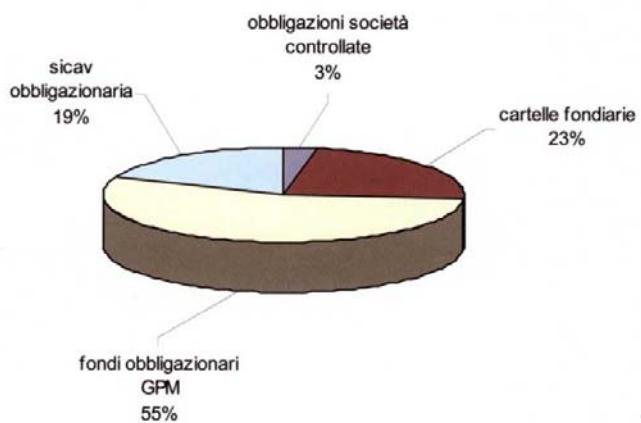
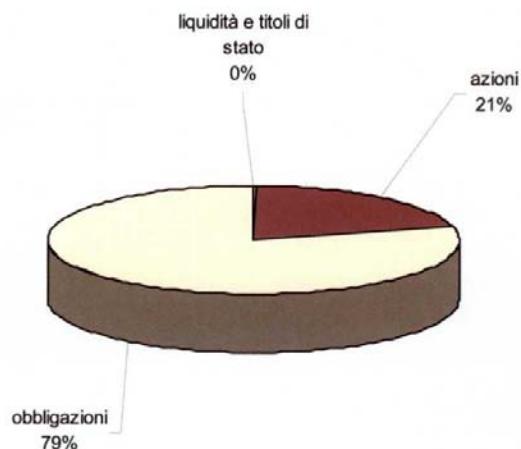


**Ripartizione
asset class
obbligazioni
per tipologia**

mentre la classe di investimento obbligazioni e fondi obbligazionari, per un importo pari a € 193.624.609, è così ripartita con riferimento alla tipologia dell'investimento

**La gestione
patrimoniale
mobiliare**

Il valore complessivo al 31 dicembre 2004 degli investimenti inseriti nella GPM - precedentemente scomposti nella ripartizione per asset class (fondi azionari e fondi obbligazionari) - è pari a € 180.528.377 ed è così ripartito per classi di investimento.

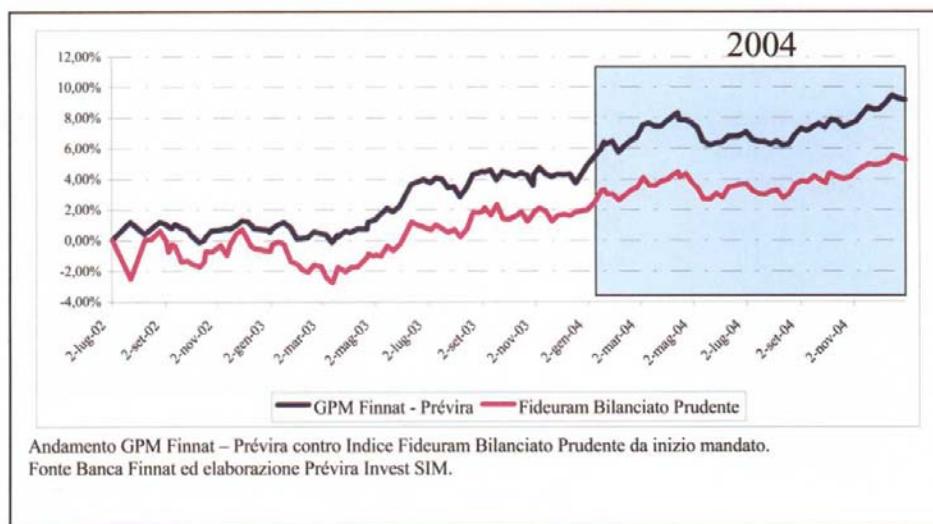
**Ripartizione GPM
per asset class**

Nel 2004, la performance della gestione patrimoniale è stata del 4%, al netto delle commissioni della GPM, contro un rendimento del 3,182% dell'indice Fideuram bilanciato prudente.

Il rendimento della GPM

Il rendimento della gestione da inizio mandato (2 luglio 2002) è stato del 9,19% pari al 3,67% annualizzato, tenendo conto anche dei versamenti successivi. Nello stesso periodo l'indice Fideuram bilanciato prudente ha realizzato il 5,31% pari al 2,12% su base annua.

