

L di Claudio Grossi e Gaetano Megale PROGETICA srl
 a valutazione di un fondo o di qualsiasi strumento del risparmio gestito dipende essenzialmente non solo dal ruolo di chi effettua la valutazione (l'investitore finale, il suo consulente o il gestore) ma anche dalla **finalità** che il valutatore si pone. Le finalità di una valutazione possono essere marcatamente diverse a seconda che si voglia valutare il "comportamento" passato dello strumento di investimento ovvero si voglia stimarne le qualità di efficienza e coerenza per la formazione di un portafoglio.

L'approccio quantitativo agli investimenti propone almeno due schemi metodologici di valutazione di un fondo che si distinguono nettamente per le finalità. Per tale motivo sono necessari percorsi e metodologie di analisi differenti.

1. LA VALUTAZIONE DEL FONDO IN SE'

Il primo modello risponde all'esigenza di valutare il fondo in sé analizzandone il **comportamento passato** al fine di pesare le **decisioni attive** che il gestore ha compiuto durante il tempo di osservazione, ponendo tranne dei giudizi relativi al grado di abilità gestionali che hanno prodotto, o sottratto, valore aggiunto rispetto ai mercati di riferimento. Al di là

delle tecniche specifiche che consentono ciò, può essere utile disegnare l'impianto metodologico della valutazione "in sé" (vedi grafico sotto) che si ispira al modello realizzato da Brinson, Hood e Beebower. Dal confronto delle serie storiche: 1) del **benchmark del fondo** dichiarato dal gestore, 2) della **composizione dei mercati** effettivamente realizzata durante il periodo di analisi ("normal" del fondo) e 3) del **risultato effettivamente ottenuto dal fondo** ("managed") risulta possibile scomporre la performance finale in performance dipendenti da ciascuna abilità gestionale, presa singolarmente, e quindi di formulare un giudi-

zio analitico su come il gestore è riuscito ad ottenere il risultato finale. Tale schema di valutazione è funzionale ad una analisi del singolo prodotto, ma non può essere utilizzato per rispondere all'obiettivo di costruire un portafoglio coerente con le esigenze dell'investitore. Infatti la scelta dei "migliori fondi" avrà il sicuro effetto di tranquillizzare l'investitore ("ho fatto la scelta migliore") ma non quella di essere una risposta consapevole e razionale ai suoi obiettivi di investimento ed alla sua propensione al rischio.

CHIAVI DI LETTURA DEL MODELLO DI VALUTAZIONE "IN SE"

BENCHMARK DEL FONDO: composizione di indici di mercato, dichiarata dalla società di gestione e pubblicamente disponibile, che rappresenta la politica di investimento scelta (ex ante) dal gestore;
NORMAL DEL FONDO: rappresenta la composizione di indici di mercato che effettivamente il gestore ha realizzato nel tempo di osservazione (ex-post);

MANAGED DEL FONDO: rappresenta il risultato effettivamente e complessivamente ottenuto dal fondo (mercati + abilità del gestore);

TIMING: performance differenziali dovute all'abilità del gestore nell'aver realizzato una diversa composizione di asset class (monetario, obbligazionario, azionario) verso l'asset class dichiarata nel benchmark.

STYLE SELECTION: performance differenziali dovute all'abilità del gestore nel realizzare una diversa composizione dei singoli mercati all'interno dell'asset class (asset allocation) verso l'asset allocation dichiarata nel benchmark;

