inclusive) hasta la fecha de desembolso (exclusive), por el importe nominal comprometido por el cliente. Esta imposición a plazo fijo se remunerará al 8 % nominal anual, calculado en base actual/365. La revocación de la orden de suscripción de las Participaciones Preferentes, con anterioridad al desembolso, implicará automáticamente la cancelación de la imposición a plazo relacionada con la misma sin el abono de remuneración alguna salvo en el supuesto de que la revocación sea consecuencia del descenso de rating del Emisor en cuyo caso sí se remunerará la Imposición a plazo fijo hasta su cancelación.

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.

El precio de emisión de los valores será a la par.

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 Participaciones Preferentes 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 Participaciones Preferentes como consecuencia del servicio de asesoramiento financiero, se realizará el test de idoneidad.

c) Se aplicará a la comercialización de la Emisión de Participaciones Preferentes 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 1 valor, es decir 1.000 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.

Las Participaciones Preferentes estarán representadas mediante anotaciones en cuenta, procediéndose a la inscripción de éstas en el registro contable de IBERCLEAR y sus Entidades Participantes a favor de los suscriptores. Una vez inscritas en el registro contable de IBERCLEAR y de sus Entidades Participantes, los titulares de las Participaciones Preferentes tendrán derecho a obtener de las Entidades Participantes los certificados de legitimación correspondientes a dichas Participaciones Preferentes, de conformidad con lo dispuesto en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles. Las Entidades Participantes expedirán dichos certificados de legitimación antes de que concluya el día hábil siguiente a aquel en que se hayan solicitado por los suscriptores.

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.

El precio al que se ofertan los valores es el 100% de su valor nominal, esto es mil euros (1.000) Las Participaciones Preferentes se emiten a la par, no existiendo prima ni descuento en la Emisión.

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

d. Colocación y Aseguramiento

i. Entidades coordinadoras y participantes en la colocación

La entidad colocadora de la Emisión es Caja Navarra.

ii. Agente de Pagos

El servicio financiero de la Emisión será atendido por Confederación Española de Cajas de Ahorros (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 1ª Emisión de Participaciones Preferentes en el Mercado AIAF de Renta Fija para que cotiche en un plazo no superior a un mes desde la fecha de emisión y desembolso.

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.

No aplicable.

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.

El Emisor ha suscrito un Contrato de Liquidez con CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS (CECA). En virtud de dicho Contrato, CECA se compromete a ofrecer liquidez en el mercado español a los titulares de la 1ª Emisión de Participaciones Preferentes Caja Navarra. En concreto se obliga a cotizar precios de compra y venta de las Participaciones Preferentes. Los precios que cotiche la Entidad Contrapartida serán fijados atendiendo a las condiciones del mercado existentes en cada momento teniendo en cuenta la rentabilidad de la Emisión, pudiendo la Entidad de Contrapartida decidir los precios de compra y venta que cotiche y cambiar ambos cuando lo considere oportuno y sin que en ningún momento la diferencia entre el precio de compra y de venta cotizados por la Entidad de Contrapartida no sea superior al 10% en términos TIR, con un máximo de 50 puntos básicos también en términos de TIR y nunca superior a un 1% en términos de precio. Dichos precios de compra y de venta estarán en

función de las condiciones de mercado, pudiendo la Entidad proveedora de liquidez decidir los precios de compra y venta que cotice y cambiarlos cuando lo considere oportuno.

La Entidad de Liquidez cotizará precios de compra y venta de la 1ª Emisión de Participaciones Preferentes Caja Navarra que serán vinculantes para un importe nominal máximo de cien mil (100.000,-) euros por operación.

La cotización de precios de compra y venta estará sujeta a la disponibilidad de papel en mercado.

La Entidad de Liquidez se obliga a difundir diariamente y de forma continua los precios que cotice a través de la pantalla de información financiera Reuters (página CECA) (o aquella que pudiera sustituirla y adicionalmente por vía telefónica en el número 91.596.57.15 de CECA. Adicionalmente, en el supuesto de que se hubiese exonerado del cumplimiento de sus responsabilidades por darse alguno de los supuestos en los párrafos siguientes, queda igualmente obligada a dar a conocer tanto en el acaecimiento de dicha circunstancia como en el cese de los mismos a través de los medios antes citados.

La Entidad de Liquidez difundirá con la periodicidad que los volúmenes contratos requieran, y como mínimo mensualmente, los indicados volúmenes, sus precios medios y vencimientos, a través de AIAF Mercado de Renta Fija.

La Entidad de Liquidez quedará exonerada de sus responsabilidades ante cambios de las circunstancias estatutarias, legales o económicas del Emisor en que se aprecie de forma determinante una disminución de su solvencia, o ante un supuesto de fuerza mayor o de alteración extraordinaria de las circunstancias del mercado que hicieran excepcionalmente gravoso el cumplimiento del presente contrato. En tal circunstancia, el Emisor comunicará tales términos y condiciones a la CNMV y al Mercado AIAF. La Entidad de Liquidez deberá comunicar al Emisor cualquiera de las circunstancias mencionadas y la finalización de las mismas.

En cualquier caso, una vez las citadas circunstancias hayan desaparecido, la Entidad de Liquidez estará obligada a reanudar el cumplimiento de sus obligaciones como Entidad de Liquidez.

La Entidad de Liquidez podrá excusar el cumplimiento de sus obligaciones de dar liquidez cuando las Participaciones Preferentes de Caja Navarra en libros que ostente en cumplimiento de su actuación como Entidad de Liquidez, exceda del 10% del importe nominal de la emisión. La Entidad de Liquidez deberá comunicar al Emisor cualquiera de las circunstancias mencionadas y la finalización de las mismas.

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

La resolución del Contrato de Liquidez, la sustitución de la Entidad de Liquidez serán notificadas por el Emisor a los titulares de las Participaciones Preferentes mediante publicación del correspondiente anuncio en el Boletín de Cotización de AIAF Mercado de Renta Fija. Asimismo, la resolución del Contrato será comunicada a la CNMV y a IBERCLEAR con una antelación mínima de 10 días naturales a su efecto.

8. 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 Ernst & Young, de fechas 22 y 25 de junio 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, calificación individual B, perspectiva estable, otorgada con fecha 23 de mayo de 2008 por la agencia FITCH RATINGS.

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.

9. 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 30 de junio de 2009. La entidad, a fecha de la presente Nota de Valores, no dispone de Coeficiente de Solvencia a 30 de junio 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

	Julio 2009	Dic. 2008	Dic. 2007
Ratio de Morosidad	3,32%	1,93%	0,61%
Indice de Cobertura	69,34%	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 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	17,64%
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	14.069.301	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	13.052.707	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	18.973.752	15.430.542	22,96%

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

PASIVO	TOTAL			
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	18.862	24.392	-22,67%
12. CAPITAL REEMBOLSABLE A LA VISTA (solo Cooperativas de crédito).....	0961			
TOTAL PASIVO.....	1000	17.758.228	14.198.096	25,07%
PATRIMONIO NETO	TOTAL			
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	1.074.234	911.090	17,91%
1.3.2. Reservas (pérdidas) de entidades valoradas por el método de la participación.....	1036	6.478	39.472	-83,59%
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	18.973.752	15.430.542	22,96%
PRO - MEMORIA	TOTAL			
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

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%
3. Remuneración de capital reembolsable a la vista (solo Cooperativas de crédito).....	0010			
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	92.497	-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 que puedan ser comparables.

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 30 de junio de 2009 (no auditado).

BALANCE CONSOLIDADO PÚBLICO

Comparación entre 30.06.2009 y 31.12.2008

ENTIDAD: Caja de Ahorros y Monte de Piedad de NAVARRA

Año mes	Año mes	%
2009 06	2008 12	Variación

(Miles de euros redondeados)

ACTIVO				
1. CAJA Y DEPÓSITOS EN BANCOS CENTRALES	0001	197.809	262.268	-24,58%
2. CARTERA DE NEGOCIACIÓN	0014	29.341	18.889	55,33%
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	6.200	2.837	118,54%
2.5. Derivados de negociación.....	0360	23.141	16.052	44,16%
Pro-memoria: Prestados o en garantía	0366			
3. OTROS ACTIVOS FINANCIEROS A VALOR RAZONABLE CON CAMBIOS EN PÉRD. Y GANANC.....	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	3.085.176	3.181.338	-3,02%
4.1. Valores representativos de deuda.....	0238	2.438.309	2.499.170	-2,44%
4.2. Instrumentos de capital	0353	646.867	682.168	-5,17%
Pro-memoria: Prestados o en garantía.....	0368	350.527	330.350	6,11%
5. INVERSIONES CREDITICIAS	0017	13.595.299	14.069.301	-3,37%
5.1. Depósitos en entidades de crédito.....	0024	827.982	1.016.594	-18,55%
5.2. Crédito a la clientela	0074	12.767.317	13.052.707	-2,19%
5.3. Valores representativos de deuda	0239			
Pro-memoria: Prestados o en garantía	0369	904.996	959.585	-5,69%
6. CARTERA DE INVERSIÓN A VENCIMIENTO.....	0018	254.981	255.735	-0,29%
Pro-memoria: Prestados o en garantía	0370	250.135	250.451	-0,13%
7. AJUSTES A ACTIVOS FINANCIEROS POR MACRO_COBERTURA.....	0385			
8. DERIVADOS DE COBERTURA.....	0390	109.480	87.209	25,54%
9. ACTIVOS NO CORRIENTES EN VENTA.....	0019	35.800	21.437	67,00%
10. PARTICIPACIONES.....	0420	230.738	238.140	-3,11%
10.1. Entidades asociadas.....	0421	198.072	208.664	-5,08%
10.2. Entidades multigrupo.....	0430	32.666	29.476	10,82%
11. CONTRATOS DE SEGUROS VINCULADOS A PENSIONES.....	0455	784	781	0,38%
12. ACTIVOS POR REASEGUROS.....	0460			
13. ACTIVO MATERIAL.....	0465	564.007	566.164	-0,38%
13.1. Inmovilizado material.....	0521	539.131	543.670	-0,83%
13.1.1. De uso propio.....	0466	524.037	528.711	-0,88%
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	15.094	14.959	0,90%
13.2. Inversiones inmobiliarias.....	0475	24.876	22.494	10,59%
Pro-memoria: Adquirido en arrendamiento financiero.....	0490			
14. ACTIVO INTANGIBLE.....	0495	38.230	35.160	8,73%
14.1. Fondo de comercio.....	0496	12.620	12.402	1,76%
14.2. Otro activo intangible.....	0500	25.610	22.758	12,53%
15. ACTIVOS FISCALES.....	0505	167.831	144.681	16,00%
15.1. Corrientes.....	0506	19.860	15.525	27,92%
15.2. Diferidos.....	0507	147.971	129.156	14,57%
16. RESTO DE ACTIVOS.....	0526	156.766	92.649	69,20%
16.1. Existencias.....	0516	143.816	89.313	61,02%
16.2. Otros	0517	12.950	3.336	288,19%
TOTAL ACTIVO.....	0550	18.466.242	18.973.752	-2,67%

BALANCE CONSOLIDADO PÚBLICO

Comparación entre 30.06.2009 y 31.12.2008

ENTIDAD: Caja de Ahorros y Monte de Piedad de NAVARRA

Año mes	Año mes	%
2009 06	2008 12	Variación

PASIVO				
1. CARTERA DE NEGOCIACIÓN.....	0565	41.972	36.745	14,23%
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	41.972	36.745	14,23%
1.6. Posiciones cortas de valores.....	0800			
1.7. Otros pasivos financieros.....	0861			
2. OTROS PASIVOS FINANCIEROS A VALOR RAZONABLE CON CAMBIOS EN PÉRD. Y GANANC.....	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	16.956.818	17.464.896	-2,91%
3.1. Depósitos de bancos centrales.....	0554	852.710	1.282.857	-33,53%
3.2. Depósitos de entidades de crédito.....	0574	862.952	878.197	-1,74%
3.3. Depósitos de la clientela.....	0619	12.924.947	13.516.315	-4,38%
3.4. Débitos representados por valores negociables.....	0769	1.813.816	1.549.595	17,05%
3.5. Pasivos subordinados.....	0844	400.835	152.201	163,36%
3.6. Otros pasivos financieros.....	0865	101.558	85.731	18,46%
4. AJUSTES A PASIVOS FINANCIEROS POR MACRO-COBERTURAS.....	0890			
5. DERIVADOS DE COBERTURA.....	0895	23.531	33.742	-30,26%
6. PASIVOS ASOCIADOS CON ACTIVOS NO CORRIENTES EN VENTA.....	0569			
7. PASIVOS POR CONTRATOS DE SEGUROS.....	0910			
8. PROVISIONES.....	0915	131.469	135.126	-2,71%
8.1. Fondo para pensiones y obligaciones similares.....	0916	94.194	97.075	-2,97%
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	10.020	13.684	-26,78%
8.4. Otras provisiones.....	0927	21.255	18.367	15,72%
9. PASIVOS FISCALES.....	0930	53.893	53.307	1,10%
9.1. Corrientes.....	0931		1.444	-100,00%
9.2. Diferidos.....	0932	53.893	51.863	3,91%
10. FONDO DE LA OBRA SOCIAL (sólo Cajas de Ahorros y Cooperativas de Crédito).....	0941	30.124	15.550	93,72%
11. RESTO DE PASIVOS.....	0956	43.811	18.862	132,27%
12. CAPITAL REEMBOLSABLE A LA VISTA (solo Cooperativas de crédito).....	0961			
TOTAL PASIVO.....	1000	17.281.618	17.758.228	-2,68%
PATRIMONIO NETO				
1. FONDOS PROPIOS.....	1020	1.269.547	1.240.975	2,30%
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	1.189.292	1.080.712	10,05%
1.3.1. Reservas (pérdidas) acumuladas.....	1033	1.185.610	1.074.234	10,37%
1.3.2. Reservas (pérdidas) de entidades valoradas por el método de la participación.....	1036	3.682	6.478	-43,16%
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	80.252	160.260	-49,92%
1.7. Menos: Dividendos y retribuciones.....	1070			
2. AJUSTES POR VALORACIÓN.....	1005	-88.449	-29.596	198,85%
2.1. Activos financieros disponibles para la venta.....	1006	-82.029	-18.600	341,02%
2.2. Coberturas de los flujos de efectivo.....	1011	-5.558	-8.639	-35,66%
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	-862	-2.357	-63,43%
2.7. Resto de ajustes por valoración.....	1016			
3. INTERESES MINORITARIOS.....	1001	3.526	4.145	-14,93%
3.1. Ajustes por valoración.....	1002			
3.2. Resto....	1003	3.526	4.145	-14,93%
TOTAL PATRIMONIO NETO.....	1095	1.184.624	1.215.524	-2,54%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO.....	1100	18.466.242	18.973.752	-2,67%
PRO-MEMORIA				
1. RIESGOS CONTINGENTES.....	1101	881.400	926.356	-51,55%
2. COMPROMISOS CONTINGENTES.....	1125	2.126.706	2.126.706	0,00%

Comentarios Balance consolidado (30 de Junio 2009 - 31 de diciembre 2008)

Destaca en el Balance la reducción de su volumen en un 2,67%, con especial incidencia de los depósitos en Entidades de Crédito en el activo (caen 188,6 mill. euros un 18,55%), que tiene su reflejo en el Pasivo con el descenso de la partida de depósitos de bancos centrales, que experimenta un descenso de 430,1 millones de euros (un 33,5%). En cuanto a la actividad con clientes, ésta disminuye ligeramente con caídas tanto en la inversión crediticia (-2,2%) como en los depósitos a la clientela (-4,38%).

