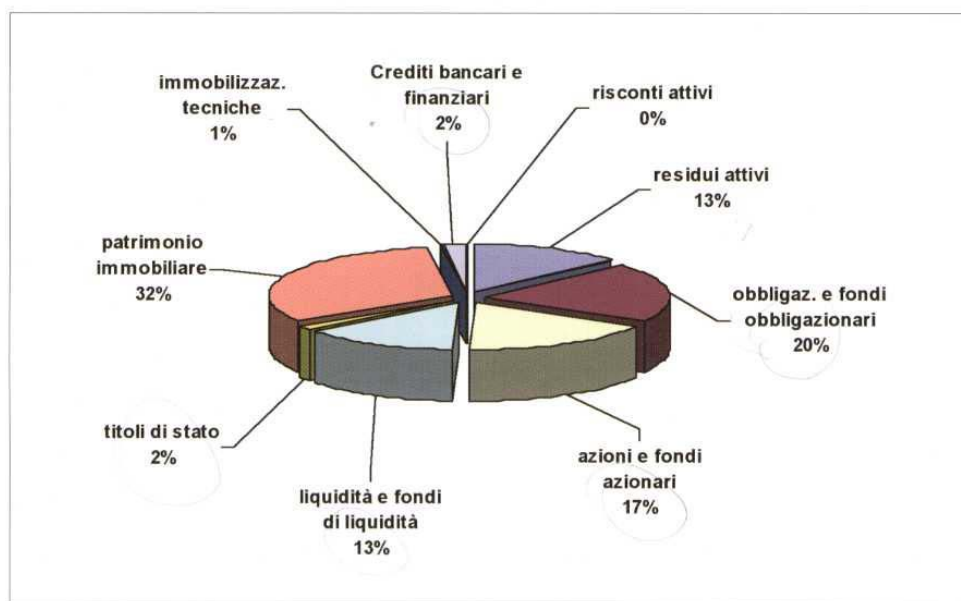


Il Consiglio di amministrazione ha stabilito la possibilità di compensazione fra debiti contributivi non prescritti limitatamente alle sole ipotesi di accesso a prestazioni previdenziali di invalidità e indirette.

IL PATRIMONIO COMPLESSIVO DELLA CNPR

Il patrimonio al 31 dicembre 2005, relativo alle gestioni A e B della previdenza ed alla gestione per le prestazioni di solidarietà ed assistenza ammonta nel complesso a € 1.052.220.072 ed è così ripartito:

La ripartizione per asset class



IL PATRIMONIO MOBILIARE

Il patrimonio mobiliare complessivo al 31 dicembre 2005 risulta iscritto in bilancio per un valore di € 555.126.918 pari al 52% del Patrimonio intero.

Quadro di riferimento

L'anno 2005 è stato caratterizzato da un generale rialzo dei mercati azionari, da un'ulteriore riduzione dei rendimenti obbligazionari e da volatilità sui credit spread (differenza tra il rendimento dei titoli di stato e le obbligazioni societarie). Sul fronte macro i dati economici confermano il buon andamento dell'economia globale: il rialzo dei prezzi delle materie prime, in generale, e dell'energia, in particolare, ha frenato la crescita complessiva.

La crescita dell'economia mondiale è rimasta sostenuta, anche se inferiore ai valori elevati degli inizi del 2004. L'incremento della domanda interna e dell'occupazione americana hanno fornito aspettative su un possibile rialzo dei corsi azionari nonostante la probabile stagnazione dell'economia Europea. In America la conferma del buon andamento economico e le prospettive di crescita sono state rafforzate dagli incrementi continuativi dell'indice di acquisto delle imprese (basato su un'inchiesta condotta tra i direttori d'acquisto di circa 300 imprese industriali) e, in generale, dagli indici anticipatori dell'economia. Diversa si è dimostrata la situazione in Europa in quanto gli indici anticipatori dell'economia hanno subito una iniziale contrazione, mentre in Giappone sono in netta ripresa.