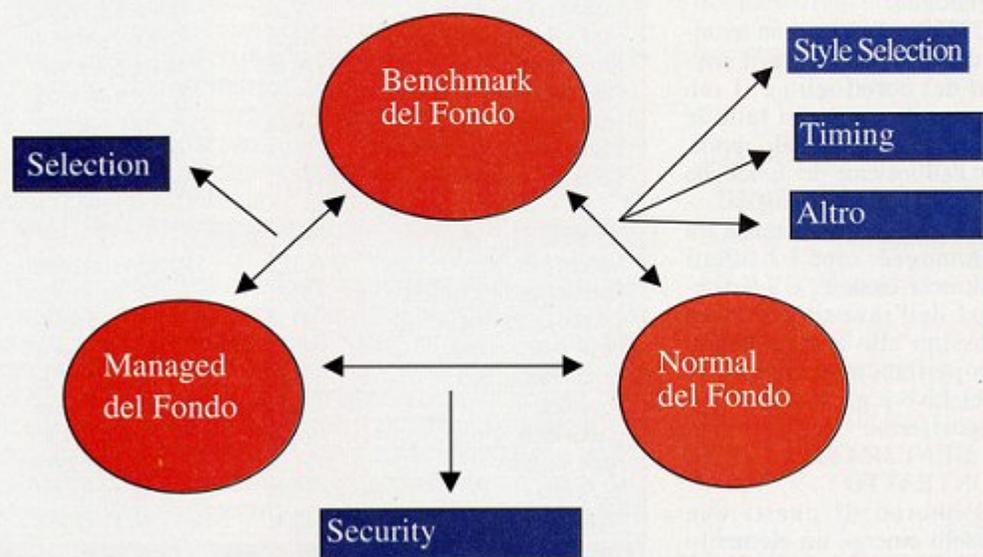
ALTRO: performance differenziali dovute ad una componente non spiegabile con le tipologie gestionali "classiche" riportate nel modello. La componente può essere interpretata come elemento di caratterizzazione particolare dello stile gestionale e/o come elemento fortuito delle attività gestionali;

SECURITY SELECTION:

IL BENCHMARK DIVENTERA' FONDAMENTALE

**FONDI COMUNI:
 COME GIUDICARLI**

IL MODELLO DI VALUTAZIONE DEL FONDO "IN SE"



performance differenziali dovute all'abilità del gestore di realizzare un extrarendimento rispetto ai mercati mediante una selezione dei titoli, verso il suo Normal;

SELECTION: sommatoria di tutte le componenti gestionali (*timing, style selection*, altro e *security selection*) che qualificano l'operato del gestore.

Matematicamente la performance del *benchmark* sommata a quella della *selection* è uguale al *managed*.

2. VALUTAZIONE DEL FONDO IN FUNZIONE DEL PORTAFOGLIO DI INVESTIMENTO

Il secondo modello di investimento consente di **valutare la coerenza del singolo fondo con le esigenze dell'investitore finale** e/o la coerenza del singolo fondo all'interno di un portafoglio da comporre in funzione degli obiettivi e del profilo di rischio-rendimento dell'investitore stesso.

In altre parole, il modello consente di stabilire una corrispondenza concreta tra le esigenze dell'investitore finale ed il potenziale ventaglio di soluzioni che un consulente finanziario è in grado di individuare utilizzando gli strumenti del risparmio gestito che ha a disposizione.

E' evidente che questo modello presuppone l'esistenza di un ruolo consulenziale, laddove l'esperto finanziario interpreta le esigenze dell'investitore, le traduce in un *benchmark* e costruisce un portafoglio efficiente che, replicando il *benchmark*, sia in linea con quanto chiesto dall'investitore stesso. In questo caso, sia la costruzione che la valutazione

successiva del portafoglio pongono come **elemento centrale il benchmark dell'investitore** e quindi la valutazione del fondo viene effettuata in funzione delle necessità del singolo investitore. Da questa prospettiva, il **miglior fondo "in sé" non necessariamente rappresenta il fondo migliore per l'investitore**, salvo nel caso improbabile che il *benchmark* del fondo coincida con il *benchmark* dell'investitore.

L'impianto metodologico della valutazione "in funzione di" consente di valutare le fonti di divergenza tra il portafoglio, formato dall'aggregazione di un insieme di fondi ed il benchmark dell'investitore (vedi grafico pag. 41).