Resulta también reseñable el comportamiento de la partida de derivados de cobertura en el Activo pues registra un incremento de 22,2 millones de euros (+25,4%), que se produce por el incremento del valor razonable que experimentan los derivados (fundamentalmente swaps) que transforman en variable el coste de determinadas partidas del pasivo originalmente emitidas a tipo fijo (fundamentalmente emisiones de cédulas, deuda senior y depósitos híbridos de clientes).

Asimismo es significativo el incremento del 61% de la partida de Existencias, que responde fundamentalmente a la adquisición de activos inmobiliarios entregados en pago de préstamos concedidos por la Caja.

Reseñar en el Pasivo el crecimiento de la partida "Pasivos subordinados", motivada por la emisión de 250 millones de euros de Deuda Subordinada comercializada entre los meses de Mayo y Junio.

En cuanto al Patrimonio Neto, indicar que se incrementa en el epígrafe "Fondos Propios" por un importe de 28,6 millones de euros (un 2,30%) derivado de los resultados de 2009 pero disminuye por los Ajustes por Valoración, que pasan de -29,6 a -88,5 millones y que provienen fundamentalmente de las carteras de Renta Variable de la Entidad del apartado Activos Financieros disponibles para la venta.

A continuación, se incluye la Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidada a 30 de junio de 2008 comparada con la de 30 de junio de 2009.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA PÚBLICA
Comparación entre 30.06.2009 y 30.06.2008

ENTIDAD: Caja de Ahorros y Monte de Piedad de NAVARRA

Año	mes	Año	mes	%
2009	06	2008	06	Variación

(Miles de euros redondeados)

1. Intereses y rendimientos asimilados.....	0001	366.078	379.044	-3,42%
2. Intereses y cargas asimiladas.....	0005	224.409	266.968	-15,94%
3. Remuneración de capital reembolsable a la vista (solo Cooperativas de crédito).....	0010			
A) MARGEN DE INTERESES.....	0015	141.669	112.076	26,40%
4. Rendimiento de instrumentos de capital.....	0020	7.795	9.059	-13,95%
5. Resultado de entidades valoradas por el método de la participación.....	0025	-7.938	1.222	-749,59%
6. Comisiones percibidas.....	0030	37.879	43.366	-12,65%
7. Comisiones pagadas.....	0035	3.465	3.794	-8,67%
8. Resultado de operaciones financieras (neto).....	0040	-40.298	62.972	-36,01%
8.1. Cartera de negociación.....	0041	26.649	-6.191	-530,45%
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	9.463		
8.4. Otros.....	0044	4.186	69.163	-93,95%
9. Diferencias de cambio (neto).....	0050	777	494	57,29%
10. Otros productos de explotación.....	0055	17.563	9.653	81,94%
10.1. Ingresos de contratos de seguros y reaseguros emitidos.....	0056			
10.2. Ventas e ingresos por prestación de servicios no financieros.....	0057	12.205	2.460	396,14%
10.3. Resto de productos de explotación.....	0058	5.358	7.193	-25,51%
11. Otras cargas de explotación.....	0065	11.732	1.346	771,62%
11.1. Gastos de contratos de seguros y reaseguros.....	0066			
11.2. Variación de existencias.....	0067	7.679		
11.3. Resto de cargas de explotación.....	0068	4.053	1.346	201,11%
B) MARGEN BRUTO.....	0075	222.846	233.702	-4,65%
12. Gastos de administración.....	0080	111.753	109.834	1,75%
12.1. Gastos de personal.....	0081	73.593	74.044	-0,61%
12.2. Otros gastos generales de administración.....	0082	38.160	35.790	6,62%
13. Amortización.....	0085	17.573	13.948	25,99%
14. Dotaciones a provisiones (neto).....	0090	-776	-513	51,27%
15. Pérdidas por deterioro de activos financieros (neto).....	0095	30.210	29.433	2,64%
15.1. Inversiones crediticias.....	0096	30.496	32.637	-6,56%
15.2. Otros instrumentos financieros no valorados a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias.....	0100	-286	-3.204	-91,07%
C) RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN.....	0105	64.086	81.000	-20,88%
16. Pérdidas por deterioro del resto de activos (neto).....	0110	436		
16.1. Fondo de comercio y otro activo intangible.....	0111			
16.2. Otros activos.....	0115	436		
17. Ganancias (pérdidas) en la baja de activos no clasificados como no corrientes en venta.....	0125	24.775	46.482	-46,70%
18. Diferencia negativa en combinaciones de negocios.....	0130			
19. Ganancias (pérdidas) de activos no corrientes en venta no clasificados como operaciones interrumpidas.....	0140	942		
D) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS.....	0145	89.367	127.482	-29,90%
20. Impuesto sobre beneficios.....	0150	8.481	14.058	-39,67%
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	80.886	113.424	-28,69%
22. Resultado de operaciones interrumpidas (neto).....	0165			
F) RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO.....	0170	80.886	113.424	-28,69%
F.1) Resultado atribuido a la entidad dominante.....	0175	80.252	112.657	-28,76%
F.2) Resultado atribuido a intereses minoritarios.....	0180	634	767	-17,34%

Comparación de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada (30 de Junio 2009 – 30 de junio 2008)

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 a 30 de Junio de 2009 los 80,9 millones, un 28,7% inferior al registrado en el primer semestre de 2008

El margen de intereses, no obstante, crece un 26,4%. La razón de este crecimiento hay que buscarla en la evolución de los tipos de interés, que se recoge de una forma más acelerada en el pasivo (el coste de intereses se reduce en un 15,94%) que en el Activo (los ingresos por intereses se reducen en un 3,42%). Así, la rentabilidad de la inversión crediticia cae en 55pb,

mientras que la rentabilidad de los depósitos a la clientela lo hace en 74pb. En la medida que en los próximos meses la parte de la cartera hipotecaria que fijó tipos en el segundo semestre de 2008 (en máximos históricos del Euribor) irá revisando con los tipos actuales (mínimos históricos del Euribor), este efecto positivo irá menguando.

Las comisiones netas caen un 13%, consecuencia de un descenso del 12,7% de las comisiones percibidas (derivada de la caída en el saldo de los fondos de inversión y pensiones) y de las menores comisiones por servicios conectados con los préstamos hipotecarios, cuyo número decrece considerablemente.

El descenso del resultado de operaciones financieras, que cae 22,7 millones de euros (un 36%), lleva el margen bruto hasta los 228 millones de euros (un 4,7% inferior al año anterior)

Los gastos de administración experimentan un incremento del 1,74%, de la mano de los costes de personal que suben un 12,79%.

Destaca también por la variación porcentual y por su signo (si bien su importe absoluto no es muy relevante), la partida de dotaciones a provisiones (neto). Dicha partida refleja fundamentalmente las dotaciones realizadas por los compromisos para pensiones y similares. El valor de estos compromisos se ha reducido por la evolución de los tipos de interés y la inflación, por lo que se ha producido una recuperación de la dotación realizada, quedando este hecho reflejado en el signo negativo de la partida (se trata de una “desdotación”)

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. Dicha partida se incrementa en un 2,64%, en parte gracias a la utilización de la provisión genérica para afrontar las dotaciones específicas.

Estas dotaciones hacen que el resultado de la actividad de explotación disminuya un 20,88%, lo que, unido a los menores beneficios por la baja de activos no clasificados como no corrientes en ventas (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), resulta en una caída del 29,9% del BAI y en la ya mencionada caída del 28,7% del BDI).

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 26 de agosto de 2009

Fdo.: Alberto Aniz Diaz
Subdirector General Adjunto

A N E X O S

Informe de Consultores independientes

Analistas Financieros Internacionales, S.A.

y

Ernst & Young, S.L.

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

22 de junio de 2009



Afi

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



Índice

1. Introducción	3
2. Descripción, análisis del producto y valoración.....	4
2.1. Estructura de flujos y condiciones del instrumento	4
2.1.1 Cupones.....	5
2.1.2 Opción de amortización anticipada	5
2.2. Modelo e inputs de valoración	6
2.2.1 Modelo de cálculo de spread implícito	6
2.2.2 Inputs de valoración	6
2.3. Valoración: Spreads implícitos	7
3. Condiciones vigentes en mercados mayoristas	9
3.1. Emisiones recientes en mercados.....	9
3.1.1 Emisiones con similar orden de prelación.....	9
3.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación.....	10
3.2. Niveles indicativos de cotizaciones en mercado secundario	12
3.2.1 Información de los índices SUSI de JP Morgan.....	13
3.2.2 Información de los índices ET10 de Merrill Lynch	15
3.2.3 Información de Bloomberg para referencias de índices Iboxx-Markit.	16
3.2.4 Spreads a vencimiento para referencias de índices JP Morgan, Merrill Lynch e Iboxx/Markit Financials.	16
4. Conclusiones	19
5. Disclaimer	20

1. Introducción

El **objetivo** del presente informe es reflejar la opinión de Afi acerca de si las condiciones de la primera emisión de participaciones preferentes (Tier I) 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.

2. Descripción, análisis del producto y valoración

2.1. Estructura de flujos y condiciones del instrumento

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

- Emisor: 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: participaciones preferentes
- Importe nominal: hasta 100 millones de euros.
- Importe nominal de cada valor: 1.000 euros
- Importe mínimo de la colocación: 6.000 euros o 6 participaciones preferentes
- Fecha de emisión y único desembolso: 29 de octubre de 2009
- Precio de emisión: a la par
- Forma de representación: anotaciones en cuenta en IBERCLEAR
- Retribución: no acumulativa, en función al siguiente esquema:
 - Durante los cinco primeros años, desde el período comprendido entre la fecha de emisión (inclusive) y hasta el quinto año, un tipo fijo anual del 8,00%.
 - De ahí en adelante, EURIBOR a 3 meses más un margen del 5,00%, pagadero trimestralmente y con una retribución mínima del 6,50%.
 - 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 29 de enero, abril, julio y octubre de cada año (calculados en base 30/360) siendo la primera fecha de pago el 29 de enero de 2010.
- Amortización anticipada: podrán amortizarse total o parcialmente a voluntad del emisor con autorización previa del Banco de España, a partir del quinto año desde la fecha de desembolso, coincidiendo con cada pago de retribución trimestral, reembolsando a su titular el valor nominal y la parte correspondiente de las retribuciones que, en su caso, le hubieren correspondido respecto del período corriente de retribución.
- Colectivo de inversores a los que se ofrecen los valores: La Emisión va dirigida a todo tipo de inversores que cumplan con los perfiles y requisitos exigidos por los mecanismos y procedimientos internos establecidos por las Entidades Colocadoras en virtud de la normativa MIFID para la adquisición de este tipo de producto y será colocada a través de la red de oficinas de la Entidad Colocadora.
- Vencimiento: a perpetuidad
- Cotización: mercado AIAF de renta fija

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

2.1.1 Cupones

El pago de cupones o retribución de los valores, no acumulativos, se realiza en función al siguiente esquema:

- Los cinco primeros años, 8,00% fijo anual pagadero trimestralmente.

A vencimiento de cada trimestre durante los cinco primeros años desde la fecha de inicio de la emisión (bajo la convención del día hábil especificada), la nota pagara un cupón del 8,00%. Esto es:

$$\text{Cupon} = \text{Nominal} \cdot 8.00\% \cdot \text{Fraccion_año}$$

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años según la base especificada (30/360)
- Del 6º año en adelante (recordamos que es una emisión perpetua) *Euribor 3M + spread*, pagadero trimestralmente sujeto a un cupón mínimo del 6,50%. Es decir:

A partir del 6º año y de forma trimestral la nota pagará el siguiente cupón:

$$\text{Cupon} = \text{Nominal} \cdot \max(\text{Euribor}3M + \text{spread}, 6.50\%) \cdot \text{Fraccion_año}$$

donde:

- *Nominal*: Nominal de la nota
- *Euribor3M*: tipo Euribor a tres meses fijado dos días antes del inicio de cada periodo trimestral.
- *Spread*: Spread adicional sobre Euribor tres meses (500 p.b.)
- *Fracción año*: periodo de devengo expresado en años de cada periodo trimestral según la base especificada (30/360)

2.1.2 Opción de amortización anticipada

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

Bajo el supuesto de ausencia de oportunidad de arbitraje, y basándonos únicamente en criterios cuantitativos, el emisor ejercerá la opción en cada una de las distintas fechas de posible ejercicio, dependiendo del valor en ese momento de la expectativa

de los flujos futuros. Así, si ésta expectativa es mayor que el coste de recompra (la par), el emisor ejercerá la opción, y no la ejercerá en caso contrario.

2.2. Modelo e inputs de valoración

2.2.1 Modelo de cálculo de spread implícito

El objetivo que se plantea es encontrar el spread implícito en la emisión, esto es, el spread con el que se consigue que la valoración de la nota coincida con el precio de la emisión (la par en este caso).

Para ello, se ha empleado un modelo de evolución de tipos de interés debidamente calibrado a precios de instrumentos cotizados en mercado; en concreto 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.

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.

Los flujos esperados futuros se descuentan con la curva IRS más el mencionado spread implícito en la emisión, que se considera constante a lo largo del tiempo.

2.2.2 Inputs de valoración

La fecha valor a la que se realizan los cálculos es el 17 de junio 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	0.7500
Depósito	1E	0.8500
Depósito	2W	0.9000
Depósito	3W	0.9000
Depósito	1M	0.9350
Depósito	2M	1.1000
Depósito	3M	1.2100
Depósito	4M	1.2750
Depósito	5M	1.3325
Depósito	6M	1.4050

Depo/Swap	Plazo	Tipo
Depósito	7M	1.4450
Depósito	8M	1.4650
Depósito	9M	1.4850
Depósito	10M	1.5350
Depósito	11M	1.5550
Depósito	12M	1.5850
Swap	2Y	1.9195
Swap	3Y	2.3620
Swap	4Y	2.7010
Swap	5Y	2.9635
Swap	6Y	3.1795
Swap	7Y	3.3515
Swap	8Y	3.4880
Swap	9Y	3.6025
Swap	10Y	3.7000
Swap	15Y	4.0875
Swap	20Y	4.2070
Swap	25Y	4.1605
Swap	30Y	4.0860
Swap	35Y	4.0030
Swap	40Y	3.9165
Swap	45Y	3.8710
Swap	50Y	3.8360

Parámetros HW

a (Reversión a la media)	2.200%
sigma (Volatilidad)	1.003%

2.3. Valoración: Spreads implícitos

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

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 17 de junio de 2009, utilizando los datos de cierre, y suponiéndose ésta como fecha de inicio de la emisión.

Spreads sobre Swap	
Considerando toda la estructura	5.038%
A Primera Call	5.098%
A vencimiento sin Call	5.251%

3. Condiciones vigentes en mercados mayoristas

El propósito de este punto es aglutinar el conjunto de inputs que Afi considera relevantes para determinar las condiciones vigentes en el mercado mayorista para instrumentos similares al que Caja Navarra planea emitir. El rating de la entidad se sitúa, a 22 de junio de 2009, en A por Fitch con perspectiva estable.