In valore assoluto il rendimento dalla data di inizio della gestione è stato di € 14.828.560 e quello relativo all'anno 2004 di € 8.264.349.



La volatilità della GPM

La volatilità della gestione, si è attestata su valori molto contenuti anche se marginalmente più elevata dell'indice di riferimento; infatti, nel 2004 la volatilità è pari a 2,04% su base annua contro l'1,50% dell'indice Fideuram Bilanciato Prudente.

Tale aumento di volatilità è stato ben “speso”; difatti analizzando lo sharpe ratio³, si può notare come quello della gestione sia più alto rispetto all’indice Fideuram di riferimento.

Ciò significa che a fronte di un aumento della volatilità della gestione si è ottenuto una performance proporzionalmente superiore rispetto all’indice Fideuram.

	2004	2003
Performance gestione	3,99 %	4,32 %
Performance indice Fideuram Bilanciato Prudente	3,18 %	2,73 %
Volatilità della gestione	2,04 %	1,84 %
Volatilità indice Fideuram Bilanciato Prudente	1,50 %	2,78 %
Sharpe Ratio - Gestione (1)	1,12 %	1,46 %
Sharpe Ratio – indice Fideuram Bilanciato prudente	0,98 %	0,37 %

(1) Risk free rate 1,71 % - fonte Bloomberg, Banca Finnat ed elaborazione Prévira Invest sim

L’investimento è coerente con *l’asset allocation* strategica richiesta dal consiglio di amministrazione della Cassa, anche se durante il 2004 sono stati effettuati degli aggiustamenti tattici in funzione delle aspettative di mercato di seguito illustrate.

L’obiettivo primario della GPM, cioè il mantenimento di una bassa volatilità e la conservazione del capitale, è stato raggiunto.

Nel periodo dal 2 luglio 2002 (apertura GPM Finnat – Prévira) al 31 dicembre 2004 i mercati azionari mondiali hanno registrato un decremento significativo: infatti, l’indice delle borse mondiali (Morgan Stanley C.I. €) ha registrato un rendimento negativo del -7% e contemporaneamente l’indice delle borse europee (Dow Jones Stoxx 50) ha registrato un -10%. Tale sfavorevole congiuntura internazionale ha permesso, comunque, alla GPM Finnat-Prévira un rendimento ampiamente positivo

³ (1) l’indice Sharpe è pari al rendimento dello strumento finanziario al quale deve essere sottratto il rendimento privo di rischio (il più utilizzato è il BOT a 3 mesi), il tutto rapportato alla volatilità del fondo.

non distante dall’obiettivo del 5% lordo annuale da realizzarsi, mediamente, sino al 2012 (dieci anni).

Il continuo monitoraggio effettuato attraverso la partecipazione di rappresentanti della Cassa ai Comitati di gestione ha reso necessarie alcune modifiche per cogliere le opportunità potenziali di mercato.

In particolare, si è deciso, al fine di ridurre la rischiosità della gestione, di mantenere bassa la *duration* media di portafoglio per non correre il rischio di innalzamento dei tassi di interesse; detta decisione da un lato ha penalizzato la parte obbligazionaria, dall’altro ha ridotto la volatilità e messo a riparo la gestione da un possibile e repentino aumento dei tassi da parte della BCE.

Sul fronte azionario, i gestori selezionati hanno ben *performato* rispetto ai loro indici di riferimento. Da evidenziare una buona performance dei fondi Azionari investiti nell’area Nord America, *Franklin Templeton US Equity* e *Parvest Us small cap*, che hanno realizzato rispettivamente circa +9% e il +16%, purtroppo penalizzati dal cambio che nel 2004 si è svalutato del 7% circa. A tal proposito a inizio settembre 2004, il Comitato ha deciso di sottopesare l’azionario Usa vendendo quote dei sopraccitati fondi e vendendo le azioni americane presenti all’interno del comparto *New Millennium Prévira World Conservative*, consentendo così alla gestione di ridurre l’effetto cambio.

La *New Millennium Prévira World Conservative*, sicav di diritto lussemburghese, creata appositamente per soddisfare le esigenze:

- di un investitore istituzionale come la C.N.P.R.;
- di clientela privata con medio-bassa propensione al rischio;

ha realizzato nel periodo un rendimento di circa 4,45% portandosi, per rendimento nel 2004, nel primo “quartile” dei fondi bilanciati prudenti presi in esame da Morningstar (società di analisi indipendente). La media di categoria rappresentata dall’indice Prime, ha reso il 3,176% nello stesso periodo.