CHIAVI DI LETTURA DEL MODELLO DI VALUTAZIONE "IN FUNZIONE DI"

BENCHMARK DELL'INVESTITORE: composizione efficiente di indici di mercato, realizzata in funzione della propensione al rischio dell'investitore;

NORMAL DEL PORTAFOGLIO: composizione di indici di mercato ottenuta dalla sommatoria dei *normal* di ogni singolo fondo;

MANAGED DEL PORTAFOGLIO: risultato effettivamente ottenuto, determinabile soltanto ex-post.

MISFIT RISK: differenza in termini di performance tra il *benchmark* del cliente e il *normal* del portafoglio; a valori prossimi allo zero corrisponde una migliore valutazione del portafoglio;

ACTIVE: differenza in termini di performance tra il *normal* del portafoglio e il suo *managed*; concentra tutte le componenti gestionali apportate dall'insieme dei fondi che costituiscono il portafoglio;

SELECTION: differenza tra il *managed*, cioè i risultati realmente ottenuti, e il *benchmark* dell'investitore; valori prossimi allo zero indicano una perfetta rispondenza tra l'obiettivo e gli strumenti per raggiungerlo.

IL BENCHMARK COME CONTRATTO

All'interno di questi due modelli emerge un **elemento essenziale: il benchmark del**

MA I TOP DEGLI ITALIANI NEL '98 NON SONO GLI STESSI DEL '97

La scelta di un fondo comune non può essere effettuata sulla base delle performance precedenti. E i numeri parlano chiaro. Infatti, tranne il caso del fondo **Mida Azionario** e **Zecchino** che sono riusciti a rimanere nella top ten sia del '97 sia del '98, gli altri fondi sono stati meteore, sebbene anche nel '98 i fondi azionari Italia abbiano recitato la parte del leone in merito alle performance. Analogo discorso per i peggiori: se un fondo ha ottenuto una performance negativa per 12 mesi non è condannato, o almeno i risparmiatori sperano, a realizzare ancora risultati negativi.

DENOMINAZIONE FONDO	VARIAZIONE % A 1 ANNO	CATEGORIA
MIGLIORI '98		
San Paolo Azioni	74,72	Az. Italia
Intern. Stock Manag.	60,89	Az. Internazionale
Alto azionario	55,88	Az area Euro
Mida Azionario	55,67	A. Italia
Italy Stock manag.	53,79	Az. Italia
Zecchino	51,08	Az. Italia
Gestielle A	50,66	Az. Italia
Blue Cis	49,48	Az. Italia
Cliam Sestante	49,78	Az. Italia
Fondersel Italia	49,03	Az. Italia
MIGLIORI '97		
Mida Azionario	80,79	Az sp. Italia
Fondersel Italia	78,82	Az sp. Italia
San Paolo Azioni	75,23	Az. Italia
Gestifondi Az. Italia	68,20	Az sp. Italia
Zecchino	67,37	Az sp. Italia
Finanza Romagest	66,79	Az sp. Italia
Imi Italy	64,24	Az sp. Italia
Oasi Crescita Az.	64,24	Az sp. Italia
Euromobiliare Az. Italia	63,35	Az sp. Italia
Ducato Az. Italia	62,88	Az sp. Italia
PEGGIORI '98		
Mediceo America Latina	-40,38	Az. Paesi emergenti
Ing Emerg M Equity	-31,81	Az. Paesi emergenti
Ducato Az P Emerg.	-31,22	Az. Paesi emergenti
Fondinvest Paesi emerg	-29,99	Az. Paesi emergenti
San Paolo H Econ. Emerg.	-29,59	Az. Paesi emergenti
Geode P. Emerg	-28,45	Az. Paesi emergenti
Carif Paesi Emerg.	-28,39	Az. Paesi emergenti
Gesticredit Paesi Emerg	-27,61	Az. Paesi emergenti
Interf. Emerging markets	-26,72	Az. Paesi emergenti
F&F Select Nuovi mercati	-24,47	Az. Paesi emergenti
PEGGIORI '97		
Mediceo Asia	-31,2	Az. sp. P. Emergenti
Euromobiliare Tiger Far East	-30,37	Az. sp. Pacifico
Centrale Emerg. Asia Dir	-30,34	Az. sp. Pacifico
Geode Risorse naturali	-28,11	Az. sp. diverse
Putnam Pacifico Eq \$	-24,00	Az. sp. Pacifico
Rolo Oriente	-23,44	Az. sp. Pacifico
Oriente 2000	-22,81	Az. sp. Pacifico
Ferdin Magellano	-21,35	Az. sp. Pacifico
Ing Sv Asia	-19,49	Az. sp. Pacifico
Centrale Emerging Asia	-18,91	Az. sp. Pacifico