3.1. Emisiones recientes en mercados

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

3.1.1 Emisiones con similar orden de prelación

En el mercado primario mayorista y desde el verano de 2008, tan sólo se han realizado dos emisiones de participaciones preferentes Tier I:

- Mizuho Capital Investment USD 2, filial al 100% de Mizuho Financial Group colocó en febrero de 2009 un importe de 850 millones de dólares con cupón fijo anual de 14,95% hasta la fecha de primera call y, a partir de entonces, Libor-dólar 6m + 1.234 pb. El rating de Mizuho es Aa2 *- por Moody's, A+ por S&P y A+ por Fitch.
- Credit Agricole, SA emitió el 17 de junio de 2009 un total de 850 millones de USD con cupón fijo del 9,75% a perpetuidad, con opción de amortización al quinto año, equivalente a un spread vs swaps de 570 pb. El rating de Credit Agricole es Aa1 por Moody's, AA- por S&P y AA- por Fitch.

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

Fecha	Emisor	Características de la emisión			Fecha Call	Spread ³		Ratings ⁴	
		Volumen	Divisa	Cupón inicial / Cupón posterior		1ª Call	Vencimiento	Emisor	
20-feb-09	Mizuho Fin. Grp.	850,0	USD	14,95% ¹ / Libor USD 6m + 12,34% ²	30-jun-14	1,211	1,235	Aa2 *- /A+ /A+	
17-jun-09	Credit Agricole, SA	850,0	USD	9,75% ⁵	26-dic-14	-	570	Aa1/AA-/AA-	

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

5. Cupón fijo a perpetuidad

En el mercado doméstico (ver tabla 2) se han emitido en los últimos meses varias emisiones de participaciones preferentes *Tier I*, colocadas entre inversores minoristas y cualificados por parte de entidades españolas: BBVA, Banco Popular, Banco Sabadell, Caixa Galicia, Caja Murcia, Caja Duero, Banco Pastor, Caja España, Caja Cantabria, Caja General de Canarias, Caixanova, "la Caixa", Caja Madrid, Banesto y Santander.

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

Fecha ¹	Emisor	Volumen	Características de la emisión		Fecha Call	Spread ²		Ratings ⁶
			Cupón inicial	Cupón posterior		1ª Call	Vencimiento	
10-dic-08	BBVA	1.000,0	6,50% ³	EUR3m; floor en 3,50%	dic-13	203	175	Aa1/AA/AA-
29-ene-09	Banco Sabadell	500,0	6,50% ⁴	EUR3m + 2,50%; floor en 4,50% ⁵	feb-14	349	317	Aa3/A+/NR
3-feb-09	Banco Popular	600,0	6,75% ⁶	EUR3m + 1,50%; floor en 4,00% ⁷	mar-14	408	303	Aa2/AA-/AA
5-mar-09	Caixa Galicia	150,0	7,50% ⁹	EUR3m + 5,15%; floor en 6,15% ¹⁰	may-14	508	527	A2/NR/A
18-mar-09	Caja Murcia	100,0		EUR3m + 4,45%; floor en 5,50% ¹¹	abr-14	451	468	NR/NR/A+
18-mar-09	Caja Duero	100,0		EUR3m + 7,75% ¹²	may-14	775	775	A2/NR/NR
24-mar-09	Banco Pastor	100,0	7,25% ¹³	EUR3m + 4,60%; floor en 6,80% ¹⁴	abr-14	497	509	A2/NR/NR
3-abr-09	Caja España	100,0	8,25%	EUR3m + 7,25% ¹⁵	may-14	606	676	A3/NR/A-
16-abr-09	Caja Cantabria	63,0		EUR3m + 6,75% ¹²	jun-14	675	675	A3/NR/A-
12-may-09	Caja Canarias	50,0	7,00% ¹⁶	EUR3m + 5,85%; floor en 6,00% ¹⁷	ago-14	559	584	NR/NR/A
19-may-09	Caixa Nova	130,0		EUR3m + 6,35%; floor en 7,40% ¹⁸	jun-14	641	651	A1/NR/A-
21-may-09	La Caixa	1.500 / 2.000	6,00%	EUR3m + 3,50% ¹⁹	jun-14	386	361	Aa1/AA-/AA-
21-may-09	Caja Madrid	1.500 / 3.000	7,00%	EUR3m + 4,75% ²⁰	jul-14	440	463	Aa3/A/A+
28-may-09	Banesto	250 / 500	6,00% ²¹	5,00% ²² y EUR3m +2,30% floor en 4,00% ²³	jun-14	304	282	Aa2/AA/AA
10-jun-09	Santander	2.000,0	5,75% ²³	4,75% ²⁴ y EUR3m +2,20% ²⁵	jun-14	277	236	Aa1/AA/AA

1. Registro de los valores en CNMV

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

16. Los dos primeros años

17. A partir del 2º año y a perpetuidad

18. Cupón flotante a perpetuidad

19. A partir del 3º año

20. A partir del 6º año

21. Primer año

22. Segundo año

23. Primer año

24. Segundo año

25. A partir del 3º año

3.1.2 Emisiones con distinto orden de prelación

El mercado mayorista de emisiones *senior* ha reflejado una actividad bastante más intensa en los últimos tres meses. En la tabla 3 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, las emisiones más recientes corresponden a las realizadas por BBVA el 9 de enero de 2009 (colocada a 180 pb sobre mid-swaps), Santander el 7 de abril de 2009 (colocada en mercados mayoristas a un spread vs swaps de 150 pb), Banesto el 24 de abril de 2009 (colocada a un spread vs swaps de 180 pb) y Banc Sabadell el 8 de mayo de 2009 (colocada a un spread vs swaps de 240 pb).

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

En el mercado doméstico español contamos con varias 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. En enero de 2009 "la Caixa" emitió 2.500 millones de deuda subordinada Lower Tier II con un

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

spread vs swaps a vencimiento equivalente a 188,5 pb. Posteriormente, Caixa Penedés emitía 250 millones de euros en marzo de 2009, Bancaja colocaba 1.000 millones en abril, Caixa Sabadell y la propia Caja Navarra emitían 60 y 200 millones respectivamente en mayo y, finalmente, Caja Duero colocaba 200 millones el 10 de junio.

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

Fecha	Emisor	Vol ¹	Divisa	Clase	Cupón	Vencimiento	Rating emisión ²	Spreads emisión	
								Tesoro	Swaps
10-oct-08	Société Generale	500	EUR	SNR	5,875	31/10/2013	Aa2/AA-/AA-	n.d.	140
4-nov-08	Bancaja	220	EUR	SNR	5,500	05/11/2011	A2/NR/A-	n.d.	180
14-nov-08	Neder Waterschapsbank	1.500	EUR	SNR	4,250	21/11/2013	Aaa/AAA/NA	n.d.	55
18-nov-08	Rabobank Nederland	275	EUR	SNR	4,750	15/01/2018	Aaa/AAA/AA+	n.d.	150
2-dic-08	Intesa Sanpaolo Spa	200	EUR	SNR	4,645	29/07/2012	Aa2/AA-/AA-	n.d.	170
2-dic-08	Bank Nederlandse Gemeenten	1.250	EUR	SNR	3,750	14/03/2014	Aaa/AAA/AAA	131	65
5-dic-08	Credit Agricole SA	380	EUR	SNR	4,750	18/12/2013	Aa1/AA-/AA-	n.d.	150
5-dic-08	Société Generale	1.000	EUR	SNR	5,125	19/12/2013	Aa2/AA-/AA-	254	185
8-dic-08	BNP Paribas	1.500	EUR	SNR	5,000	16/12/2013	Aa1/AA/AA	232	160
10-dic-08	Intesa Sanpaolo Spa	1.250	EUR	SNR	5,375	19/12/2013	Aa2/AA-/AA-	268	195
11-dic-08	Credit Suisse London	850	EUR	SNR	6,125	16/05/2014	Aa1/A+/AA-	339	270
7-ene-09	HSBC France	1.500	EUR	SNR	4,875	15/01/2014	Aa3/AA/AA	253	175
7-ene-09	Unicredit Spa	1.000	EUR	SNR	5,250	14/01/2014	Aa3/A+/A+	288	210
9-ene-09	BBVA Senior Finance SA	1.000	EUR	SNR	4,875	23/01/2014	Aa1/AA/AA-	254	180
12-ene-09	KBC IFIMA NV	250	EUR	SNR	4,750	26/01/2014	Aa3/A+/A+	n.d.	170
13-ene-09	Rabobank Nederland	5.000	EUR	SNR	4,375	22/01/2014	Aaa/AAA/AA+	220	150
13-ene-09	Neder Waterschapsbank	1.000	EUR	SNR	3,125	20/01/2012	Aaa/AAA/NA	158	65
20-ene-09	Bank Nederlandse Gemeenten	2.000	EUR	SNR	2,750	27/01/2011	Aaa/AAA/AAA	139	60
30-ene-09	Commerzbank AG	1.500	EUR	SNR	5,000	06/02/2014	Aa3/A/A	261	210
10-feb-09	Caixa Geral de Depósitos	1.250	EUR	SNR	5,125	19/02/2014	Aa1/A+/AA-	276	225
11-feb-09	Rabobank Nederland	1.500	EUR	SNR	4,750	15/01/2018	Aaa/AAA/AA+	184	150
12-feb-09	Neder Waterschapsbank	1.500	EUR	SNR	2,750	21/02/2011	Aaa/AAA/NA	n.d.	65
19-feb-09	Bayerische Landesbank	500	EUR	SNR	3,750	05/01/2012	Aa1/AA/NR	n.d.	n.d.
16-mar-09	Svenska Handelsbanken	1.250	EUR	SNR	4,875	25/03/2014	Aa1/AA-/NR	257	210
20-mar-09	Credit Suisse London	2.000	EUR	SNR	5,125	30/03/2012	Aa1/A+/AA-	343	295
25-mar-09	JP Morgan Chase	2.000	EUR	SNR	6,125	01/04/2014	Aa3/A+/AA-e	345	390
30-mar-09	Credit Agricole London	1.500	EUR	SNR	2,381	08/10/2010	Aa1/AA-/AA-	n.d.	n.d.
3-abr-09	Svenska Handelsbanken	1.000	EUR	SNR	2,566	18/10/2010	Aa1/AA-/NR	n.d.	n.d.
7-abr-09	Santander Intl Debt	1.250	EUR	SNR	3,375	21/04/2011	Aa1/AA/AA	199	150
8-abr-09	Cie Financiere du cred	1.000	EUR	SNR	5,375	22/04/2014	NR/A+/NR	297	255
8-abr-09	Lloyds TSB Bank	692	EUR	SNR	6,250	15/04/2014	Aa3/A+e/AA-e	393	350
15-abr-09	Banque Fed Cred Mutuel	1.250	EUR	SNR	2,655	25/10/2010	Aa3/A+/AA-	n.d.	n.d.
16-abr-09	Banco Comercio Portugues	1.000	EUR	SNR	5,625	23/04/2014	Aa3/Ae/A+e	335	295
16-abr-09	Barclays Bank PLC	1.500	EUR	SNR	2,805	25/10/2010	Aa3/AA-e/NR	n.d.	n.d.
16-abr-09	Lloyds TSB Bank	774	EUR	SNR	4,375	19/04/2011	Aa3/A+e/AA-e	305	250
20-abr-09	Unicredit Spa	1.000	EUR	SNR	4,125	27/04/2012	Aa3/Ae/Ae	239	190
23-abr-09	Monte dei Paschi Siena	1.000	EUR	SNR	4,750	30/04/2014	Aa3e/Ae/Ae	241	205
23-abr-09	HSBC Holdings PLC	1.250	EUR	SNR	4,500	30/04/2014	Aa2/AA-e/Aae	216	180
24-abr-09	Rabobank Nederland	2.000	EUR	SNR	4,375	05/05/2016	Aaae/AAe/AA+e	n.d.	n.d.
24-abr-09	Banesto	1.000	EUR	SNR	4,000	08/05/2012	Aa2/AA/AA	n.d.	180
27-abr-09	Standard Chartered PLC	1.250	EUR	SNR	5,750	30/04/2014	Aa3e/Ae *-/A+e	348	312
30-abr-09	HSBC	1.250	EUR	SNR	4,250	30/04/2014	Aa2/AA/AA-	216	180
8-may-09	Banesto	1.000	EUR	SNR	4,000	08/05/2012	Aa2 *-/Aae/AA	228	180
13-may-09	Banco Sabadell	750	EUR	SNR	4,375	22/05/2012	Aa3 *-/A+/A	278	240
19-may-09	UBS London	1.500	EUR	SNR	5,625	19/05/2014	Aa2/A+/A+	313	290
21-may-09	RBS	1.500	EUR	SNR	5,750	21/05/2014	Aa3/AA-/A+e	341	315
27-may-09	Barclays Bank PLC	3.000	EUR	SNR	5,250	27/05/2014	Aa3/AA-e/AA-	288	270

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

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

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

Fecha	Emisor	Características de la emisión					Spreads emisión ²		Ratings ³	
		Vol ¹	Divisa	Clase	Cupón	Vencimiento	Fecha Call	Tesoro	Swaps	Emisor
11-dic-08	Credit Agricole SA	250,0	GBP	LT2	7,375% ⁴	18/12/2023	-	291,0	330,0	Aa1/AA-/AA-
12-dic-08	Credit Agricole SA	500,0	EUR	LT2	6,867% ⁴	19/12/2018	-	n.d.	325,0	Aa1/AA-/AA-
14-ene-09	Credit Agricole SA	75,0	GBP	LT2	7,375% ⁴	18/12/2023	-	280,0	310,0	Aa1/AA-/AA-
28-may-09	Credit Agricole SA	1.000,0	EUR	LT2	5,875% ⁴	11/06/2019	-	n.d.	220,0	Aa1/AA-/AA-

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

2. Spread a vencimiento

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

4. Fijo a vencimiento

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

Fecha	Emisor	Características de la emisión					Spreads emisión ²		Ratings ³	
		Vol ¹	Divisa	Clase	Cupón	Vencimiento	Fecha Call	A la call	A vencimiento	Emisor
17-dic-08	Caja Duero	132,5	EUR	LT2	7,155% ⁵	19/12/2018	19/12/2013	400,0	420,4	A2/NA/NA
22-ene-09	La Caixa	2.500,0	EUR	LT2	5,870% ⁶	28/02/2019	28/02/2014	231,8	188,5	Aa1/AA-/AA-
6-abr-09	Bancaja	1.000,0	EUR	LT2	7,250% ⁷	06/07/2019	06/07/2014	449,4	455,4	A2/NR/A-
26-mar-09	Caixa Penedes	250-300	EUR	LT2	6,50% ⁸	29/06/2019	29/06/2014	436,0	462,0	NR/NR/A-
7-may-09	Caixa Sabadell	35,0	EUR	LT2	7,50% ⁹	10/06/2024	10/06/2019	533,0	546,0	NR/NR/BBB+
20-may-09	Caja Navarra	200,0	EUR	LT2	6,25% ¹⁰	30/06/2019	30/06/2014	360,0	356,0	NR/NR/A-
2-jun-09	Sa Nostra	60,0	EUR	LT2	6,00% ¹¹	30/06/2019	30/06/2014	484,0	519,0	NR/NR/BBB+
10-jun-09	Caja Duero	200,0	EUR	LT2	5,30% ¹²	28/09/2019	28/09/2014	410,0	429,0	A2/NA/NA

1. Volumen emitido, en millones de la divisa expresada

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

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

4. Euribor 3m + 100 pb

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

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

7. Trimestral, desde ABR09 a JUL11. Entre JUL11 y JUL14, Euribor 3m + 390 pb. A partir de JUL14, Euribor 3m + 465 pb.

8. Trimestral, desde 29/6/2009 a 29/6/2010. Entre 29/6/2010. y 29/6/2014. Euribor 3m + 425 pb con un floor en el 5%. A partir de 29/6/2014. Euribor 3m + 500 pb con un floor en el 5%.