Questo comparto ha una gestione dinamica ed è destinata agli aggiustamenti tattici dell’intera gestione patrimoniale mobiliare. Infatti, nel periodo, conformemente alle decisioni del Comitato Investimenti, si è ridotta, quasi annullando, l’esposizione sul mercato azionario nord americano e contemporaneamente, si è investito sul mercato azionario europeo; tale decisione ha avuto un duplice effetto positivo:

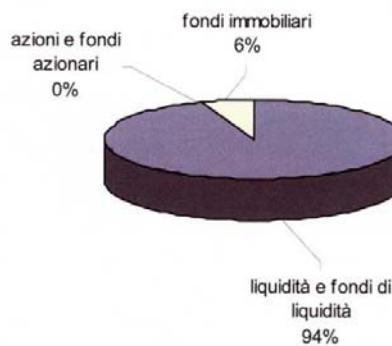
- 1) i titoli europei hanno avuto un rendimento migliore di quelli americani;
- 2) il cambio euro/dollaro ha raggiunto quota 1,36 svalutando ulteriormente il dollaro.

Detta strategia, unita alla decisione di mantenere bassa la *duration* dei titoli obbligazionari, ha consentito alla sicav da un lato di realizzare rendimenti migliori degli appartenenti alla medesima categoria, dall’altro di mantenere una volatilità molto contenuta.

**IL PATRIMONIO
MOBILIARE
RELATIVO
ALLA GESTIONE B
DELLA
PREVIDENZA**

Il patrimonio mobiliare relativo alla gestione B della previdenza, con riferimento alla data del 31 dicembre 2004, risulta iscritto in bilancio per un valore di € 52.307.100 ed è così ripartito per classi di investimento.

**La ripartizione
per asset class**



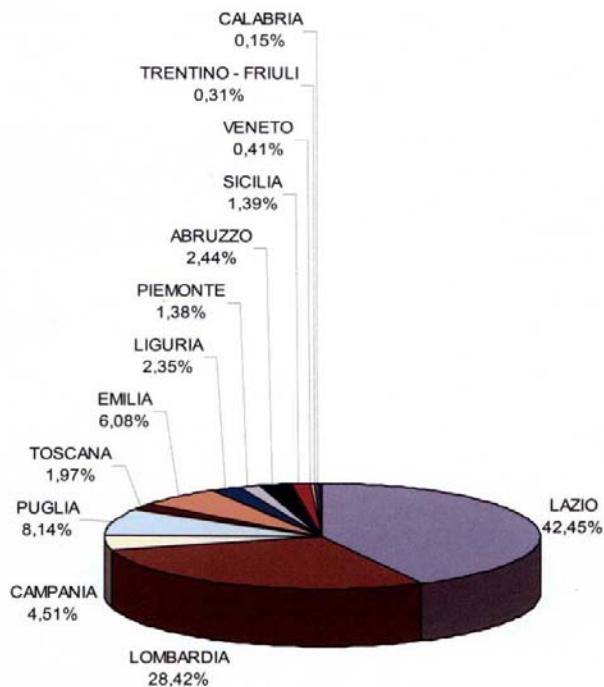
Il Consiglio di amministrazione, con la collaborazione tecnica di Previra Invest sim, sta definendo un modello di allocazione delle risorse per la gestione B della previdenza che, analogamente a quanto fatto per la gestione A, preveda la conservazione del capitale investito ed un rendimento medio obiettivo pari alla rivalutazione dei montanti contributivi da riconoscere annualmente agli iscritti.

**IL PATRIMONIO
IMMOBILIARE**

Il patrimonio immobiliare risulta iscritto in bilancio al 31 dicembre 2004 per un importo complessivo di € 436.240.472.

La consistenza

Ha una consistenza complessiva di mq 366.730 e le superfici sono così ripartite su base regionale:

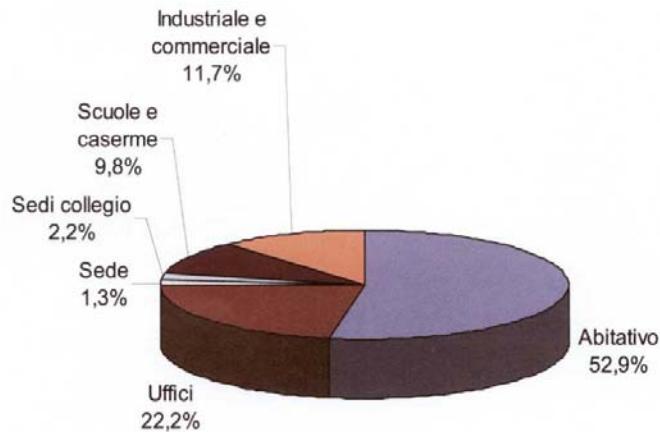
**Ripartizione delle
superfici su base
regionale**