* PROGETICA s.r.l.

Consulenza ed analisi quantitative degli investimenti

PROGETICA, società di consulenza e formazione, è specializzata nella progettazione e realizzazione di:

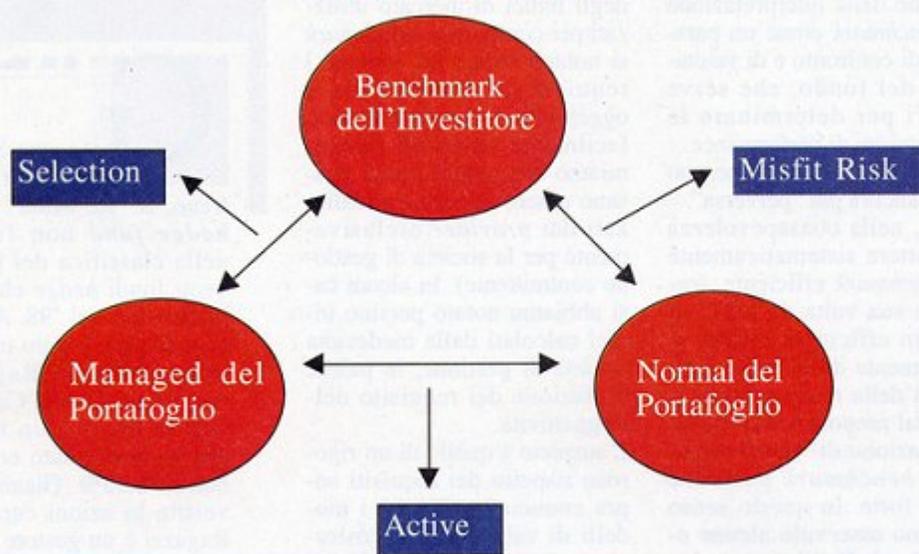
- metodologie di analisi e valutazione quantitativa dei mercati e dei servizi d'investimento;

- modelli di gestione degli investimenti basati sulle teorie dell'efficienza;

- sistemi professionali consulenziali e di vendita dei servizi finanziari e assicurativi, rilasciati dopo verifica concreta sul campo.

PROGETICA s.r.l.
Via Marsala 11, 20121 Milano,
Tel. 02/29.06.01.15
e-mail: progetic@tin.it

IL MODELLO DI VALUTAZIONE IN FUNZIONE DELL'INVESTITORE



fondo. Reso obbligatorio per le gestioni e, tra breve, anche per gli OICR, costituisce un elemento di centralità nel processo di investimento.

L'importanza del *benchmark* non si esaurisce sul versante tecnico ma ha anche implicazioni "contrattuali" dal mo-

mento che il *benchmark* rappresenta il contratto tra gestore ed investitore. Viene così introdotto il principio di responsabilità nelle scelte di investimento, come è di prassi nei mercati culturalmente più avanzati. Infatti, da questa prospettiva discende che la

scelta dei mercati di riferimento (il *benchmark*) attiene alla sfera di responsabilità del sottoscrittore e/o del suo consulente (promotore od operatore bancario) mentre il comportamento effettivo (*managed*) del fondo verso il *benchmark* attiene alla sfera di responsabi-

lità del gestore. Questa interpretazione va molto al di là di quella più riduttiva che rappresenta il *benchmark* esclusivamente come parametro di misurazione delle performance ex post e/o parametro per determinare le commissioni di performance.