9. Trimestral, desde JUN09 a JUN11. Entre JUN11 y JUN19 Euribor 3m + 525 pb. A partir de JUN19 Euribor 3m + 600 pb.

10. Trimestral, desde JUN09 a JUN11. Entre JUN11 y JUN14 Euribor 3m + 300 pb con un floor en el 4%. A partir de JUN14 Euribor 3m + 350 pb con un floor en el 4%.

11. Trimestral, desde fecha de desembolso hasta JUN10. Entre JUN10 y JUN14 Euribor 3m + 575 pb. A partir de JUN14 Euribor 3m + 575 pb.

12. Trimestral, desde fecha de desembolso hasta SEP09. Entre SEP09 y SEP14 Euribor 3m + 410 pb. A partir de SEP14 Euribor 3m + 460 pb.

3.2. Niveles indicativos de cotizaciones en mercado secundario

El objeto de este apartado del informe es analizar los niveles de diferencial o spread vigentes en la actualidad en el mercado secundario de emisiones de participaciones preferentes Tier I en euros. Fitch no ha comunicado rating provisional para las participaciones preferentes que Caja Navarra se plantea emitir. Dado el rating de deuda senior de Caja Navarra es A por Fitch, y que para otros emisores españoles esta agencia aplica una rebaja de dos escalones para las participaciones preferentes, a efectos de este informe utilizaremos un rating teórico de BBB+ por Fitch (equivalente a Baa1 y BBB+ por Moody's y S&P, respectivamente).

Dado que las actuales condiciones de liquidez en los mercados de capitales son muy reducidas, creemos obligado no sólo utilizar fuentes tradicionales que proporcionan

precios indicativos (Bloomberg, Reuters, etc), sino apoyar el análisis en otras fuentes que consideramos de referencia.

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

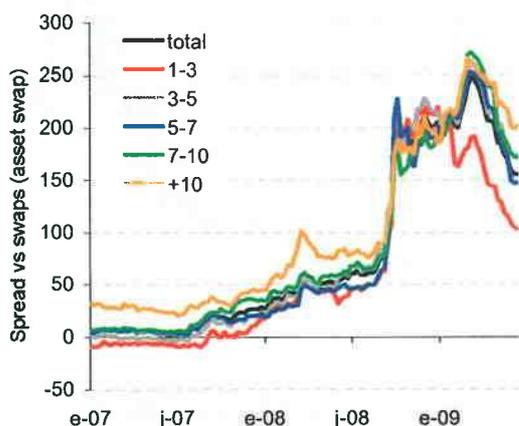
3.2.1 Información de los índices SUSI¹ de JP Morgan

Como primera fuente, tomaremos datos de *spread* de índices y de emisiones concretas que constituyen los índices SUSI de JP Morgan, con datos actualizados a 12 de junio de 2009. Hay que tener en cuenta que JP Morgan proporciona datos de *spread vs swaps* –tanto para el índices como para los bonos que lo componen– calculados, i) para emisiones sin call a la fecha de vencimiento y, ii) para emisiones con call, a la fecha de primer ejercicio de la opción de amortización.

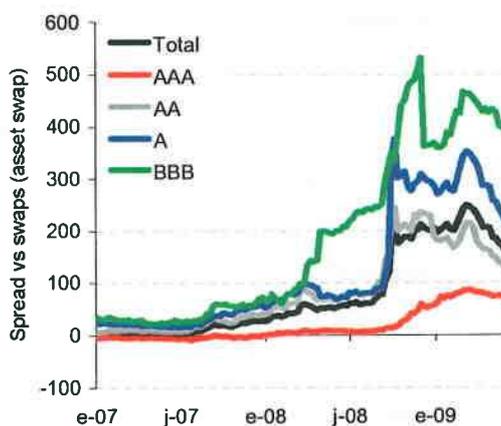
Como puede apreciarse en los gráficos 1, 2 y 3 siguientes, el repunte de *spreads* (en este caso de los índices, que se calculan en base a promedios de *spread* de instrumentos individuales ponderados por su capitalización de mercado) ha sido, desde mediados de 2007, generalizado por escalas de rating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

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

(a) *Spread* de emisiones Senior en €: plazo



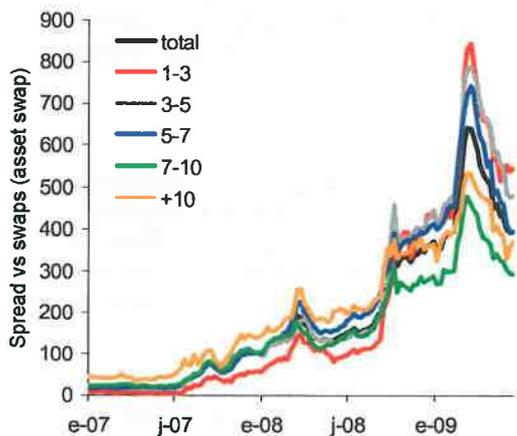
(b) *Spread* de emisiones Senior en €: rating



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

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

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



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

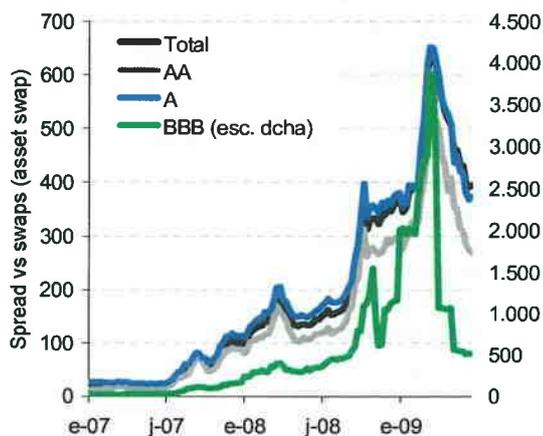
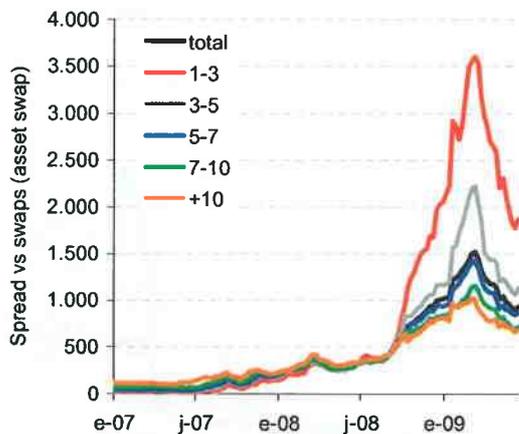
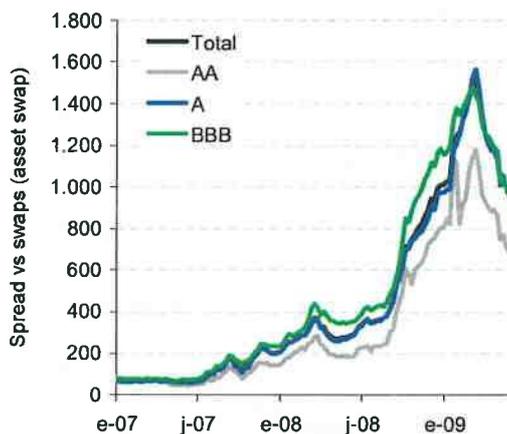


Gráfico 3: spread a la call, por plazo y rating de emisiones Tier I en el secundario (asset swap)

(a) Spread de emisiones Tier I en €: plazo



(b) Spread de emisiones Tier I en €: rating



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

Con la información de los bonos concretos que constituyen los índices de JP Morgan para participaciones preferentes Tier I, y para el caso concreto de emisiones con primer ejercicio de la opción de amortización comprendido entre 2013 y 2017 realizadas por emisores pertenecientes a la UE, se extraen los siguientes niveles de spread vs swaps (asset swap) calculados a fecha de primera call (tabla 6):

Tabla 6: emisiones Tier I con call entre los años 2013-2017, por rating de la emisión: resumen de niveles de spread vs swaps (asset swap) calculados a fecha de 1ª call

	Índices SUSI de JP Morgan ¹											
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB	BBB-
Máximo	-	-	-	-	1350	1015	1250	1350	1225	1200	1225	-
Promedio	-	-	-	-	880	820	900	900	1100	1050	1125	-
Mínimo	-	-	-	-	630	630	660	700	900	900	1050	-

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

3.2.2 Información de los índices ET10² de Merrill Lynch

Como segunda fuente, tomamos datos de emisiones concretas constituyentes del índice ET10 de Merrill Lynch, actualizados a 12 de junio 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 ET10. En todo caso, y al igual que JP Morgan, Merrill Lynch refleja para cada bono o para el índice total, datos de spread vs swaps, calculados como asset swap a la fecha de primer ejercicio de la opción de amortización anticipada o Call.

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

De esta forma, en las participaciones preferentes que constituyen el índice ET10 de Merrill Lynch, con primer ejercicio de la opción de amortización comprendida entre 2013 y 2017 se extraen los siguientes niveles (tabla 7):

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

	Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹											
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB	BBB-
Máximo	-	-	-	-	1285	1085	1285	1250	1225	1225	1215	1075
Promedio	-	-	-	-	865	760	915	935	1065	1045	1090	1045
Mínimo	-	-	-	-	615	615	690	750	905	905	950	1020

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

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

3.2.3 Información de Bloomberg para referencias de índices Iboxx-Markit

Como tercera fuente de contraste, hemos tomado datos de *spread* de Bloomberg para las emisiones de participaciones preferentes *Tier I* de los índices Iboxx-Markit, con datos actualizados a 12 de junio de 2009 (cerca de 70 emisiones). Se han utilizado datos de cotizaciones multi-contribuidas de la citada fuente, en concreto, de *Bloomberg Trader Composite* (CBBT), que refleja las mejores condiciones de oferta y demanda del conjunto de entidades que proporciona cotizaciones.

El análisis de niveles de spreads vs swaps calculados a fecha de primera opción de amortización anticipada, para emisiones de participaciones preferentes *Tier I* a distinto plazo de primera call y rating de la emisión, arroja similares conclusiones a los realizados con índices de JP Morgan y Merrill Lynch (ver tabla 8):

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

	Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹											
	AA	AA+	AA	AA-	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB	BBB-
Máximo	-	-	-	-	1480	1350	1290	1480	1420	1265	1420	-
Promedio	-	-	-	-	980	940	975	1005	1125	1080	1155	-
Mínimo	-	-	-	-	710	710	730	735	970	970	985	-

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

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

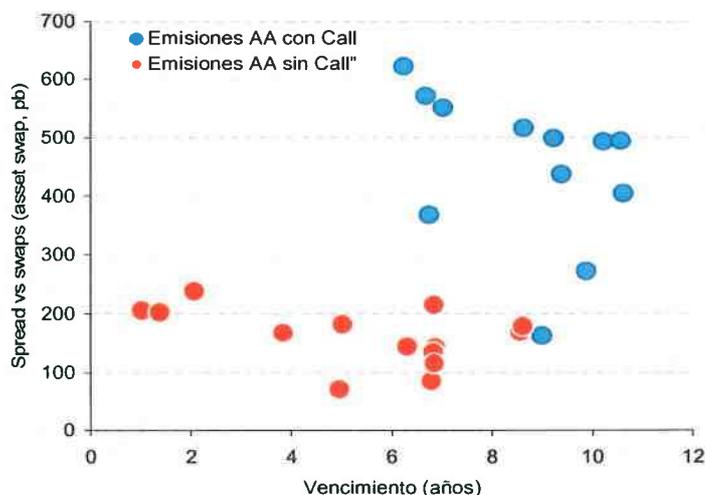
En los puntos 3.2.1. a 3.2.3. hemos reflejado información de fuentes que consideramos fiables para spreads vs swaps calculados a fecha de primer ejercicio de la opción de amortización que tiene el emisor, lo que es práctica habitual en los mercados de capitales para traducir en spreads los precios cotizados de emisiones en mercado secundario.

No obstante, las actuales condiciones de mercado, definidas por una elevada expectativa de muy alta probabilidad de no ejercicio de la opción de amortización anticipada (que sitúa el valor de la opción en prácticamente cero), frente a la práctica común hasta 2008 de ejercitar “siempre” dicha opción, están introduciendo una distorsión muy importante a la hora de medir correctamente el riesgo de crédito de la emisión.

Para ilustrar este fenómeno, ponemos el ejemplo de un conjunto de emisiones de deuda subordinada Lower Tier II con rating genérico AA, denominadas en EUR, con y sin opción de amortización anticipada al quinto año (tomamos datos del índice ELT2 de Merrill Lynch, compuesto por emisiones de deuda subordinada Lower Tier II). Como puede observarse en el gráfico 4, el spread vs swaps de emisiones de deuda subordinada con rating AA sin opción *call*, calculado a vencimiento, resulta muy inferior al spread calculado para emisiones con el mismo rating y con opción de amortización situada cinco años antes del vencimiento.

De esta forma, aunque la convención de mercado secundario sea en las emisiones con *call* determinar el spread vs swaps asumiendo que se ejercerá la *call*, el spread vs swaps con el que medir el riesgo de crédito del instrumento y actualizar el valor de los flujos de pago futuros, se corresponde en la práctica con el calculado a vencimiento.

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



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

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

Se han obtenido datos correspondientes al período comprendido entre el 3 de octubre de 2008 y 12 de junio de 2009, con periodicidad semanal, para cada una de las emisiones de participaciones preferentes arriba mencionadas, clasificándose en función de su rating. Una vez obtenidas las rentabilidades de oferta (ask) y demanda (bid) a vencimiento, hemos calculado spreads vs swaps mínimo, máximo, mediano y promedio para cada uno de los ratings, tomando como referencia o tipo base, el tipo IRS del EUR a 30 años.

Los resultados para los conjuntos de emisiones seleccionadas de cada índice se exponen en las tablas 9 a y b siguientes. Como puede extraerse de la comparación de estos spreads a vencimiento con los spreads a la call (puntos 3.1.1. a 3.1.3.), estos

son muy inferiores a aquellos, siendo la diferencia debida a la forma en la que se calcula uno y otro spread (“a la call” versus, en este caso, “a vencimiento”)

Como puede comprobarse a partir de las tablas 9 a y b, los niveles promedio de spreads vs swaps a vencimiento de las tres fuentes analizadas para las emisiones con rating BBB+ por Fitch (equivalente a Baa1 por Moody’s y BBB+ por S&P) analizadas se situaría, a 12 de junio de 2009, en la el rango definido por 400 y 485 pb bid/ask.

Tablas 9 a: spread vs swaps a vencimiento, bid, para emisiones de participaciones preferentes Tier I y primer ejercicio de la call entre 2013 y 2017.

BID	Índices SUSI de JP Morgan ¹						
	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB
Máximo	410	275	290	410	970	450	850
Promedio	255	210	235	315	470	380	535
Mínimo	150	150	190	200	310	310	370

	Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹						
	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB
Máximo	402	340	402	355	890	475	775
Promedio	265	245	280	330	480	405	540
Mínimo	155	155	230	310	355	355	415

	Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹						
	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB
Máximo	410	260	270	410	920	535	800
Promedio	245	200	240	335	485	410	530
Mínimo	160	160	185	200	315	315	385

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

Tablas 9 b: spread vs swaps a vencimiento, ask, para emisiones de participaciones preferentes Tier I y primer ejercicio de la call entre 2013 y 2017.