Dopo i buoni dati dei primi mesi dell'anno, nel secondo trimestre la crescita economica globale ha subito un rallentamento: gli indicatori americani di domanda interna e di reddito sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre nell'area euro il rallentamento dell'economia è stato più marcato. Per contro, non tutti i dati sono stati negativi, infatti a fronte del rallentamento nel settore manifatturiero, si è assistito ad un miglioramento in quello dei servizi; inoltre, la politica accomodante delle banche centrali (è proseguita la politica monetaria dei bassi livelli dei tassi d'interesse, in particolare nell'area euro) ha supportato gli investimenti delle aziende compensandole dei costi derivanti dal rialzo del prezzo del petrolio. Nonostante i dati negativi, i mercati finanziari hanno ben reagito sulle aspettative di un futuro miglioramento delle condizioni economiche.

Nel terzo trimestre, l'economia ha continuato la sua moderata crescita. I dati sulla domanda interna dell'area euro sono migliorati ed in Giappone è cominciata la ripresa della spesa per investimenti, un elemento importante che trainerà la crescita dell'economia nipponica nella seconda metà del 2005. Nonostante i dati positivi, gli economisti e i gestori hanno mostrato molta prudenza giustificata dalla preoccupazione delle conseguenze economiche dell'uragano Katrina che, minacciando la distruzione degli impianti petroliferi e di raffinazione del Texas, ha spinto il prezzo del petrolio al rialzo con la conseguente crescita dell'inflazione. La minaccia di successivi uragani, le tensioni politiche internazionali, il fabbisogno cinese di energia e la speculazione hanno portato il prezzo del petrolio a circa 70 dollari al barile a fine agosto, con una crescita da inizio anno del +65%.

Nell'ultimo trimestre 2005 la crescita economica mondiale, ad eccezione dell'UE, è stata sostenuta, sorretta da Stati Uniti e dall'Asia. Nonostante l'aumento dei prezzi dei prodotti energetici ed in particolare del petrolio, le spinte inflazionistiche di fondo sono state contenute; gli analisti sono rimasti nel medio periodo ottimisti, ritenendo l'aumento dell'inflazione di natura temporanea. L'economia Giapponese si è confermata la più dinamica mantenendo un potenziale di crescita superiore rispetto agli altri paesi appartenenti al G7. Grazie al buon andamento della domanda interna, il Giappone è cresciuto. I dati positivi fanno pensare all'inizio di una crescita stabile e duratura, che non sia di natura congiunturale ma di tipo strutturale. Ciò è stato confermato dal Governatore della Banca Giapponese, che ha già ipotizzato una modifica della politica monetaria dei tassi zero.

Il mercato azionario

I mercati azionari, nel primo trimestre dell'anno, hanno realizzato un modesto apprezzamento; in particolare, gli indici americani sono stati in leggera flessione, mentre in Europa e in Giappone si è registrato un moderato rialzo di circa 2-4%. La combinazione, da un lato, dei dati sulla buona crescita degli utili per azione e del buon andamento dell'economia e, dall'altro, del possibile aumento dei tassi di interesse in modo consistente e della minaccia del rialzo del prezzo del petrolio, ha spinto gli analisti ed i gestori a rimanere cauti e a non appesantire i portafogli azionari in particolare di titoli americani. Nel secondo semestre, i mercati azionari hanno realizzato performance positive (Stati Uniti 1% Europa 5%), ad eccezione degli indici Giapponesi che sono rimasti invariati. Il principale fattore di crescita è stato il basso livello di valutazione delle aziende (gli indici di borsa scontavano dei P/E molto contenuti), rafforzato dalla sopravvalutazione delle altre attività finanziarie (obbligazioni, mercato immobiliare e materie prime).

Nel terzo trimestre i rialzi delle borse sono diventati più sostenuti; il mercato azionario americano, che ha realizzato la crescita più modesta, è salito del 3%, mentre il mercato europeo è salito dell'8% e quello Giapponese del 17%.

I motivi di tale inusuale crescita del mercato di Tokyo sono sintetizzabili:

- ☐ nella riconferma dell'esecutivo di Governo e nella approvazione di un vasto piano riformista in campo economico;
- ☐ nella ripresa della domanda interna;

☐ nell'incremento della spesa per investimenti.