Il *benchmark* è soprattutto un elemento di valutazione ex ante del fondo, necessario alla formazione del portafoglio dell'investitore finale. Per tale motivo risulta straordinariamente importante che i *benchmark* che saranno definiti dalle società di gestione abbiano dei particolari requisiti tecnici: 1) coerenza rispetto alla politica d'investimen-

«NON BASATEVI SULLE PERFORMANCE»

di F. T.

Attenzione a scegliere un fondo comune di investimento basandosi solo sulle performance ottenute dal fondo stesso negli anni precedenti. E' questo l'allarme lanciato dagli studiosi del settore e in particolare da **Andrea Beltratti**, docente di Teoria della finanza all'Università Commerciale Luigi Bocconi (nella foto).

«Ritengo che sia molto importante valutare la persistenza dei rendimenti - afferma Beltratti - per due problemi fondamentali: la correzione del rischio all'interno di un portafoglio e la continua verifica della persistenza. Può essere fuorviante indirizzare il proprio investimento avendo come parametro di paragone solo il rendimento». Se, infatti, per un titolo azionario si può verificare con maggiore attendibilità il rapporto rischio-rendimento grazie alla analisi storica dell'andamento del titolo, al conseguente ritorno in termini di rendimento e alla volatilità, non è altrettanto semplice individuare gli stessi elementi per i fondi comuni che, inoltre, non sono uniformati da un unico *benchmark*, ma vengono indicizzati a parametri di confronto stabiliti dalle singole società di gestione.

«Infatti uno dei problemi principali - ha aggiunto Beltratti - è la crescita nel tempo del portafoglio del fondo. Di conseguenza le valutazioni e le analisi che vengono effettuate su un determinato patrimonio possono essere aggiornate di continuo,

con conseguente modifica dei fattori essenziali, in presenza di afflusso di nuove sottoscrizioni.

Sarebbe, pertanto, più utile ricevere informazioni periodiche e aggiornate sull'*asset allocation* del fondo. Per cercare di risolvere le problematiche relative al calcolo delle performance, credo che potrebbe essere opportuno introdurre in Italia i fondi indicizzati, uno strumento da noi ancora poco conosciuto,



ma che consente al gestore di effettuare una politica di investimento finalizzata a replicare l'indice di riferimento».

Negli Stati Uniti, riconosciuto mercato più evoluto a livello internazionale, è stato infatti dimostrato che è un'ardua impresa battere gli indici di mercato e, di conseguenza, molti gestori hanno adottato la linea della gestione passiva, ossia si sono indirizzati verso i fondi indicizzati creando, pertanto, dei portafogli che replicano gli indici. Ne

Quando si compra un fondo guardare invece la persistenza dei rendimenti e la correzione del rischio di portafoglio. La ricetta di Beltratti.

to; 2) **rappresentatività reale delle opportunità di investimento disponibili sul mercato**; 3) **trasparenza**, con riferimento alle regole di calcolo e alla facilità di accesso ai dati relativi agli indici di mercato che compongono il benchmark; ed infine, 4) **oggettività**, nel senso che gli indici di mercato debbano essere di comune utilizzo, calcolati e diffusi da soggetti di indiscussa reputazione e terzi rispetto al gestore.

La materia è in piena evoluzione. Tuttavia, dai dati resi disponibili sino ad oggi, non sembra che i requisiti dei benchmark siano pienamente rispettati. Ad esempio, l'utilizzo degli indici Fideuram come benchmark viola chiaramente i requisiti di **coerenza e rappresentatività** per diverse motivazioni, tra le quali quella relativa al fatto che la composizione dei portafogli non è nota ex ante ma solo ex post.