ASK	Índices SUSI de JP Morgan ¹						
	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB
Máximo	450	315	330	450	1010	530	880
Promedio	300	245	280	360	560	480	585
Mínimo	190	190	230	250	350	430	350

	Índice ELT2 de Merrill Lynch ¹						
	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB
Máximo	445	370	445	435	950	570	830
Promedio	310	270	330	395	550	485	600
Mínimo	185	185	290	375	425	425	460

	Emisiones de Markit / Iboxx vía Bloomberg ¹						
	A	A+	A	A-	BBB	BBB+	BBB
Máximo	450	320	315	450	1050	575	920
Promedio	300	250	280	380	560	490	605
Mínimo	200	200	230	245	420	420	455

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

4. Conclusiones

No hay emisiones recientes similares en el mercado mayorista con las que comparar la emisión planteada por Caja Navarra. Tan sólo se ha realizado un par de emisiones desde el verano de 2008, ambas denominadas en USD y colocadas en aquel mercado. No las consideramos comparables a efectos de este informe.

La comparación con **emisiones minoristas** no es el objeto de este informe. En todo caso, hay que puntualizar que:

- o el spread vs swaps a vencimiento calculado para la participación preferente *Tier I* de Caja Navarra (525 pb) compara adecuadamente, dada la migración de ratings a la baja y la reducción de spreads acaecida desde mediados de marzo, con emisiones minoristas recientes de similar prelación de emisores con rating similar (en concreto, Caixa Galicia y Banco Pastor, que colocaron sus emisiones con spreads a vencimiento del orden de 509-525 pb en marzo de 2009).
- o el spread vs swaps a vencimiento calculado para la participación preferente Tier I de Caja Navarra (525 pb) compara adecuadamente, dado el menor rating de emisor de la entidad, con el de emisiones minoristas recientes de similar prelación de emisores con rating superior (Caja Murcia, "la Caixa" y Caja Madrid, entre otros).

En relación al mercado mayorista, los análisis realizados en este informe sobre el mercado secundario mayorista para emisiones de participaciones preferentes Tier I con vencimiento a perpetuidad y opción de amortización al 5º año, arrojan la siguiente conclusión:

- o los niveles promedio de spreads vs swaps a vencimiento de las tres fuentes analizadas para las emisiones con rating Baa1/BBB+/BBB+ por Moody's, S&P y Fitch analizadas se situarían, a 12 de junio de 2009, en el rango definido por 400 y 485 pb, bid/ask.

En conclusión, el spread vs swaps para la emisión de Caja Navarra objeto de este informe, si consideramos simplemente el "spread a vencimiento sin la call" (525 pb), se encontraría en nuestra opinión **ligeramente por encima del entorno "razonable" de spreads que definen los niveles promedio de spreads vs swaps a vencimiento para emisiones de naturaleza y calidad crediticia similar en mercados mayoristas** a mediados de junio de 2009, y que se corresponde con la horquilla definida por 400-485 pb.



5. Disclaimer

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

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

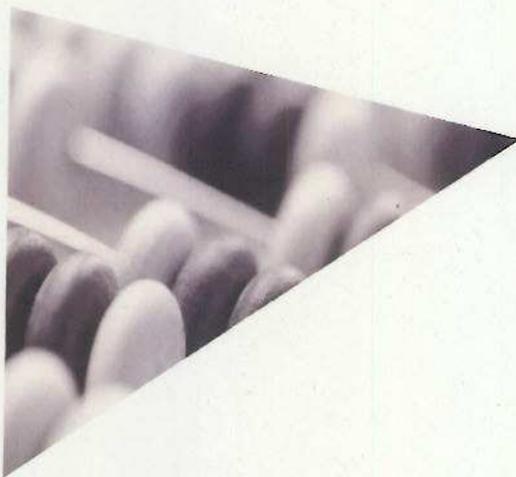
Este documento no refleja ninguna opinión sobre la conveniencia de invertir en este instrumento ni sobre sus riesgos asociados. Asimismo, este documento es para uso interno de Caja Navarra, o para su presentación a CNMV y su mención y anexo en la nota de valores, sin que pueda utilizarse para ningún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

Fdo: Daniel Manzano Romero

Socio- Analistas Financieros Internacionales

Informe de Emisión de Participaciones Preferentes

Caja de Ahorros de Navarra



Junio de 2009

Índice

1.	Introducción	3
2.	Procedimientos de cálculo	4
2.1.	Descripción de la operación analizada.....	4
2.2.	Equivalencia de la estructura	5
2.3.	Descripción de la Metodología de Valoración	6
2.3.1.	Valoración de bono a tipo fijo	6
2.3.2.	Valoración del Perpetual Forward Starting Floating Rate Note.....	7
2.3.3.	Valoración de forward starting interest rate floor.....	7
2.3.4.	Valoración de la Opción de Amortización Anticipada a partir del quinto año	8
2.4.	Valor Razonable del Instrumento	8
3.	Análisis de la razonabilidad del rendimiento de la emisión de participaciones preferentes de la Entidad	10
3.1.	Descripción del emisor y de sus emisiones de deuda.....	10
3.2.	Comparativa de spread de deuda con otras entidades	11
3.3.	Referencias comparables de spread para la emisión de participaciones preferentes de la Entidad	12
3.4.	Datos relevantes de mercado secundario y de cotizaciones individuales o multicontribuidas.....	15
4.	Conclusión.....	20
5.	Anexo 1: Metodologías de Valoración.....	21
6.	Anexo 2: Datos de Valoración	27

1. Introducción

El presente informe recoge el análisis elaborado por Ernst & Young sobre la valoración independiente de una emisión de participaciones preferentes ISIN ESXXXXXXXXXX, de Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra (en adelante "Caja Navarra" o "la Entidad"), de vencimiento perpetuo, con cupón mínimo y con la posibilidad de amortización anticipada desde el quinto año. En ningún caso, este informe pretende reflejar opinión alguna sobre la conveniencia de invertir en el instrumento financiero objeto de análisis o sobre sus riesgos asociados.

Hay que considerar que toda valoración de instrumentos financieros depende, tanto de la metodología empleada, como de los supuestos e hipótesis utilizadas en la valoración, pudiéndose alcanzar resultados diferentes utilizando distintos modelos de valoración, sin que este hecho de lugar a diferencias significativas.

En todo momento, se han utilizado datos de mercado obtenidos de Bloomberg y AIAF para la valoración del instrumento financiero. Ambas son consideradas fuentes independientes de información válidas y por tanto, Ernst & Young no se hace responsable de la calidad de la información obtenida de dichas fuentes.

Los servicios y la información, registros, datos, asesoría o recomendaciones contenidas en este documento son para su presentación a la Comisión Nacional Mercado de Valores y su mención en la nota de valores, sin que pueda utilizarse para ninguna otra intención, o con propósitos de inversión.

Los inversores interesados en la emisión analizada, deberán solicitar el asesoramiento experto en cualquier aspecto financiero, contable, fiscal, legal u otros, al efecto de verificar si el instrumento financiero que se describe es acorde a su perfil como inversor, teniendo en cuenta los riesgos y retribuciones del instrumento. Ernst & Young ni sus socios ni empleados serán responsables de ninguna pérdida financiera ni decisión de cualquier tipo tomada por posibles inversores sobre la base de la información contenida en este documento.

2. Procedimientos de cálculo

Ernst & Young realizó la valoración independiente de la emisión de participaciones preferentes ISIN ESXXXXXXXXXX, a emitir por la Entidad el día XX/XX/09 siguiendo los procedimientos definidos por la CNMV, en su carta de "Verificación de emisiones de renta fija destinadas a minoristas", con fecha 19 de febrero de 2009. A continuación se detallan los procedimientos llevados a cabo.

2.1. Descripción de la operación analizada

Las principales características de la participación preferente a analizar son:

- ▶ Tipo de instrumento: Participación preferente.
- ▶ Emisor: Caja de Ahorros de Navarra.
- ▶ Garante: Caja de Ahorros de Navarra.
- ▶ Rating del Garante: Largo plazo Fitch A / Corto plazo F - 1.
- ▶ Fecha de emisión: XX/XX/09.
- ▶ Fecha de desembolso: 29/10/2009.
- ▶ Nominal: 100 millones de euros.
- ▶ Divisa de la emisión: Euros.
- ▶ Rating teórico de la emisión: BBB⁺ (Fitch).
- ▶ Plazo: perpetuo, con opción amortización anticipada por parte del emisor a partir del quinto año desde la fecha de emisión.
- ▶ Fórmula del cupón:
 - Durante los primeros cinco años de la emisión: Cupón fijo trimestral del 8,00% anual, base 30/360.
 - A partir del quinto año de emisión: Euribor 3 meses (3M) más 500 puntos básicos, base 30/360. Con un cupón mínimo del 6,5%.
- ▶ Frecuencia y pago del cupón: Se fijará y se pagará el cupón de manera trimestral.
- ▶ Amortización anticipada: En cada fecha de reprecio.
- ▶ Primera fecha de amortización anticipada: 29/10/2014.

2.2. Equivalencia de la estructura

A efectos de análisis y valoración, es posible descomponer la emisión en varios instrumentos financieros, según la estructura base descrita en el punto anterior. La emisión equivalente se descompone de la siguiente forma:

► *Bono a tipo fijo*

Un componente de la participación preferente corresponde a un bono a tipo fijo al 8,00% anual con cupones trimestrales, sin intercambio de principal al final del periodo. Así mismo, este instrumento se puede descomponer en una cartera de veinte bonos cupón cero de nominal 2,00 ($= 8,00\% \times 0,25 \times 100$), uno para cada fecha de pago durante los primeros cinco años de vida del bono.

► *Perpetual Forward Starting Floating Rate Note*

Otro instrumento que compone la participación preferente, corresponde a un *Perpetual Forward Starting Floating Rate Note*. Este bono, emitido a tipo de interés variable Euribor 3M más un spread del 5,00%, con repacios y pagos trimestrales a partir del quinto año de emisión, con vencimiento perpetuo. Así mismo, este instrumento se puede descomponer en una cartera de infinitos bonos cupón cero de nominal aproximado de $((\text{Euribor } 3\text{M} + 5,00\%) \times 0,25 \times 100)$, uno para cada fecha de pago del bono de forma perpetua.

► *Forward Stating Interest Rate Floor*

El pago de cupón variable a partir del quinto año, tiene un pago mínimo del 6,5%, de forma que este tipo de opcionalidad, se puede replicar a través de un *Forward Starting Interest Rate Floor* (en adelante *floor*) sobre el Euribor a 3 meses, con un strike o precio de ejercicio del 1,5% (cupón mínimo del 6,5% sobre un cupón total de Euribor 3M + 5,00%, lo que equivale a un tipo mínimo del 1,5% sobre Euribor 3M) en cada pago trimestral de cupón a partir del quinto año en forma perpetua.

► *Opción de Amortización Anticipada a partir del quinto año*

Adicionalmente, la estructura posee una opción de cancelación anticipada por parte del emisor, que equivale a una serie de opciones de compra sobre el *Perpetual Forward Starting Floating Rate Note* descrito anteriormente, con liquidaciones trimestrales y con precio de ejercicio o strike, igual al nominal del bono.

Esta opción, es equivalente a valorar un *Floor Swaption*¹ con ejercicio tipo bermuda, que da el derecho a recibir tipo de interés variable Euribor 3M más un spread del 5,00%, con repacios en forma trimestral, con vencimiento perpetuo (equivalente al *Perpetual Forward Starting Floating Rate* pero con posición contraria), y a pagar un tipo de interés fijo que equivale al nominal de la participación preferente.

Por tanto, se está valorando la emisión de participaciones preferentes como un bono a tipo fijo más un *Perpetual Floating Rate* y un *Forward Starting Interest Floor*, menos un *Swaption* con ejercicio tipo bermuda.

2.3. Descripción de la Metodología de Valoración

Se utilizaron metodologías estándar comúnmente aceptadas para valorar la emisión, las cuales se describen a continuación.

2.3.1. Valoración del bono a tipo fijo

Ernst & Young realizó la estimación del valor razonable del bono a tipo fijo descrito en el punto anterior, calculando los flujos de caja a pagar por el instrumento. Esto equivale a descomponer el bono a tipo fijo en veinte bonos cupón cero, para posteriormente descontarlos a valor presente de la siguiente forma:

- Los cupones o bonos cupón cero se determinaron utilizando el cupón del 8,00% fijo, con pagos trimestrales, y con un vencimiento a cinco años.
- Una vez determinados dichos flujos de caja o bonos cupón cero, se descontaron a valor presente con la curva EUR Swap Cupón Cero² en función del plazo de cada flujo más un spread³ que se definió según el rating del instrumento y el vencimiento.

¹ Opción para entrar en un swap.

² Para mayor detalle ver el Anexo 1: Metodologías de Valoración.

³ Tal como se ha definido en el punto 3.

- ▶ La suma de los valores presentes de cada uno de los bonos cupón cero, permite determinar el valor razonable del bono a tipo fijo.

2.3.2. Valoración del Perpetual Forward Starting Floating Rate Note

La estimación del valor razonable del *Perpetual Forward Starting Floating Rate Note*, se realizó calculando los flujos de caja a pagar. Esto es equivalente a descomponer el instrumento en infinitos bonos cupón cero, para posteriormente descontarlos a valor presente de la siguiente forma:

- ▶ Los cupones o bonos cupón cero se determinan utilizando los tipos de interés *forward* a 3 meses más un spread de 500 puntos básicos anual, con repacios y pagos trimestrales.
- ▶ Una vez determinados dichos flujos de caja o bonos cupón cero, se descuentan cada uno a valor presente con la curva EUR Swap Cupón Cero en función del plazo de cada flujo más un spread, que se define en función al rating y vencimiento del instrumento.
- ▶ Dado que el último punto disponible para la curva EUR swap par es a 50 años, se utilizó la hipótesis de que el *Perpetual Forward Starting Floating Rate Note* vence en 50 años. Se consideró por tanto, que el valor razonable de los flujos superiores a 50 años es residual.
- ▶ La suma de los valores presentes de cada uno los bonos cupón cero, permiten determinar el valor actual del *Perpetual Forward Starting Floating Rate Note*.

2.3.3. Valoración de Forward Starting Interest Rate Floor

Se realizó la estimación del valor razonable del *Forward Starting Interest Rate Floor* por medio de la valoración de *floorlets*⁴ concatenados, uno por cada fecha de pago de cupón variable a partir del quinto año. Para valorar dichos *floorlets* se aplicó el modelo Black 76 para opciones sobre tipos de interés⁵:

- ▶ Se utilizó el modelo Black 76 considerando como supuesto que el floor no posee efecto sobre la opción de amortización anticipada de la estructura bajo análisis, con el fin de determinar un rango que permita determinar el valor del *floor*.
- ▶ Dado que el valor razonable del floor podría afectar al valor razonable del *Perpetual Forward Starting Floating Rate Note* con opción de cancelación anticipada, se realizó la valoración conjunta de las posiciones que componen de manera sintética la presente emisión, utilizando el modelo Ho - Lee de simulación de tipos de interés⁶.

Finalmente, se estimo el valor del *Perpetual Forward Starting Floating Rate Note* con opción de cancelación anticipada sin considerar el valor del floor, para obtener el valor del floor por diferencias.

⁴ Serie de Floors.

⁵ Para mayor detalle ver Anexo 1: Metodologías de Valoración.

⁶ Ver punto 2.3.4 del presente informe.

Es importante mencionar que en base a las pruebas realizadas se concluyó que el valor del *floor* no afecta significativamente a la opción de amortización anticipada, ya que esta última posee un valor residual. Por tanto, el valor del *floor* no cambia significativamente si es valorado utilizando Black 76 o el modelo Ho - Lee.