La ripartizione per valori di bilancio e per destinazione d'uso

TIPOLOGIA	Superficie mq	%	Iscrizione in Bilancio	%
Abitativo	193.944	53%	212.767.364	49%
Uffici	81.298	22%	144.655.618	33%
Sede	4.635	1%	32.592.193	7%
Sedi collegio	8.036	2%	15.821.033	4%
Scuole e caserme	35.882	10%	13.333.317	3%
Industriali e commerciali	42.935	12%	17.070.947	4%
TOTALE	366.730	100%	436.240.472	100%

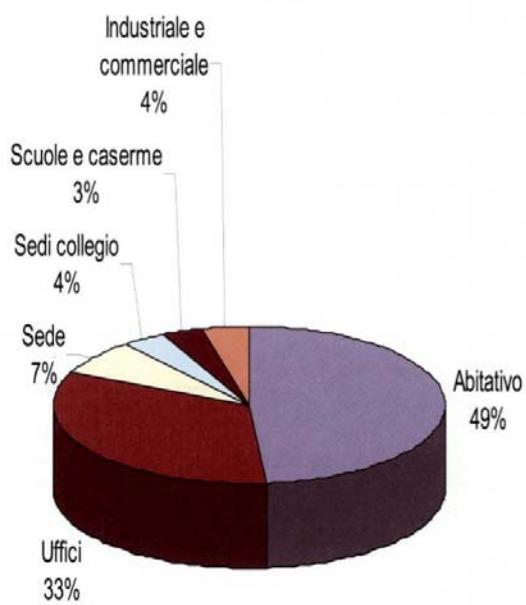
Graficamente la ripartizione del patrimonio immobiliare per superfici e per destinazione d'uso è la seguente

La ripartizione per superfici e per destinazione d'uso



mentre per valori di bilancio e destinazione d'uso è la seguente:

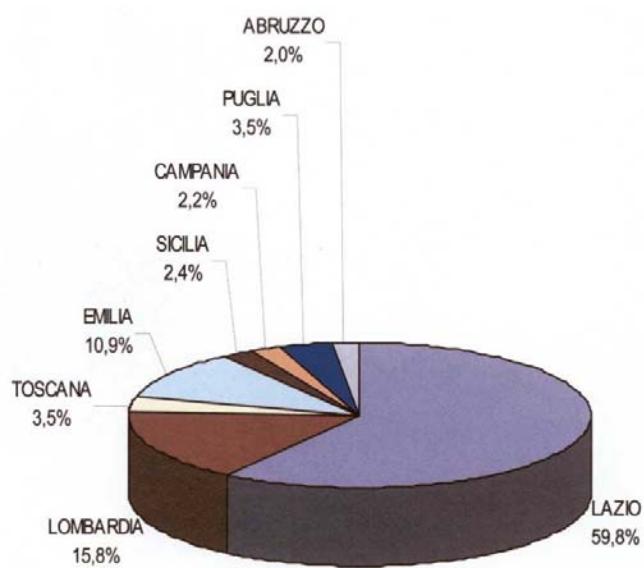
**La ripartizione
per valori di
bilancio e
destinazioni
d'uso**



Gli immobili residenziali

Il patrimonio residenziale è costituita da 41 edifici per un totale di 1.595 appartamenti, oltre boxes e posti auto.

La ripartizione regionale delle superfici degli immobili residenziali è graficamente così rappresentabile:

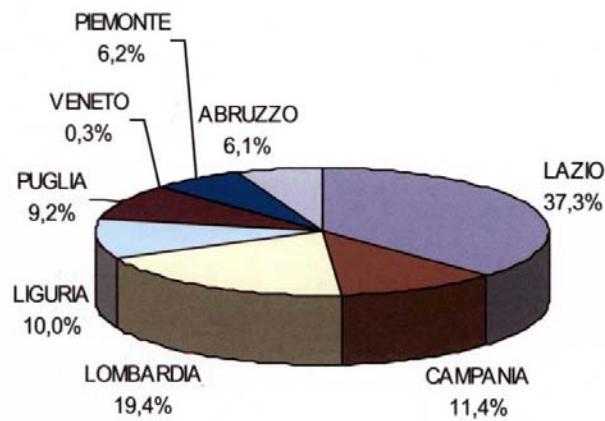
La ripartizione geografica delle superfici