Anche nell'ultimo trimestre i mercati azionari sono cresciuti; sicuramente quello più interessante è stato il mercato Giapponese che è cresciuto del 19% contro il 4% dell'area euro e 1% dagli Stati Uniti. Il Giappone si conferma, secondo gli analisti, come il mercato più appetibile in quanto si ritiene che il miglioramento dell'economia non sia temporaneo ma strutturale. Nel vecchio continente il rialzo dei tassi di 0,25% della BCE ha, di fatto, rallentato la salita dei mercati azionari: gli analisti hanno temuto che la politica restrittiva, con la debole ripresa dell'economia, potesse danneggiare le imprese e sfavorire gli investimenti.



Dj Euro Stoxx 50 fonte Bloomberg – indice azionario area euro



S&P 500 fonte Bloomberg – indice azionario USA



Nikkei 225 fonte Bloomberg – indice azionario giapponese

Il mercato obbligazionario

Nel primo trimestre dell'anno 2005, la minaccia dell'inflazione ha spinto al rialzo i rendimenti dei titoli di Stato americani, in particolare per le scadenze brevi. Ciò ha accentuato la tendenza all'appiattimento della curva obbligazionaria. In Europa i tassi sono rimasti sostanzialmente invariati per tutte le scadenze.

Da marzo a giugno, i tassi a lungo termine si sono ridotti al 4,3% negli Stati Uniti e al 3,2% nell'area euro facendo migliorare i corsi dei titoli obbligazionari. La causa principale è rinvenibile nell'incertezza dei dati sull'economia e alle moderate spinte inflazionistiche che hanno favorito l'apprezzamento dei corsi obbligazionari.

I tassi a breve termine nell'area euro sono rimasti invariati, mentre sono cresciuti, grazie alla politica della FED, negli Stati Uniti. In effetti per tutto il 2005, la politica monetaria della FED si è discostata da quella della BCE; a fronte di una politica accomodante di quest'ultima, la FED ha preferito continuare la politica di rialzo dei tassi, giustificata dal miglioramento dell'economia e dalla preoccupazione di una crescita dell'inflazione.

Il periodo estivo non ha comportato grosse modifiche per i rendimenti delle obbligazioni dell'area euro che si sono attestati intorno al 3,1%; sono aumentati i rendimenti negli Stati Uniti (circa 4,7%) facendo così allargare il differenziale d'interesse tra il vecchio e il nuovo continente a favore del dollaro. È rimasta invariata la politica restrittiva della FED che ha continuato ad influenzare i tassi a breve termine.

L'ultimo trimestre dell'anno ha visto un ulteriore rialzo dei tassi americani a breve e a lunga scadenza; nell'area euro la BCE ha incrementato, per la prima volta dopo tre anni di politica accomodante, i tassi a breve di 0,25%; il preoccupante scenario inflazionistico ha spinto al rialzo sia i rendimenti dei titoli di stato a breve che quelli a lunga scadenza.

Per quanto riguarda le obbligazioni societarie, si è assistito all'inizio del 2005 ad un allargamento degli "*spread*"; ciò è da attribuire al rialzo del prezzo delle materie prime e alle pressioni sui margini di profitto aziendali. A partire da giugno e sino a fine anno lo "*spread*" rispetto ai titoli di Stato si è inizialmente allargato e poi ristretto rimanendo, a dicembre, sostanzialmente invariato.



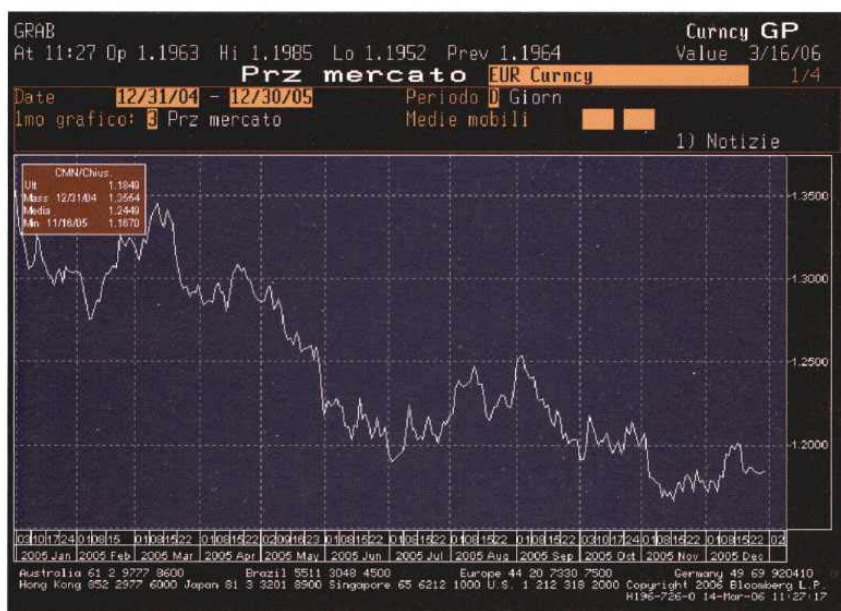
Rendimento Treasury 10 y fonte Bloomberg – indice sintetico dei rendimenti dei titoli di Stato USA con scadenza dieci anni