2.3.4. Valoración de la Opción de Amortización Anticipada a partir del quinto año

La opción de cancelación anticipada fue valorada utilizando árboles de simulación del tipo de interés, por medio del modelo Ho - Lee⁷, el cual sigue la siguiente estructura:

$$dr = \theta(t)dt + \sigma dz$$

Donde:

dr : Cambio del tipo de interés forward a corto plazo.

$\theta(t)$: Dirección promedio en que r se mueve en el momento t .

σ : Volatilidad.

dz : Movimiento estocástico de los tipos de interés.

El Modelo fue calibrado utilizando metodología estándar de mercado, volatilidades de *swaptions* ATM⁸ y curvas de interés EUR cupón cero a la fecha de valoración⁹.

2.4. Valor Razonable del Instrumento

El *Perpetual Floating Rate Note* fue valorado utilizando la metodología descrita en el punto anterior, es decir, a través del descuento de flujos de caja y datos independientes de mercado¹⁰. Así mismo el valor de la opcionalidad (opción de amortización anticipada más el *floor*) fue valorada utilizando el modelo de simulación de árboles de tipos de interés Ho - Lee y Black 76.

Finalmente, el valor de la opcionalidad incluida en el instrumento fue aislada de la valoración del *Perpetual Floating Rate Note*, por medio de la estimación del *Option Adjusted Spread*¹¹, de la siguiente manera:

$$r_i = CCC_i + SC + OAS$$

$$r_i = CCC_i + All_in_spread$$

⁷ Para mayor detalle ver Anexo 1: Metodologías de Valoración.

⁸ At the money.

⁹ Para mayor detalle ver Anexo 2: Datos de Valoración.

¹⁰ Para mayor detalle ver Anexo 2: Datos de Valoración.

¹¹ OAS.

Donde:

r_i : Tipo de descuento del Perpetual Floating Rate Note con opción de amortización anticipada para cada flujo en el tiempo i .

CCC: Punto de la curva cupón cero EUR Swap en el tiempo i .

SC: Spread crédito de la emisión, por rating y seniority.

OAS: Option Adjusted Spread, que corresponde al valor de la opción de amortización anticipada más el floor.

En base a la información obtenida de las distintas fuentes de datos de mercado y utilizando la metodología anteriormente descrita, se observa que la valoración de la emisión de participaciones preferentes es la siguiente:

Tabla 2.4.1: Características y valoración del instrumento

Emisor	Rating Fitch*	Tipo de Emisión	Fecha de Vencimiento	Fecha de Valoración	All in Spread	Spread de Crédito	Spread Call	Spread Floor	OAS**
Caja Navarra	BBB+	Participaciones Preferentes	Perpetua	25-05-2009	525,18	527,63	-13,32	15,77	2,45

* Rating teórico.

**Option Adjusted Spreads.

El valor de la emisión de participaciones preferentes depende principalmente del riesgo de crédito asignado por el mercado al instrumento. Dado que los instrumentos emitidos por la Entidad no presentan una liquidez de mercado significativa y/o no son comparables con el instrumento bajo revisión, se realizó un análisis de los spreads de las emisiones recientemente colocadas en el mercado por otras entidades para el tramo minorista, observándose un rango entre 498 y 778 puntos básicos de spread implícito para emisiones con un rating equivalente (sin incluir opcionalidades).

Así mismo, se comparó con datos de mercado europeos genéricos de emisiones con similares características, obteniéndose un rango de spread entre 507 y 541 puntos básicos para emisiones Tier I.

Según los análisis realizados, el valor de la opción de amortización para los diferentes escenarios de spread de crédito utilizados para valorar la emisión no cambió significativamente.

Igualmente, se observó que el valor razonable de la opción de amortización anticipada no se ve afectado significativamente por el *floor*.

3. Análisis de la razonabilidad del rendimiento de la emisión de participaciones preferentes de la Entidad

3.1. Descripción del emisor y de sus emisiones de deuda

La Entidad tiene una calificación crediticia otorgada por la agencia de rating Fitch de A.

En la actualidad la Entidad tiene emitidas los siguientes instrumentos de renta fija, según la información proporcionada por Bloomberg:

Tabla 3.1: Emisiones Vigentes de Caja de Ahorros de Navarra

Nº	ISIN	Rating*	Importe (Millones)	Fecha emisión	Plazo (años)	Cupón		Opción de Amortización	Fecha vencimiento	Clase
						Tipo Fijo	Tipo Variable			
1	ES0314965007	A	200.000	14-05-2008	2,0	5,7500% - Anual	-	-	27-05-2010	Senior
2	ES0314965049	-	65.000	13-03-2009	1,5	2,6815% - Anual	-	-	10-09-2010	Senior
3	ES0314965064	AAA	100.000	07-05-2009	1,5	2,4200% - Anual	-	-	12-11-2010	Garantizado
4	ES0314965056	-	104.000	26-03-2009	1,6	2,6000% - Anual	-	-	12-11-2010	Garantizado
5	ES0314965015	-	105.000	27-02-2009	2,0	2,7980% - Anual	-	-	25-02-2011	Garantizado
6	ES0314965031	A	75.000	09-03-2009	2,0	-	EUR 3M + 0,80%	-	10-03-2011	Senior
7	ES0314965072	AAA	46.000	05-05-2009	2,6	-	EUR 6M + 0,90%	-	08-12-2011	Garantizado
8	ES0214965008	A-	150.000	12-06-2006	10,0	-	EUR 3M + 0,39%	16-06-2011	16-06-2016	Senior

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Bloomberg.

(*) Rating otorgado por Fitch.

Como se puede apreciar en la tabla anterior, la Entidad ha emitido cuatro instrumentos senior (nºs 1, 2, 6 y 8). Se verificó en Bloomberg y AIAF los precios y volúmenes de negociación de estos instrumentos, y se observó que poseen escasa liquidez. De acuerdo a lo anterior, se considera poco razonable utilizar los precios de las emisiones mencionadas para inferir el spread de crédito implícito para las emisiones de participaciones preferentes.

Adicionalmente, como se puede apreciar en la tabla 3.1 la Entidad ha emitido cuatro instrumentos de deuda garantizada (nº 3, 4, 5 y 7 de la tabla). A efectos del presente informe, los instrumentos mencionados anteriormente no pueden ser considerados como referencia válida, ya que están avalados por el Estado Español y no reflejan el riesgo de crédito real de las emisiones de la Entidad, por lo que no son adecuados para evaluar la razonabilidad del spread de la emisión de participaciones preferentes bajo análisis.

De forma que el análisis de las emisiones de deuda realizadas por la Entidad no son adecuadas para poder determinar el rango de spread de la emisión analizada.

3.2. Comparativa de spread de deuda con otras entidades

Spread de Deuda Senior y Subordinada

Para evaluar el spread de crédito de la emisión de participaciones preferentes de la Entidad, se ha realizado una comparación de emisiones senior y subordinadas de entidades de crédito con rating similar al de Caja Navarra y que han emitido recientemente participaciones preferentes, las cuales se pueden observar en el siguiente cuadro:

Tabla 3.2.1: Rating Emisores Equivalentes a la Entidad

Emisor	Rating Fich	Rating S&P	Rating Moodys
CaixaNova	A	A	A2
Banco Pastor	A	A	A2
Caixa Galicia	A	A	A2
Caja Duero	A	A	A2

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Bloomberg.

Se obtuvieron precios de mercado de instrumentos de renta fija senior y subordinados de las entidades de la tabla anterior, desde AIAF y Bloomberg. Se observó que tanto las transacciones de emisiones seniors como las subordinadas no poseen liquidez suficiente que permita obtener los spreads implícitos para el nivel de rating de la Entidad (A/A2) o de la emisión (BBB+/Baa1) razonables.

De acuerdo a lo anterior, utilizar los spreads implícitos de los instrumentos de renta fija senior y subordinados emitidos por entidades con similar rating como medida de referencia o indicador de las condiciones del riesgo de crédito asociadas a la emisión de participaciones preferentes de la Entidad no es razonable, dada la baja liquidez de mercado, por lo que se descartó su utilización.

Sólo se pudo obtener spreads para instrumentos con mejor rating que la emisión de la Entidad, por lo que no es razonable su utilización para efectos del presente informe.

3.3. Referencias comparables de spread para la emisión de participaciones preferentes de la Entidad

Como base para este análisis se han tomado doce emisiones de participaciones preferentes. Dichas emisiones cubren un amplio espectro de entidades, cuyas emisiones de deuda corresponden a características similares a las del instrumento sujeto a análisis y emitidas recientemente.

Tabla 3.3.1: Emisiones de Participaciones Preferentes Emitidas Recientemente

Emisor	Tipo Fijo	Tipo Variable	Spread Emisión (pb)	Rating Emisor*	Rating Emisión*	Fecha Emisión
BBVA ⁽¹⁾	6,50%	Euribor 3M	0	AA	A+	20/12/2008
Banco Popular	6,75%	Euribor 3M	150	AA-	A	15/03/2009
Banco Sabadell	6,50%	Euribor 3M	250	A+	A-	24/02/2009
Caja Murcia	-	Euribor 3M	445	A+	A-	15/04/2009
Banco Pastor	7,25%	Euribor 3M	460	A	BBB+	02/04/2009
Caja Navarra	8,00%	Euribor 3M	500	A	BBB+	-
Caixa Galicia	7,50%	Euribor 3M	515	A	BBB+	18/05/2009
Caixanova	-	Euribor 12M	635	A	BBB+	21/04/2008
Caja Duero	-	Euribor 3M	725	A	BBB+	25/05/2009
CaixaPenedés	-	Euribor 3M	425	A-	BBB	10/06/2009
Caja General de Canarias	7,00%	Euribor 3M	585	A-	BBB	27/04/2009
Caja Cantabria	6,50%	Euribor 3M	675	A-	BBB	29/06/2009
Caja España	7,00%	Euribor 3M	725	A-	BBB	-

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de CNMV.

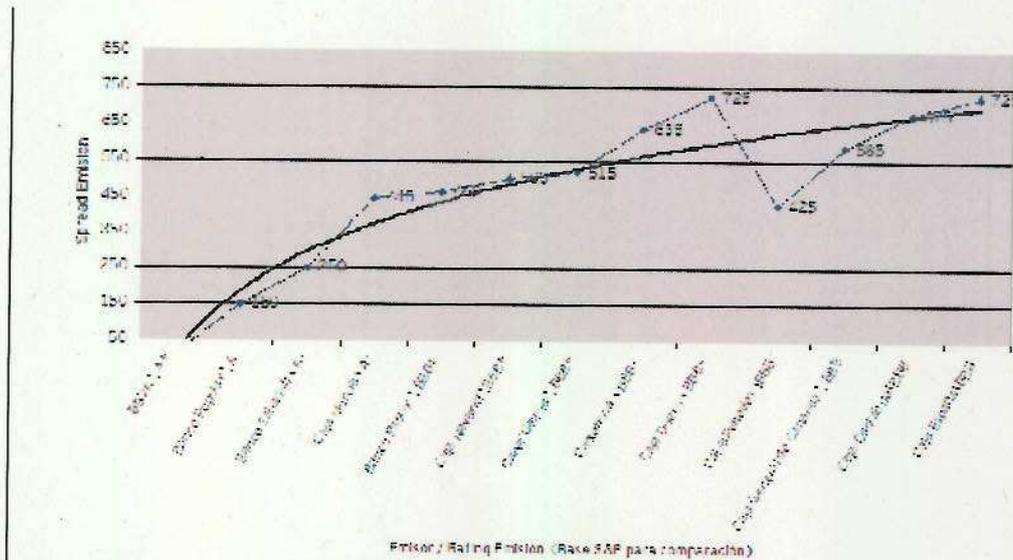
(1) Spread de 0% con un floor o tipo mínimo del 3,5%.

(*) Base comparación S&P.

Se observa que el spread de emisión, determinado como el spread sobre el Euribor 3M pagado en el tramo de cupones variables, varía entre los 150 puntos básicos ofrecidos por Banco Popular y los 725 puntos básicos, ofrecidos por Caja España.

Debido a que las condiciones de rentabilidad / riesgo no son comparables a causa de la distinta calidad crediticia de las entidades mencionadas, se consideran como referencias válidas, aquellas que coinciden con Caja Navarra tanto en el rating de entidad, como en el rating teórico de la emisión a la fecha de la emisión de dichas participaciones preferentes. Para estas emisiones comparables, se observa que el rango del spread de emisión varía entre 460 puntos básicos ofrecidos por Banco Pastor, hasta 725 puntos básicos ofrecidos por Caja Duero.

Gráfico 3.3.1: Spread de emisión ofrecido por Participaciones Preferentes Recientemente Emitidas



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de la de CNMV.

Como se puede observar, Caja Navarra ofrece un spread de emisión de 500 puntos básicos, rentabilidad que está dentro la parte baja del rango de 460 - 725 puntos básicos de spread de emisión, y que por tanto se encuentra dentro del rango del margen de emisiones de participaciones preferentes de entidades con un nivel de rating equivalente.

Así mismo, para verificar las condiciones de mercado de la emisión de participaciones preferentes de la Entidad, se estimó el *spread implícito* correspondiente a otras emisiones de diferentes entidades. Dicho spread se calculó tomando en cuenta el tramo de cupones fijos y el tramo de cupones variables, sin considerar la opción de cancelación u otro tipo de opcionalidad y suponiendo un vencimiento a 50 años. Como resultado de este estudio, se obtuvo un spread implícito para la Entidad de 524 puntos básicos aproximadamente.

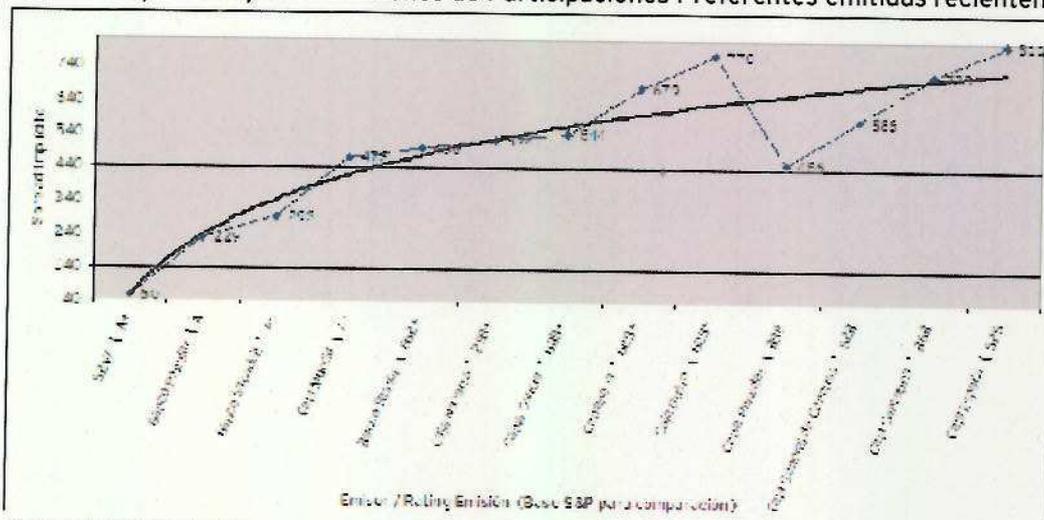
Tabla 3.3.2: Spread Implícito para emisiones de Participaciones Preferentes emitidas recientemente

Emisor	Spread Implícito	Spread Implícito Caja Navarra	Diferencia	Rating Emisión (S&P)	Condiciones de la Emisión
BBVA	59,55	524,39	-464,84	A+	6,50% - Fijo 2 Años Después EUR 3M (floor 3,50%)
Banco Popular	229,12	524,39	-295,27	A	6,75% Después EUR 3M + 1,50%
Banco Sabadell	292,71	524,39	-231,68	A-	6,50% - 2 Años EUR 3M + 2,50%
Caja Murcia	473,07	524,39	-51,31	A-	4,45% + EUR 3M
Banco Pastor	497,73	524,39	-26,66	BBB+	7,25% - 3 Años Después EUR 3M + 4,60%
Caja Navarra	524,39	524,39	0,00	BBB+	8,00% - Fijo 5 Años EUR 3M + 5,00%
Caixa Galicia	543,71	524,39	19,33	BBB+	7,50% - Fijo 3 Años Después EUR 3M + 5,15%
Caixanova	679,41	524,39	155,03	BBB+	6,35% + EUR 3M
Caja Duero	778,08	524,39	253,70	BBB+	7,25% + EUR 3M
Caixa Penedés	456,28	524,39	-0,02	BBB	6,50% - Fijo 1 Año EUR 3M + 4,25%
Caja General de Canarias	585,63	524,39	-0,01	BBB	7,00% - Fijo 2 Años, Después EUR 3M + 5,85%
Caja Cantabria	722,74	524,39	0,00	BBB	6,75% + EUR 3M
Caja España	810,58	524,39	0,01	BBB	8,25% - Fijo 3 Años Después EUR 3M + 7,25%

(1) Spread de 0% con un floor o tipo mínimo del 3,5%.

Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 3.3.1: Spread Implícito emisiones de Participaciones Preferentes emitidas recientemente



Fuente: Elaboración propia.

Del análisis de los spreads implícitos de las emisiones de referencia se concluye que:

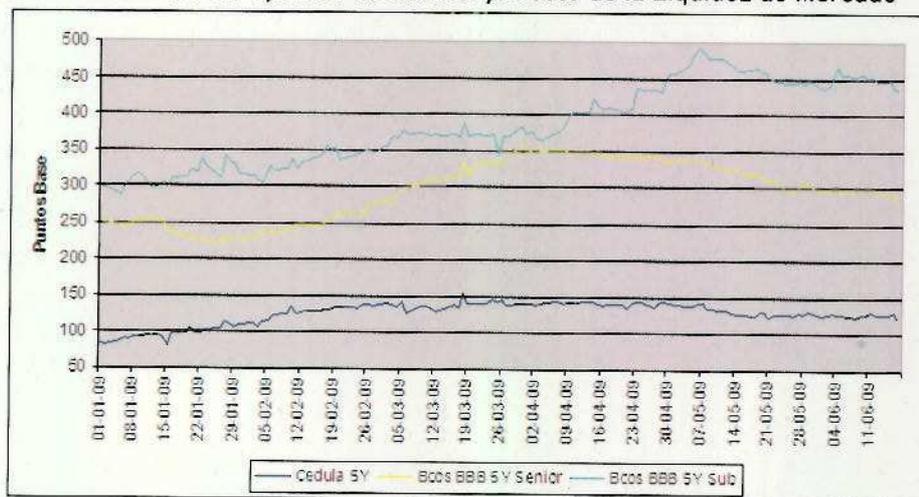
- ▶ Las emisiones de participaciones preferentes de BBVA, Banco Popular, Banco Sabadell y Caja Murcia, no se consideran como referencias válidas para establecer una comparativa sobre el spread implícito ya que dichos emisores, así como sus respectivas emisiones, cuentan con un rating superior al de la Entidad (entre A- y A para las emisiones preferentes).
- ▶ Entre las emisiones de participaciones preferentes de Entidades con un rating BBB+ (equivalente al de la Entidad), se encuentran Caixanova, Caja Duero, Banco Pastor y Caixa Galicia. Se observa que los spreads implícitos varían entre los 498 - 778 puntos básicos. La emisión de Caja de Ahorros de Navarra posee un spread implícito (524 pb) dentro del rango mencionado anteriormente (498 pb - 778 pb).
- ▶ Para las emisiones de participaciones preferentes emitidas recientemente y con rating BBB, inferior al de la Entidad, observamos que los spreads implícitos, varían entre los 585 puntos básicos ofrecido por la Caja General de Canarias y los 810 puntos básicos ofrecido por Caja España.

3.4. Datos relevantes de mercado secundario y de cotizaciones individuales o multicontribuidas

Liquidez del mercado

Con el fin de evaluar los efectos de la liquidez de mercado sobre los spreads de crédito, se obtuvieron de Bloomberg series históricas de spreads sobre la curva EUR swaps para el rating BBB senior y subordinado de emisiones de bancos europeos, y sobre cedulas hipotecarias españolas, que se muestra a continuación en el siguiente grafico:

Gráfico 3.4.1: Relación de los Spreads de Crédito y Efecto de la Liquidez de Mercado



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Bloomberg.

Como se puede observar, existe un aumento general de los spreads debido tanto a la iliquidez del mercado, como a la gran volatilidad de los tipos. Esta situación se debe a la actual coyuntura económica, reflejándose en la inestabilidad de los precios de los activos financieros.

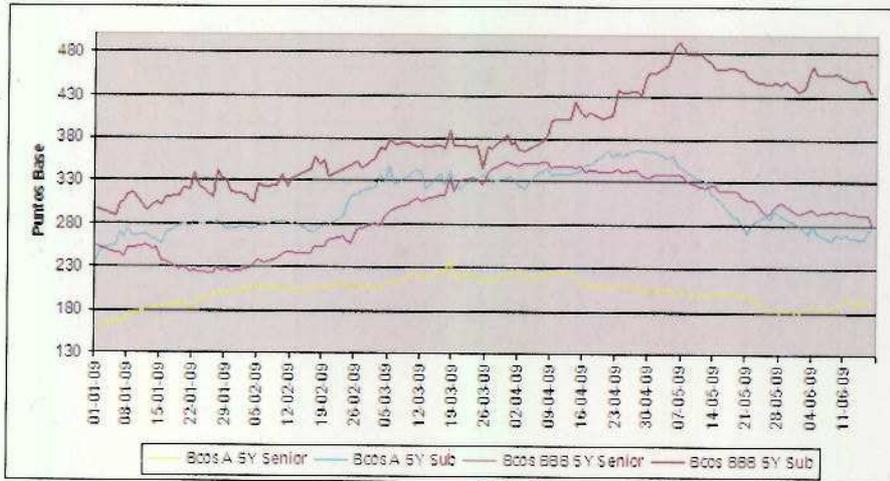
Spreads de Crédito del Mercado Europeo

Como se mencionó en los puntos 3.1 y 3.2 de este informe, los instrumentos financieros (senior y subordinados) emitidos por la propia Entidad y otras entidades de crédito con rating similar poseen una escasa liquidez. De acuerdo a lo anterior, se considera razonable la utilización de la información publicada por Bloomberg para el mercado europeo (curvas genéricas BBB EUR Bank Senior y Subordinada) para estimar el rango de valoración, dado el gran número de contribuidores de precios utilizados para su construcción y su uso extendido en los mercados financieros.

Se realizó el análisis de los spreads sobre la curva EUR Swap de las curvas genéricas BBB EUR Bank Senior y Subordinadas, con el fin de obtener referencias sobre el spreads de crédito implícito genérico BBB para valorar la emisión de participaciones preferentes de la Entidad.

En el siguiente gráfico se puede observar la evolución de los spreads a cinco años BBB genéricos seniors y subordinados. Dicha evolución muestra una gran volatilidad incrementada por la baja liquidez del mercado.

Gráfico 3.4.2: Evolución de los Spreads de Crédito durante el año 2009



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Bloomberg.

Para emisiones seniors de bancos con rating BBB se obtuvo los siguientes spreads sobre la curva EUR swap durante el año 2009:

Tabla 3.4.1: Spreads de Crédito sobre la curva BBB senior para bancos europeos

Plazo (años)	1	2	3	4	5	6	7	8
Máxima	274,97	307,02	312,20	308,77	311,17	310,87	310,57	318,45
Promedio	266,35	294,53	293,47	288,48	293,02	296,66	300,30	309,53
Mediana	265,65	294,65	293,20	288,29	293,85	297,17	300,27	309,90
Mínimo	261,75	286,80	282,13	273,54	278,60	280,93	283,05	292,97

A la fecha de nuestro análisis, el spread promedio a ocho años (último punto de las curvas genéricas publicadas por Bloomberg) era de 309,53 puntos básicos y el rango de spread oscila entre 292,97 - 318,45 puntos básicos para emisiones senior BBB.

Tabla 3.4.2: Spreads de Crédito sobre la curva BBB subordinada para bancos europeos

Plazo (años)	1	2	3	4	5	6	7	8
Máxima	404,86	451,98	463,00	460,46	465,34	482,39	499,44	520,87
Promedio	393,54	442,70	448,53	446,55	450,90	468,50	486,09	508,89
Mediana	393,91	443,36	449,07	447,38	451,96	469,21	486,46	509,17
Mínimo	369,35	423,34	429,01	430,66	434,75	452,73	470,70	493,92

Para los datos utilizados en el presente análisis, el spread promedio para ocho años (último punto de las curvas genéricas publicadas por Bloomberg) es de 508,89, puntos básicos y el rango de spread oscila entre 493,92 - 520,87 puntos básicos para emisiones subordinadas BBB.

Dada la ausencia de curvas BBB genéricas para emisiones de participaciones preferentes se realizó el ajuste de los spreads seniors y subordinados tomando los niveles de recovery estándar utilizados en transacciones de CDS, los que se muestran a continuación en la siguiente tabla:

Tabla 3.4.3: Spreads de Crédito sobre la curva BBB preferentes/Tier I para bancos europeos

Plazo (años)	1	2	3	4	5	6	7	8
Máxima	441,31	492,71	502,99	498,94	503,57	513,25	522,92	541,28
Promedio	428,27	477,95	480,54	475,65	481,58	494,53	507,47	527,63
Mediana	427,96	478,42	480,65	475,99	482,82	495,32	507,66	528,07
Mínimo	410,77	460,91	460,70	455,22	461,39	473,57	485,60	506,52

Como se puede observar, se obtuvieron spreads sobre la curva EUR swap similares a los obtenidos a la emisión de participaciones preferentes recientemente colocadas en el mercado descritas en el punto 3.3. A la fecha del análisis, el spread promedio para ocho años era de 527,63 puntos básicos y el rango de spread oscila entre 506,52 - 541,28 puntos básicos para emisiones Tier I.

Credit Default Spreads

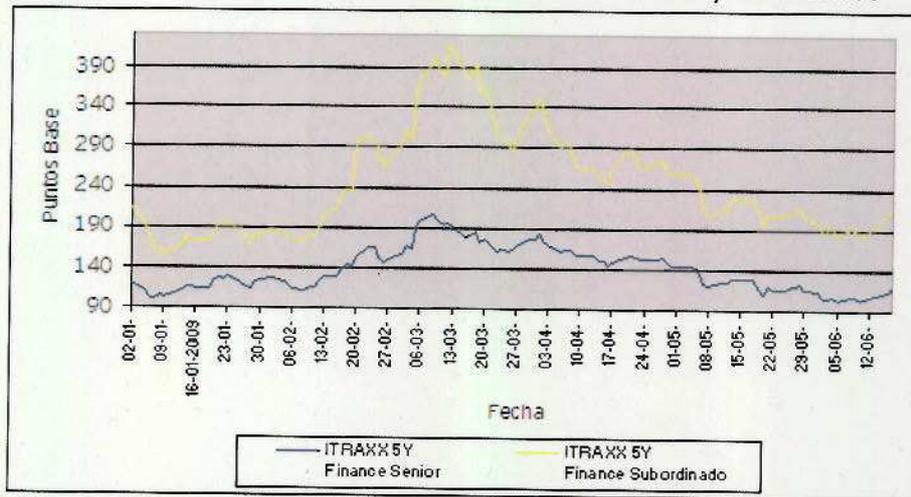
En la actualidad, no hay cotizaciones ni precios disponibles de CDS spreads para ninguna de las emisiones vigentes de Caja Navarra. Se han observado cotizaciones de CDS spreads para entidades de mayor tamaño y diferente rating, sin embargo para entidades con rating equivalente a la Entidad no existen cotizaciones de CDS.

De acuerdo a lo anterior, se descartó la utilización de CDS spread como referencia para obtener spread de crédito de la emisión de participaciones preferentes bajo análisis.

- Evolución del Índice ITRAXX Finance Senior y Subordinado

Adicionalmente, se obtuvo de Bloomberg la cotización del ITRAXX Finance a 5 años de emisiones senior y subordinadas desde 1/1/2009 hasta el 17/6/2009, publicados por Bloomberg. En el siguiente gráfico refleja la evolución de la cotización del ITRAXX.

Gráfico 3.4.3: Cotización Histórica del Índice ITRAXX Finance Senior y Subordinado



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Bloomberg.

Como se puede observar, los CDS spreads presentan una alta volatilidad producida por las condiciones de mercado generadas por la situación de los mercados financieros actuales. Se observó que el índice ITRAXX senior y subordinado presenta los siguientes rangos:

Tabla 3.4.2: Evolución ITRAXX Finance Senior y Subordinado

Plazo (años)	ITRAXX 5Y Finance Senior	ITRAXX 5Y Finance Subordinado
Máxima	119,27	217,22
Promedio	109,78	195,33
Mediana	107,80	191,69
Mínimo	102,75	184,66

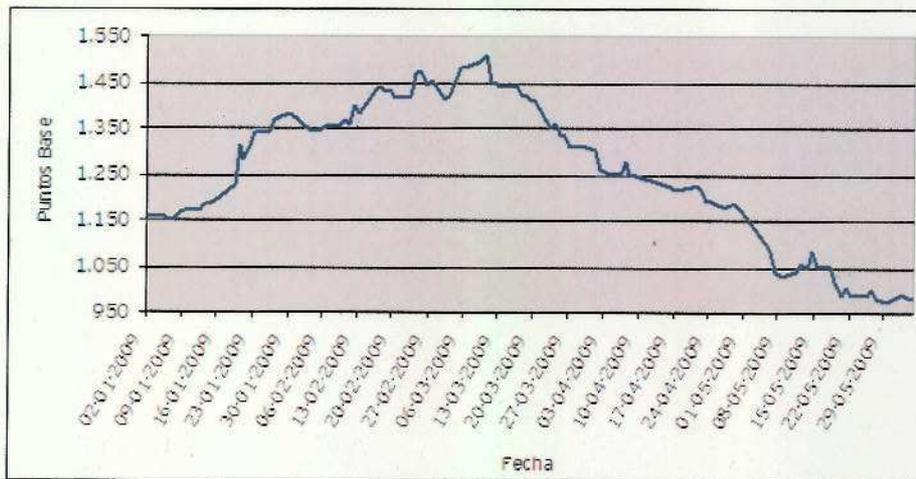
Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Bloomberg.

Sin embargo, dado que el ITRAXX es calculado para 25 instrumentos senior o subordinados, no es posible utilizar directamente este índice para obtener el spread de crédito (Tier I) para la emisión de participaciones preferentes bajo análisis.

- Evolución del Índice SUSI

Finalmente, se realizó el análisis de índice SUSI BBB Tier I Bank de JP Morgan, el cual corresponde al asset swap spread sobre la curva EUR swap de contrapartes europeas definidas por el propio JP Morgan.