Per chiarire il concetto, se un benchmark può essere interpretato come una "rotta" di investimento, quale senso ha indicare all'investitore di "andare dove gli altri (l'aggregato dei fondi del comparto)

andranno", senza peraltro sapere dove? E' evidente che questa "aberrazione" tecnica discende dalla interpretazione del benchmark come un parametro di confronto e di valutazione del fondo, che serve magari per determinare le commissioni di performance. Ma questa interpretazione può essere ancora più "perversa". Infatti, nella consapevolezza che battere sistematicamente un benchmark efficiente, formato a sua volta da indici di mercato efficienti, risulta estremamente difficile (le indicazioni della ricerca quantitativa a tal proposito sono nette) la tentazione di "handicappare" il benchmark potrebbe essere forte. In questo senso abbiamo osservato alcune operazioni di "depotenziamento" del benchmark, ad esempio con l'introduzione, probabilmente non del tutto giustificata dal punto di vista meramente gestionale, di pesanti componenti di titoli di stato a breve e persino di liquidità in fondi o gestioni non classificabili come "monetarie". Ciò può essere anche comprensibile sul piano tattico-commerciale, ma viola chiaramente il requisito di rap-

presentatività delle opportunità dei mercati di investimento. Ancora, dall'osservazione degli indici di mercato utilizzati per comporre i benchmark si notano indici che violano i requisiti di trasparenza e oggettività in quanto non sono facilmente reperibili (presumiamo che alcuni indici possano essere addirittura realizzati dai provider esclusivamente per la società di gestione committente). In alcuni casi abbiamo notato persino indici calcolati dalla medesima società di gestione, in palese violazione del requisito dell'oggettività.

L'auspicio è quello di un rigoroso rispetto dei requisiti sopra enunciati, affinché i modelli di valutazione e costruzione di portafogli quantitativi descritti possano essere realizzati non soltanto sulla carta ma anche nella pratica, traducendosi in maggiore qualità e personalizzazione per l'investitore finale. L'ennesimo rinvio da parte Consob dell'obbligo di indicazione i benchmark per i fondi (agganciato alla riforma del prospetto informativo), avvenuto in questi giorni, fa sperare che, forse, siamo ancora in tempo.

G di M. Me.
 eorge Soros ha perso il treno. Il "Re Mida" degli hedge fund non figura nella classifica dei primi venti fondi hedge che più hanno reso nel '98. A vincere la gara è stato un italiano, Michele Ragazzi con il suo **Giano Capital Ltd** in marchi, un fondo che ha performato nel '98 ben il **95,58%**. Giano è investito in azioni europee: Ragazzi è un gestore scrupoloso che ama poco la ribalta e oggi amministra con i suoi fondi circa 500 milioni di dollari. La classifica che pubblichiamo dei primi venti migliori e delle venti "pecore nere" dei fondi hedge dell'anno scorso è stata elaborata da *Investire*. In essa ci sono alcune "sorprese" e alcune conferme. La sorpresa è che, contrariamente al '97,

BELTRATTI: NON BASATEVI SULLE PERFORMANCE

deriva che i costi di gestione a carico dei risparmiatori subiscono una notevole riduzione, e che le società non hanno l'obbligo di attrezzarsi con imponenti strutture di analisi e di gestione. In tal modo i gestori non hanno l'obbligo di battere gli indici, ma d'altra parte con questo tipo di gestione devono dare la certezza di non registrare performance inferiori agli indici stessi, e le spese di gestione in alcuni casi diminuiscono anche di un quinto rispetto ad altre gestioni attive, ossia a quelle politiche di investimento volte a performare meglio degli indici.