Rendimento Bund 10 y fonte Bloomberg – indice sintetico dei rendimenti dei titoli di Stato Tedeschi con scadenza dieci anni

Il cambio euro/dollaro

Nell'anno 2005, il dollaro si è apprezzato nei confronti dell'euro. Nel primo trimestre, dopo una chiusura di fine 2004 sui massimi, il cambio euro dollaro è prima sceso del 7% e poi è ritornato a circa 1,35 agli inizi di marzo; la volatilità dei primi tre mesi è dovuta, da un lato, al negativo disavanzo commerciale e al crescente debito USA, e dall'altro, al differenziale dei tassi a favore delle obbligazioni Statunitensi. Dopo il massimo di marzo, il dollaro si è rivalutato a causa del peggioramento del quadro congiunturale dell'area euro rispetto a quello americano. A fine anno il cambio euro dollaro quotava circa 1,18: un notevole apprezzamento del dollaro (circa il 14%) che potrebbe non essere giustificato dato il negativo disavanzo commerciale USA.



Cambio euro dollaro fonte Bloomberg

Il conto economico complessivo della gestione mobiliare

Il seguente prospetto consente di percepire con immediatezza il risultato della gestione del patrimonio mobiliare nel suo complesso, avendo riguardo anche al fair value.

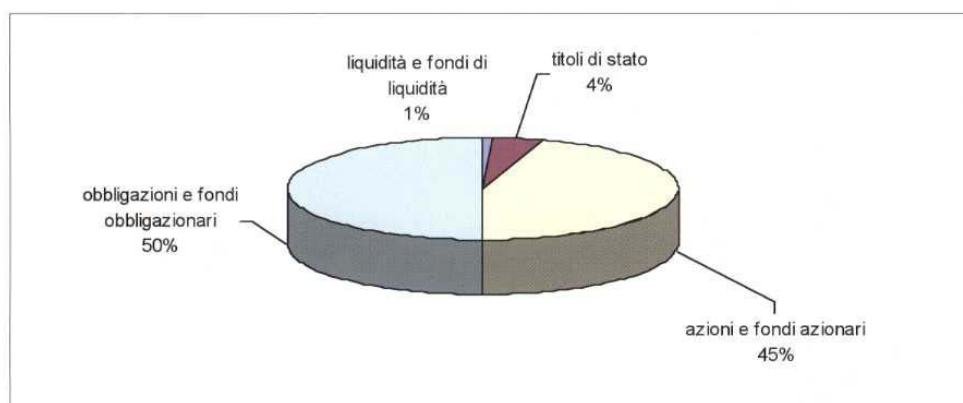
PROFITTI	totale
Interessi attivi su titoli	1.168.549
Dividendi da partecipazioni	2.749.938
Utile su negoziazione titoli	16.088.328
Interessi bancari	2.168.389
Riprese di valore titoli immobilizzati (al netto delle svalutazioni)	1.025.516
Riprese di valore titoli dell'attivo circolante (al netto delle svalutazioni)	1.169.640
Totale dei profitti realizzati	24.370.360
Adeguamento portafoglio al fair value	8.560.646
Adeguamento GPM al fair value (2005)	10.065.130
Totale	42.996.136
PERDITE	
Consulenze per investimenti mobiliari	71.875
Spese bancarie	3.213
Commissioni di gestione	561.228
Perdite su negoziazione titoli	116.695
Ritenute su interessi attivi	721.086
Personale	57.221
IRES e Imposta sostitutiva	650.000
Totale	2.181.318
Risultato economico	40.814.818
Redditività netta	7,82%

La redditività è stata calcolata sulla consistenza media del patrimonio mobiliare, comprensivo della liquidità, tra inizio e fine periodo.