Gráfico 3.4.3: Cotización Histórica del Índice SUSI BBB Tier I Bank



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Bloomberg.

Se observó que el índice SUSI BBB Tier I Bank presenta los siguientes rangos:

Plazo (años)	SUSI Tier I BBB Bank
Máxima	999,88
Promedio	985,97
Mediana	984,43
Mínimo	975,79

Al igual que el Índice ITRAXX, el índice SUSI presenta una gran volatilidad, pero dado que este último es calculado sobre emisiones de Bancos BBB Tier I a *First to Call*¹², presenta valores significativamente mayores que el índice ITRAXX y los spreads sobre las curvas genéricas BBB de Bloomberg.

El hecho que el índice SUSI se estime a *First to Call* hace que no sea comparable con el spread actual de las emisiones de participaciones preferentes, ya que estas últimas poseen opciones de amortización anticipada con un valor razonable marginal. De acuerdo a lo anterior, no se utilizó el índice SUSI como referencia para obtener el spread de crédito de la emisión de participaciones preferentes bajo análisis.

¹² Amortización anticipada la primera fecha de call, que no considera ejercicios futuros optimos.

4. Conclusión

Ernst & Young realizó la valoración independiente de la emisión de participaciones preferentes ISIN ESXXXXXXXX, siguiendo los procedimientos definidos por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en su carta de "Verificación de emisiones de renta fija destinadas a minoristas", con fecha 19 de febrero de 2009.

Para la elaboración de este informe, se analizaron todas las emisiones de deuda vigentes de la Entidad. En el caso de las emisiones senior, este estudio no ha arrojado resultados concluyentes como consecuencia de la baja liquidez de este tipo de títulos. Adicionalmente, se observó que la Entidad ha emitido instrumentos garantizados por el Estado; sin embargo dichas emisiones no reflejan el riesgo de crédito de Caja Navarra. Por tanto, los instrumentos emitidos por la Entidad no se han considerado referencias válidas para comprobar si las condiciones de la presente emisión de participaciones preferentes se encuentran dentro de un rango razonable de mercado.

Sin embargo, numerosas entidades de naturaleza similar a la Entidad han acudido al mercado de deuda para obtener financiación mediante la emisión de participaciones preferentes dirigidas al mercado minorista. Estas circunstancias permiten comparar si la relación rentabilidad/riesgo de la emisión de participaciones preferentes de la Entidad se encuentran acorde con las condiciones del mercado actual. Se han analizado emisiones de participaciones preferentes por parte de entidades que coincidieran con el rating de la Entidad. Los resultados obtenidos permiten considerar que la emisión de la Entidad se encuentra dentro de la parte baja del rango de mercado razonable y ajustado a la actual coyuntura de los mercados financieros de entre 498 - 778 puntos básicos como spread implícito para este tipo de emisiones preferentes, siendo el spread implícito de la emisión analizada de 524 puntos básicos.

Utilizando spreads estimados a partir de curvas genéricas de deuda BBB, se determinó un rango de aceptabilidad de spread de crédito de 507 - 541 puntos básicos. El "all in spread" calculado para la emisión de la Caja de Ahorros de Navarra es de 525 puntos básicos, por lo que se concluye que la emisión está ofreciendo un rendimiento aceptable de acuerdo a las condiciones actuales de mercado.

Madrid, 25 de Junio de 2009



Víctor Manuel Martín Giménez
Socio
Ernst & Young, S.L.

5. Anexo 1: Metodologías de Valoración

1. Metodología de estimación de Curvas de tipos de Interés Cupón Cero Y Forward Euribor

La estructura temporal definida por los tipos de interés al contado contiene los tipos implícitos o forward, que son tipos de interés definidos para plazos futuros.

Para estimar los tipos forward o implícitos Euribor se realizó la estimación de la curva cupón cero Euribor. Posteriormente se realizó la interpolación de los tipos cupón cero, para finalmente obtener los tipos forward implícitos de acuerdo a los plazos requeridos por la Entidad.

A continuación, se detalla secuencialmente la metodología de construcción de las curvas de tipos forward Euribor:

1.1 Estimación de la curva de tipos swap cupón cero Euribor

1.1.1 Descripción:

La estimación de la curva de tipos swap cupón cero Euribor se realizó utilizando la metodología standard de mercado bootstrapping, que consiste en un procedimiento recursivo que obtiene uno a uno los tipos cupón cero.

La metodología "bootstrapping" posee la capacidad de producir no-arbitraje de la curva de tipos, lo que significa que de los tipos cupón cero obtenidos a partir de dicha metodología, se pueden determinar los tipos de mercado contado que se han utilizado en su construcción.

1.1.2 Datos

Para la construcción de la curva swap cupón cero, se obtienen desde Bloomberg los siguientes datos o Datos de mercado:

- Tipo cash (contado) 1 día: Tipo Eonia. Convención Act/360 simple.
- Tipos cash (contado) inferior a un año: Tipos Euribor a 1 semana, y los tipos Euribor mensuales desde un 1 a 12 meses. Convención Act/360 simple.
- Tipos cash (contado) sobre un año: Tipos swap anuales sobre Euribor desde 2 años (que equivalen a rendimientos de swaps a la par con cupón igual al rendimiento hasta el vencimiento). Convención Act/365 compuesta.

1.1.3. Algoritmos de cálculo

Los algoritmos de cálculo utilizados en la estimación de la curva de tipos cupón cero (por medio de la metodología bootstrapping), se presentan a continuación de manera simplificada:

- Parte corta de la curva (hasta un año):

Para la parte corta de la curva se utilizan directamente los datos de mercado obtenidos desde Bloomberg, ya que, estos datos son tipos cupón cero.

- Parte larga de la curva (sobre 2 años):

$$DF_t^z = \left[\frac{\left(1 + r_t * \sum_{i=1}^{t-1} DF_{i-1}^z \right)}{(1 + r_t)} \right]$$
$$r_t^z = \left[\left(\frac{1}{DF_t^z \left(\frac{Act_t}{365} \right)} \right) - 1 \right]$$

Donde:

- DF_t^z: Factor de descuento a vencimiento t, de tipos cupón cero.
- r_t: Tipo cash (contado) swap en t.
- Act_t: Días al vencimiento t.
- r_t^z: Tipo cupón cero swap en t, desde 2 años.

1.2. Interpolación de los tipos de interés cupón cero

Dado que los tipos cupón cero obtenidos utilizando la metodología bootstrapping corresponden a tipos anuales, y la Entidad requiere tipos forward a vencimientos intermedios es necesario realizar la obtención de tipos de de interés a vencimientos intermedios por medio de interpolación.

Para ello se utiliza el siguiente algoritmo de interpolación lineal:

$$r_t^z = r_{t-1}^z + \left[\frac{(r_{t+1}^z - r_{t-1}^z)}{\left(\frac{Act_{t+1}}{365} - \frac{Act_{t-1}}{365} \right)} \right] * \left[\frac{Act_t}{365} - \frac{Act_{t-1}}{365} \right]$$

Donde:

- r_t^z : Tipo cupón cero interpolado al plazo t.
- r_{t+1}^z : Tipo cupón cero a vencimiento t+1.
- r_{t-1}^z : Tipo cupón cero a vencimiento t-1.
- Act_t : Días a vencimiento t interpolado.
- Act_{t+1} : Días a vencimiento t+1.
- Act_{t-1} : Días a vencimiento o t-1.

1.3. Obtención de los tipos forward implícitos

Obtenidos los tipos cupón cero interpolados siguiendo el punto 2, se obtienen los tipos forward a los vencimientos requeridos por la Entidad, utilizando el siguiente algoritmo:

$$f_{t-1,t+1} = \left[\left(\frac{\left(1 + r_{t+1}^z\right)^{\frac{Act_{t+1}}{365}}}{\left(1 + r_{t-1}^z\right)^{\frac{Act_{t-1}}{365}}} \right)^{\left(\frac{365}{Act_{t+1} - Act_{t-1}}\right)} - 1 \right]$$

Donde:

- $f_{t-1,t+1}$: Tipo forward implícito a vencimiento requerido.
- r_{t+1}^z : Tipo cupón cero al plazo t+1.
- r_{t-1}^z : Tipo cupón cero al plazo t-1.
- Act_{t+1} : Días a vencimiento t+1.
- Act_{t-1} : Días a vencimiento t-1.

2. Metodología de valoración de opciones de tipos de interés.

2.1 Metodología de Estimación de Tipos de Interés para Opciones de Tipos de Interés

Ho y Lee (1986) proponen el primer modelo de estructura temporal basado en la hipótesis de ausencia de arbitraje como alternativa a los modelos de valoración de equilibrio. Aunque su planteamiento original se desarrolla como un modelo discreto, se demuestra que la expresión que determina la dinámica del tipo a corto en tiempo continuo es la siguiente:

$$dr = \theta(t)dt + \sigma dz$$

Donde $\theta(t)$ representa la tendencia del proceso, dependiente del tiempo y es función a su vez de la pendiente de la curva de tipos de interés forward o implícitos en el momento inicial ($f(0, t)$) y el parámetro de volatilidad del proceso (σ):

$$\theta(t) = \frac{df(0, t)}{dt} + \sigma^2 t$$

Por otra parte, la volatilidad del proceso es constante para todos los plazos considerados,

$$\sigma_R(t, s) = \sigma$$

Por lo que para la calibración del modelo se introduce como dato el valor de la volatilidad del tipo de interés a corto. Según Ho y Lee, el precio del bono dentro de un periodo es igual al precio forward ajustado por la función de perturbación h que es, a su vez, función de la volatilidad. Por tratarse de un modelo binomial, el bono puede tomar dos valores al final del periodo:

$$P(t+1, 1+1, k) = \frac{P(t, 1, k+1) * h^+}{P(t, i, 1)} \quad (k) = \text{ante una subida de los tipos de interés.}$$

$$P(t+1, 1+1, k) = \frac{P(t, 1, k+1) * h^-}{P(t, i, 1)} \quad (k) = \text{ante una bajada de los tipos de interés}$$

Donde $P(t, i, k)$ es el precio, en el momento t y estado de la naturaleza i , de un bono libre de riesgo emitido al descuento de vencimiento k . En base a lo anterior, los factores de descuento se determinan en base a las siguientes expresiones:

$$D_1 = D_0 * \left[\frac{1}{\pi + (1-\pi)\sigma} \right] \text{ ante una subida de los tipos de interés.}$$

$$D_1 = D_0 * \left[\frac{1}{\pi + (1-\pi)\sigma} \right] \text{ ante una bajada de los tipos de interés.}$$

Donde π se define como la probabilidad binomial implícita.

Para la implementación del modelo hemos construido un árbol binomial para el tipo de interés a corto consistente con la estructura temporal de los tipos de interés, dividido en intervalos de amplitud trimestral. Se demuestra que, según Ho y Lee, la dinámica discretizada del tipo de interés viene descrita por la siguiente expresión:

$$r(n,i) = r(0,0) + \sum_{j=1}^n u_{t+j} + (2i-n)\sigma$$

Donde $r(n,i)$ representa el tipo de interés a corto plazo para una operación libre de riesgo de crédito e insolvencia con vencimiento en n para el estado de la naturaleza i ; $r(0,0)$ es el tipo de interés a corto observado en el momento de la calibración del modelo; u_{t+j} es un parámetro o factor de calibración correspondiente al periodo $t+j$; σ es la volatilidad del tipo de interés a corto inicial $r(0,0)$ medida como su desviación típica.

2.2 Metodología de Estimación de Floors de de Tipos de Interés sin Considerar Opciones de Amortización Anticipada

$$Floor = \sum_{i=1}^n Floorlet_i$$

$$Floorlet = \left(\frac{\left[\frac{Nocional * \tau}{Base} \right]}{\left[1 + F \frac{\tau}{Base} \right]} \right) * \left(e^{-rt} [XN(-d2) - FN(-d1)] \right)$$

Donde:

$$d_1 = \frac{\ln(F/K) + (\sigma^2/2)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$d_2 = \frac{\ln(F/K) - (\sigma^2/2)T}{\sigma\sqrt{T}} = d_1 - \sigma\sqrt{T},$$

Donde:

Floor: Valor razonable de opciones floor (pisos) de tipos de intereses, que es equivalente a suma de *floorlets*.

Floorlets: Opciones put tipo de interés.

τ : Número de días del período del tipo forward.

T : Tiempo al vencimiento.

r : Tipo de interés cupón cero.

F : Tipo de interés forward.

X : Tipo de interés strike.

σ : Volatilidad tipo forward.

6. Anexo 2: Datos de Valoración

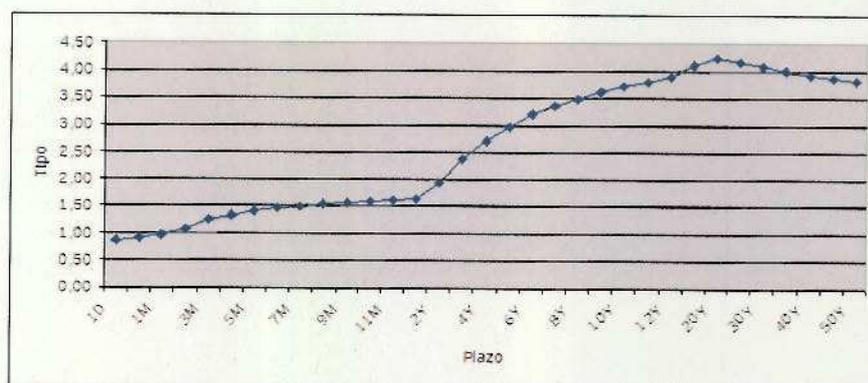
Los datos utilizados para la valoración independiente de la participación preferente descrita en el presente informe son:

2.1 Curvas Par Swap

La curva par swap se obtuvo de Bloomberg a la fecha de valoración de la participación preferente, la cual se presenta a continuación:

Plazo	Tipo
1D	0,852
1W	0,9
1M	0,951
2M	1,072
3M	1,244
4M	1,326
5M	1,399
6M	1,457
7M	1,492
8M	1,528
9M	1,559
10M	1,585
11M	1,605
12M	1,629
2Y	1,925
3Y	2,36
4Y	2,711
5Y	2,976
6Y	3,188
7Y	3,358
8Y	3,496
9Y	3,611
10Y	3,713
11Y	3,807
12Y	3,895
15Y	4,101
20Y	4,227
25Y	4,163
30Y	4,086
35Y	4,003
40Y	3,918
45Y	3,871
50Y	3,823

Fuente: Bloomberg



2.1 Volatilidad ATM Swaptios

La curva de volatilidad (sonrisa) para swapstions ATM se obtuvo de Bloomberg a la fecha de valoración de la participación preferente, la cual se presenta a continuación:

Plazo	Volatilidad ATM
1 M	29,86%
3 M	29,26%
6 M	28,73%
9 M	27,69%
1 Y	26,61%
2 Y	23,44%
3 Y	21,44%
4 Y	19,91%
5 Y	18,60%
6 Y	17,75%
7 Y	16,96%
8 Y	16,45%
9 Y	16,02%
10 Y	15,65%
11 Y	15,80%
12 Y	15,92%
13 Y	15,99%
14 Y	16,11%
15 Y	16,34%
16 Y	17,13%
17 Y	18,15%
18 Y	18,87%
19 Y	19,24%
20 Y	19,66%
21 Y	19,77%
22 Y	19,82%
23 Y	19,92%
24 Y	20,00%
25 Y	20,17%

Fuente: Bloomberg