In Italia, tuttavia, i fondi indicizzati non sembrano raccogliere adesioni da parte dei gestori anche perché allo stato attuale all'interno del mondo dei fondi comuni sembra di assistere a una continua gara tra gestori che, messi l'uno contro l'altro, hanno l'obbligo di riuscire a essere tra i migliori al fine di attirare un numero sempre maggiore di risparmiatori. Infatti, un buon numero di società di gestione fonda le proprie logiche di marketing sui rendimenti ottenuti con i propri fondi con le gestioni.

«Esiste, inoltre, un elemento fondamentale da tenere presente - precisa Beltratti - i manager dei fondi ricevono incentivi differenti a seconda che riescano o meno a performare i fondi gestiti oltre le aspettative. E questo discorso economico si

annullerebbe se il loro compito fosse limitato alla replica dell'indice».

Esistono, tuttavia, anche in Italia gestori cosiddetti passivi che, invece, si nascondono dietro una parvenza di gestione attiva. La differenza fondamentale è data dal fatto che la

gestione attiva comporta un continuo aggiornamento e una profonda conoscenza, anche con incontri periodici, delle società che vengono detenute in portafoglio.

In una gestione passiva, ma che si traveste da attiva, accade che l'acquisizione di informazioni necessarie per orientare la strategia di investimento del proprio portafoglio avvenga tramite terzi. Di conseguenza le notizie possono essere filtrate e le politiche di gestione finiscono, in alcuni casi, per uniformarsi agli indici.

Sarebbe bello se anche in Italia arrivassero i fondi indicizzati, diffusi negli Usa. I gestori "passivi" che si travestono da "attivi".

HEDGE, SOROS KO. RAGAZZI OK

a fare la parte del leone sono stati i fondi "long short equities", investiti cioè in azioni, prevalentemente europee e americane. Oltre a Giano, c'è infatti il secondo posto di **Bayard Fund** (86,36%): è un fondo *hedge* di circa 150 milioni di dollari guidato da **Chris Bouckley** con un buon "track record" di sei anni e concentrato prevalentemente sui listini continentali. **Joseph Samberg**, figlio di Arthur (uno dei più importanti gestori americani) si è classificato terzo nel '98 con un buon 69,71%: il suo **Dimensional Partners Ltd** è un fondo concentrato su *small e mid cap* americane. Ottimo quarto posto

per un altro italiano: è **Giuseppe Ciardi** che con il **Galileo Fund** ha performato lo scorso anno il 60,22%.

Ciardi ha messo in piedi a Londra un fondo *hedge* "long short equities" di tipo globale. Buoni risultati a livello globale per i fondi gestiti da **Liora Stemberg** (**Eagle Systems** e **Eagle Global Fund**, rispettivamente più 57,60% e più 47,60%).

E i peggiori? Svetica naturalmente l'*hedge fund* pietra dello scandalo '98, cioè il **Long Term Capital Mgmt** di **John Meriwether** che ha perso il 90,46%. Va però detto che a fine dicembre il consorzio di banche che ha salvato

Ltcm dal crack aveva già guadagnato l'11% sul suo investimento di 3,62 miliardi di dollari. Il '99 sarà davvero l'anno della riscossa per Meriwether? Di certo, invece, il '98 è stato l'anno del crollo proprio di quei fondi *hedge* che nel '97 s'erano assicurati i vertici delle classifiche: parliamo dei fondi investiti sul mercato russo. La crisi in cui è precipitata l'ex Urss ha penalizzato duramente il "re" dei fondi *hedge* '97, l'**Hermitage Fund** di **William Browder** che nel '97 aveva performato oltre il 230%: l'anno scorso ha lasciato sul campo, invece, l'**88,63%**. Malissimo sono andati anche gli altri *hedge* con-

centrati in Russia, il **Croesus Ufg Russia** di **Guy Elliott** (-89,83%), il **Renaissance Russia Growth** di **Frederick Leckman** (88,82%), il **Fleming Russia** (-84,38%). E Soros, che ha perso 3.000 miliardi con la crisi russa? Compare indirettamente nella classifica dei peggiori con un suo gestore, **Nick Roditi**: l'RR Russia da lui gestito ha perso il 79,76%. Roditi, che aveva abbandonato a metà '98 la gestione dei fondi di Soros, dal '99 tornerà al **Quota Fund**, uno degli *hedge*-simbolo del finanziere ungherese, che però nel '98 ha perso il 17,7%.