IL PATRIMONIO MOBILIARE RELATIVO ALLA GESTIONE “A” DELLA PREVIDENZA

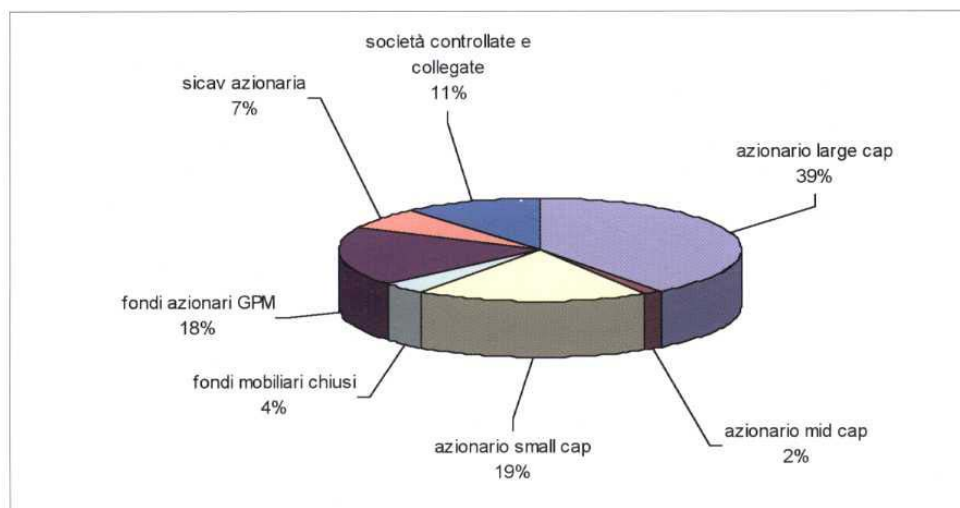
Il patrimonio mobiliare relativo alla gestione A del fondo della previdenza, con riferimento alla data del 31 dicembre 2005, risulta iscritto in bilancio per un valore di € 412.373.044 e rappresenta il 74% del patrimonio mobiliare complessivo ed è così ripartito per classi di investimento.

Ripartizione per asset class



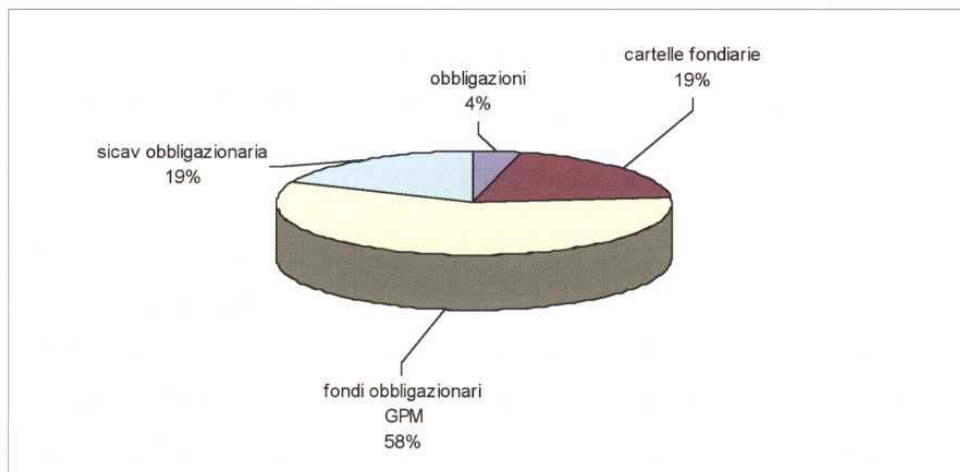
La classe di investimento azioni e fondi azionari, per un importo pari a € 185.448.386, è così ripartita con riferimento alla tipologia dell'investimento.