Gli immobili direzionali

Il patrimonio a destinazione direzionale è composto da 20 edifici e da 4 unità indipendenti.

la ripartizione geografica delle superfici

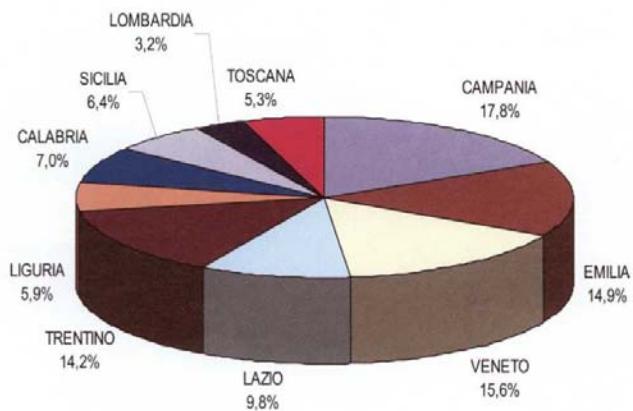
La ripartizione regionale delle superfici degli immobili direzionali è graficamente così rappresentabile:



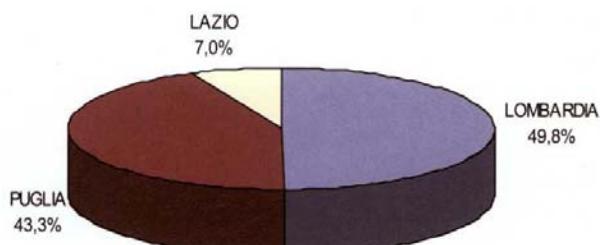
Gli immobili sede di collegio

Tale patrimonio è costituito da 24 unità immobiliari ad uso ufficio destinate a sede dei Collegi dei Ragionieri. Tali sedi hanno una superficie complessiva di mq 8.036 ed un valore di bilancio pari a € 15.821.033 con una redditività di € 621.899.

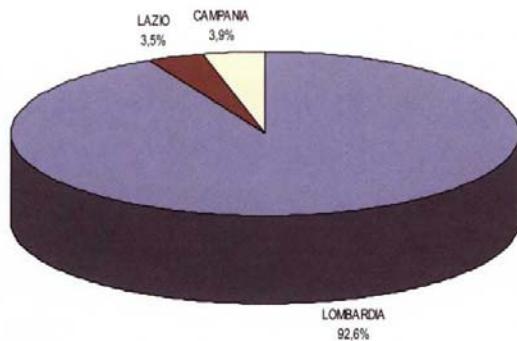
Tale consistenza risulta così ripartita sul territorio nazionale:

la ripartizione geografica delle superfici**Gli immobili adibiti a scuole e caserme**

Tale patrimonio è costituito da 6 immobili e la sua consistenza risulta così ripartita sul territorio nazionale:

**La
ripartizione
geografica
delle superfici****Gli immobili
industriali**

Tale patrimonio è costituito da 9 immobili e la sua consistenza risulta così ripartita sul territorio nazionale:

**La ripartizione
geografica delle
superfici**

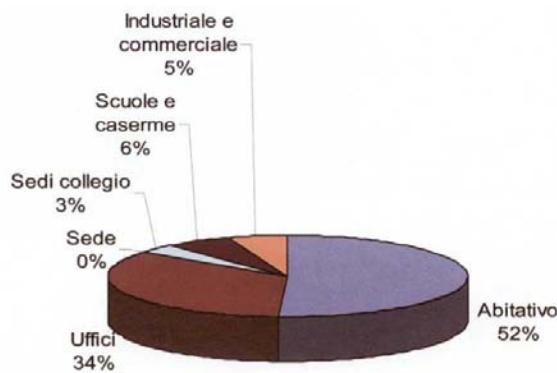
La redditività del patrimonio immobiliare

I canoni annui di locazione relativi al 2004 sono pari a circa 18,8 milioni di euro; la redditività linda (riferita ai soli canoni) del patrimonio immobiliare sul valore di iscrizione in bilancio è pari al 4,6%. Le superfici complessivamente non locate ammontano a mq. 29.689 pari a 8,10% del totale. La redditività riferita alle sole superfici locate è pari al 5,20%.