I venti al top del '98...

GIANO CAPITAL LTD DM <i>gestore: Michele Ragazzi</i>	95,58%
BAYARD FUND <i>Chris Bouckley</i>	86,36%
DIMENSIONAL PARTNERS LTD (A) <i>Joseph Samberg</i>	69,71%
GALILEO FUND <i>Giuseppe Ciardi</i>	60,22%
PEQUOT TECHNOLOGY <i>Dan Benton</i>	59,49%
DIGITAL CENTURY A <i>Rajiv Chaudui</i>	59,28%
EAGLE SYSTEMS <i>Liora Stemberg</i>	57,60%
REINDEER OFFSHORE A <i>Stuart Walton</i>	57,17%
DOUBLEWOOD CPM FUND <i>Phil Yang</i>	56,08%
HASENBICHLER COMMODITIES <i>Gemith Rath</i>	53,61%
TECHVANTAGE OVERSEAS FUND <i>John Levinson</i>	49,76%
DOUBLEWOOD KLIM CUR. <i>Phil Yang</i>	48,82%
GREENSEA OFFSHORE LTD <i>Alfred D. Kingsley</i>	48,05%
EAGLE GLOBAL FUND <i>Liora Stemberg</i>	47,60%
HASENBICHLER DIVERSIFIED <i>Gemith Rath</i>	45,65%
AOM GROWTH N <i>Alfred Harrison</i>	45,53%
SPINNAKER TECHNOLOGY <i>Lawrence Bowman</i>	44,99%
ZLP OFFSHORE UTILITY <i>Stuart Zimmer/Craig Lucas</i>	41,10%
TIEDEMANN EUROPEAN GROWTH <i>Domialle Morass</i>	40,65%
SPINNAKER OFF. FOUNDERS A2 <i>Lawrence Bowman</i>	40,45%

...e i venti peggiori

LONG TERM CAPITAL MGMT <i>gestore: John Meriwether</i>	- 90,46%
CROESUS UFG RUSSIA SA <i>Guy Elliott</i>	- 89,83%
RENAISSANCE RUSSIA GROWTH <i>Fredrik Leckman</i>	- 88,82%
HERMITAGE FUND <i>William Browder</i>	- 88,63%
HERMITAGE II FUND <i>William Browder</i>	- 86,56%
FLEMING RUSSIA (NAV) <i>Robert Flemings Mgmt</i>	- 84,38%
STRATEGOS FUND LTD <i>Alfredo Viegas</i>	- 84,24%
FOREIGN & COLONIAL RUSSIA <i>Isabel Knight</i>	- 83,77%
BRUNSWICK RUSSIAN GROWTH <i>Mark Cooke</i>	- 83,16%
KIPLING FUND <i>Richard Deitz</i>	- 80,45%
RR RUSSIA (A) <i>Nick Roditi</i>	- 79,76%
NEW CENTURY XII <i>George Rohr</i>	- 75,65%
KALTCHUGA FUND A <i>A. J. Taury</i>	- 74,03%
NEW CENTURY XI <i>George Rohr</i>	- 73,06%
NEW CENTURY XIV <i>George Rohr</i>	- 72,83%
FIREBIRD NEW RUSSIA A <i>Daniel Cloud</i>	- 72,81%
EVEREST CAP. FRONTIER <i>Mark Dimitrijevic</i>	- 71,91%
FIREBIRD REPUBLICS <i>Daniel Cloud</i>	- 69,28%
REGENT CENTRAL ASIA <i>David Cuil</i>	- 67,47%
NEW CENTURY X <i>George Rohr</i>	- 67,21%