Ripartizione asset class azioni per tipologia

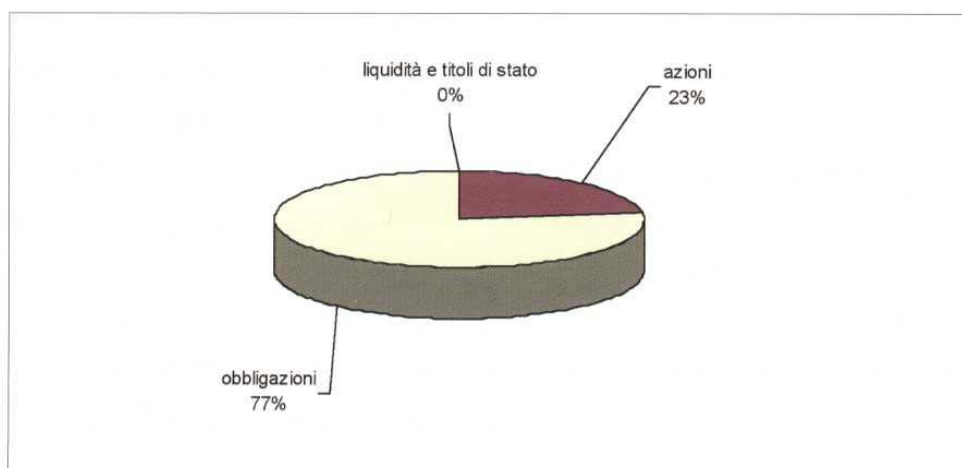


Ripartizione asset class obbligazioni per tipologia

mentre la classe di investimento obbligazioni e fondi obbligazionari, per un importo pari a € 205.887.507, è così ripartita con riferimento alla tipologia dell'investimento.

**La gestione patrimoniale mobiliare**

Il valore complessivo al 31 dicembre 2005 degli investimenti inseriti nella GPM - precedentemente scomposti nella ripartizione per asset class (fondi azionari e fondi obbligazionari) - è pari a € 204.398.904 ed è così ripartito per classi di investimento.

Ripartizione GPM per asset class

GESTIONE PATRIMONIALE FINNAT – PREVIRA

Nel 2005, la *performance* della Gestione Patrimoniale Finnat – Prévira è stata di 6,592% al netto delle commissioni della GPM contro un rendimento del 5,72% dell'indice Fideuram Bilanciato Prudente.

Il rendimento della gestione da inizio mandato (2 luglio 2002) è stato del 16,77% pari al 4,79 % annualizzato (considerando i versamenti successivi effettuati in tempi diversi). Nello stesso periodo l'indice Fideuram Bilanciato Prudente ha realizzato l'11,22%, pari al 3,21% su base annua.

Al 31 dicembre 2005, la massa gestita (al valore di mercato) risulta pari a 229 milioni di euro e l'*asset allocation* strategica è 24,5% azionario e 74,5% obbligazionario.

L'investimento è coerente con l'*asset allocation strategica* richiesta dal CdA della C.N.P.R.; l'obiettivo "primario" della GPM, cioè il mantenimento di una bassa volatilità e la conservazione del capitale, è stato raggiunto. L'obiettivo "secondario" della GPM, il 5% medio annuo lordo, è prossimo ad esser raggiunto; infatti, un'attenta selezione del portafoglio principale e costanti aggiustamenti tattici successivi, hanno permesso alla GPM di realizzare la *performance*, da inizio mandato, del 4,79% medio annuo.

Durante i Comitati di Gestione, tenuti presso Banca Finnat Euramerica, si sono condivise, con i rappresentanti della Cassa, le opportune modifiche indirizzate a cogliere le opportunità potenziali del mercato finanziario. In particolare, ad inizio 2005, per quanto attiene la parte obbligazionaria si è deciso 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 inizialmente penalizzato il rendimento della parte obbligazionaria ma, dall'altro, ha ridotto la volatilità e messo a riparo la gestione da un possibile e repentino aumento dei tassi da parte della BCE (fatto a cui si è assistito a fine novembre 2005). E' stato, inoltre, deciso di incrementare la redditività della parte obbligazionaria investendo in fondi specializzati in titoli emessi da paesi emergenti e in fondi obbligazionari "total return" con una storia significativa.