TIPOLOGIA	MQ	Iscrizione in Bilancio	Canoni 2004	Rend.% ⁴
Abitativo	193.944	212.767.364	9.571.235	4,5 %
Uffici	81.298	144.655.618	6.446.804	4,5 %
Sedi collegio	8.036	15.821.033	621.899	3,9 %
Scuole e Caserme	35.882	13.333.317	1.175.064	8,8 %
Industriali e commerciali	42.935	17.070.947	976.652	5,7 %
Sede Cassa	4.635	32.592.193	—	—
TOTALE	366.730	436.240.472	18.791.654	4,6 %

La ripartizione della redditività per destinazione d'uso

I canoni di locazione sono così ripartiti per le diverse destinazione d'uso:



⁴ calcolato sul valore di iscrizione in bilancio al 31 dicembre 2004

Il conto economico

ENTRATE	totale	Abitativo	usi diversi
Affitti (accertati)	18.791.653	9.571.235	9.220.418
Recuperi assicurazione	191.546	181.691	9.855
Interessi di mora su canoni locativi	5.162	1.997	3.165
Recuperi oneri accessori su locazioni	416.654	416.654	
Recuperi vari (legali, etc.)	16.346	9.105	7.241
Totale entrate	19.421.361	10.180.682	9.240.679
REDITIVITA' LORDA⁵	5,07 %		
USCITE			
Spese portieri	440.000	440.000	0
Manutenzioni, riparazioni e adattamenti di locali e	320.806	286.241	34.565
Premi di assicurazione	146.948	78.354	68.594
Spese condominiali	167.506	96.983	70.523
Postali, telegrafiche e telefoniche	4.640	4.640	
Competenze per la gestione	1.430.510	768.000	662.510
Imposte e tasse	188.815	96.515	92.300
Imposte e tasse (ICI e varie)	1.761.353	1.068.041	693.312
Consulenze per investimenti immobiliari	18.379		18.379
Sub Totale 1	4.478.957	2.838.774	1.640.183
REDITIVITA' NETTA	3,91 %		
Spese personale (gestione a stralcio ante 2000)	160.759	86.307	74.452
Assistenza legale , giudiziale e stragiudiziale (gestione a stralcio ante 2000)	264.150	194.041	70.109
Accantonamento per rischi su crediti (gestione a stralcio ante 2000)	130.842	81.069	49.773
Sub Totale 2	5.034.708	3.200.191	1.834.517
IRES	5.274.348	2.621.220	2.653.128
Sub Totale 3	10.309.056	5.821.411	4.487.645

⁵ La redditività è stata calcolata sulla consistenza media del patrimonio immobiliare tra inizio e fine periodo.

La gestione delle locazioni

Il tasso medio di morosità riferito al solo anno 2004 è pari al 8,63%. Su questo dato occorre tuttavia fare alcune considerazioni:

1. è tuttora in corso un'azione legale nei confronti del Ministero dell'Interno relativa alla "Caserma di P.S. Masarin" in Milano, per il recupero coattivo di indennità di occupazione extracontrattuale dal gennaio 1998 per un importo complessivo di €. 2.449.773;
2. le grandi locazioni degli enti pubblici effettuano pagamenti trimestrali o semestrali posticipati, che evidentemente, concorrono a un incremento fittizio della morosità, sia pure di durata limitata;
3. per l'85% delle pratiche azionate, i relativi inquilini o hanno proposto un piano finanziario di rientro per le difficoltà economiche in cui versano o sono stati sottoposti a procedure legali di recupero coattivo del loro dovere;
4. sulla intera entità della morosità degli inquilini gravano anche le conseguenze connesse alla introduzione dell'euro che, come si sa, ha ridotto notevolmente il potere di acquisto dei redditi dei cittadini a reddito fisso, i quali stentano a quadrare i loro bilanci familiari.

Tenuto conto dei fattori sopraindicati, il tasso medio di morosità degli inquilini appare fisiologico ed in linea con quello delle maggiori società immobiliari italiane.

Nel corso dell'anno 2004 sono stati stipulati n. 242 contratti di locazione di cui n. 149 rinnovi.

Nell'anno 2005 andranno a scadere n. 206 contratti che si aggiungono ai n. 334 già scaduti, per complessivi n. 540 contratti da rinnovare.

La difficoltà di sottoscrizione è causata sia dall'intervento delle OO.SS. degli inquilini - che vorrebbero stipulare accordi