Sul fronte azionario, si è deciso di sfruttare l'opportunità che offriva il mercato azionario dei paesi dell'Est Europa che da poco sono entrati a far parte della Unione Europea. Il fondo selezionato ha realizzato una *performance* del 43% dal momento dell'investimento,

rivelandosi una buona scelta. Ulteriore scelta premiante è stata quella di investire nell'azionario *Small Cap Europa* che ha realizzato un rendimento del 35% e nell'azionario *Europa Value* (cioè in azioni che danno alti dividendi) che ha segnato una *performance* del 26%. A fine 2005 e inizio 2006 sono stati effettuati ulteriori aggiustamenti. Sono state inserite nuove *asset class* come l'azionario *Small Cap Japan* e l'azionario *Emerging Market*. Sono stati, inoltre, sostituiti alcuni fondi con altri appartenenti alla stessa categoria che avevano un miglior rapporto rischio-rendimento.

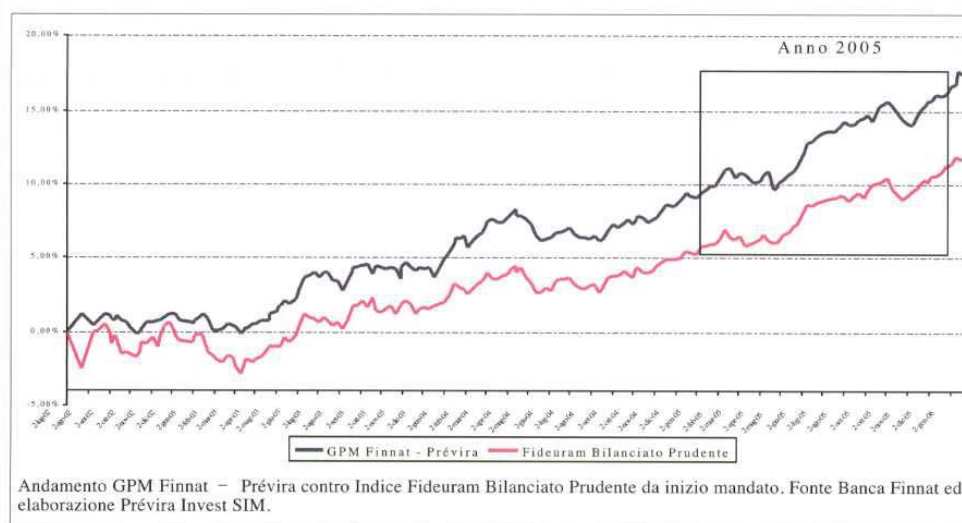
La New Millennium Prévira World Conservative, creata appositamente per soddisfare le esigenze:

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

ha realizzato nel 2005 un rendimento di 6,217 %. Nello stesso periodo la media di categoria rappresentata dall'indice Fideuram Bilanciato Prudente, ha reso il 5,71 %.

Il comparto ha una gestione dinamica ed è destinata agli "aggiustamenti" tattici dell'intera gestione della C.N.P.R. Infatti, nel periodo, conformemente alle decisioni del Comitato Investimenti, che riteneva possibile una riduzione moderata dei corsi azionari, si è proceduto alla protezione di parte del portafoglio da eventuali ribassi dei mercati azionari.

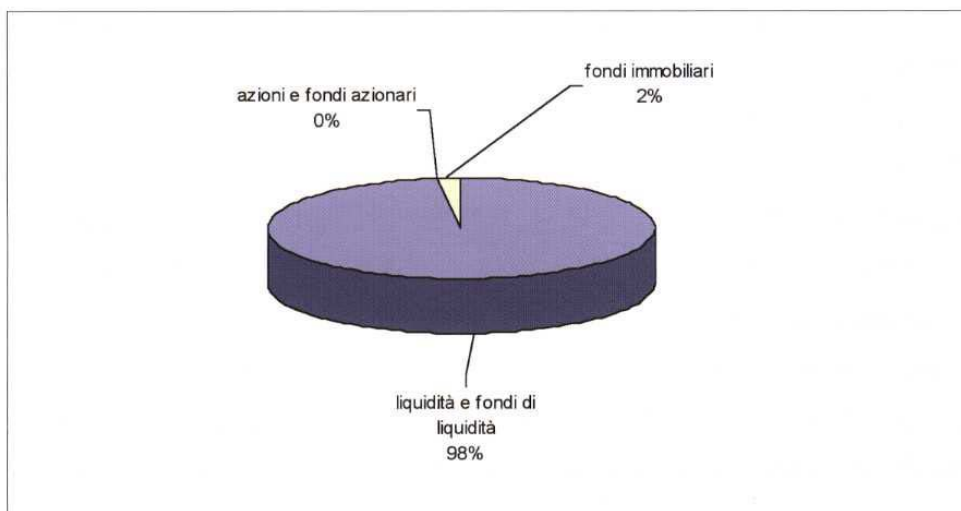
Detta strategia, unita alla decisione di mantenere bassa la *duration* dei titoli obbligazionari, ha consentito alla Sicav da un lato, di realizzare rendimenti interessanti se paragonati ai fondi o alle sicav appartenenti alla medesima categoria, e dall'altro, di mantenere una volatilità molto contenuta.



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 2005, risulta iscritto in bilancio per un valore di € 131.860.032 ed è così ripartito per classi di investimento.

La ripartizione per asset class



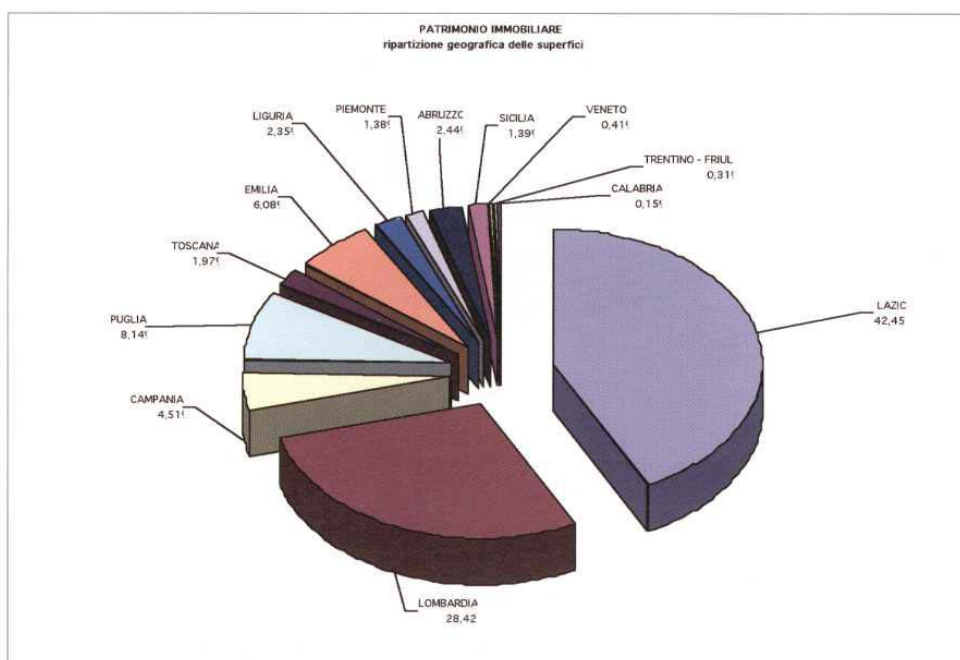
Il Consiglio di amministrazione, con la collaborazione tecnica di Previra Invest sim, sta definendo un modello di allocazione delle risorse per la gestione B della previdenza che, analogamente a quanto fatto per la gestione A, preveda la conservazione del capitale investito ed un rendimento medio obiettivo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

IL PATRIMONIO IMMOBILIARE

Il patrimonio immobiliare risulta iscritto in bilancio al 31 dicembre 2005 per un importo complessivo, al netto dei fondi di ammortamento, di € 333.622.316.

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 valore lordo di bilancio e per destinazione d'uso

Tipologia	Superficie in mq	%	Valore lordo di bilancio	%
Abitativo	193.944	53	213.942.056	49
Uffici	81.298	22	144.889.537	33
Sede	4.635	1	32.627.038	7
Sedi collegio	8.036	2	15.574.543	4
Scuole e caserme	35.882	10	13.110.348	3
Industriali e commerciali	42.935	12	17.097.201	4
TOTALE	366.730		437.240.723	