



# Libro Más dinero que Dios

## Los fondos de cobertura y el nacimiento de una nueva élite

Sebastian Mallaby  
Penguin Press, 2010  
También disponible en: Inglés

### Reseña

A medida que los fondos de cobertura se incrementan en tamaño, variedad y número, también ejercen un creciente poder sobre los bancos centrales, los gobiernos nacionales, las empresas y las industrias. Sin las restricciones de una filosofía de inversión fija, los administradores de fondos de cobertura confían en la flexibilidad para comprar activos y su venta corta según dictan los mercados dinámicos. Algunos han tenido un éxito espectacular y otros han fracasado. Pero a lo largo de la historia, sus resultados han sido notablemente buenos. El periodista de negocios Sebastian Mallaby sostiene firmemente que los fondos de cobertura contribuyen a la estabilidad económica porque persiguen el verdadero valor de activos que han sido marcados con precios equivocados. Su muy detallado libro se centra en los éxitos y ocasionales errores de famosos administradores de fondos de cobertura, incluyendo a lumbreras como Stanley Druckenmiller, Paul Tudor Jones II, Michael Steinhardt, Julian Robertson y George Soros. *BooksInShort* recomienda este libro como una excelente introducción a los fondos de cobertura para quienes no estén familiarizados con ellos, y como una valiosa y, a veces, entretenida referencia para los profesionales financieros.

### Ideas fundamentales

- Los fondos de cobertura adoptan un enfoque más flexible para el comercio que otros instrumentos de inversión.
- Para minimizar el riesgo, los fondos de cobertura a menudo tienen posiciones de mercado tanto a largo como a corto plazo.
- Muchos fondos de cobertura están diseñados para beneficiarse de los precios distorsionados de acciones y otros activos.
- Los fondos de cobertura tienen un propósito económico, pues desalientan las tendencias irracionales de precios de inversiones.
- Los pioneros de este campo incluyen a Alfred Winslow Jones, quien creó el primer fondo de cobertura en 1949 y se convirtió en líder del sector.
- George Soros logró tener fortuna y notoriedad al apostar contra la libra esterlina.
- Paul Tudor Jones II tuvo enormes ganancias al comprar bonos cuando se desplomaron las acciones en 1987.
- El fracaso en 1998 del fondo de cobertura Long-Term Capital Management amenazó al sistema financiero.
- Algunos fondos de cobertura fracasaron por la caída de la industria hipotecaria que comenzó en el 2007, pero ninguno requirió un rescate financiado con impuestos.
- Sólo los fondos de cobertura más grandes requieren estricta regulación del gobierno.

### Resumen

#### El inicio de los fondos de cobertura

El primer administrador de fondos de cobertura, Alfred Winslow Jones, fue un líder insólito en la innovación financiera. Se graduó de Harvard y se embarcó en una gira alrededor del mundo como encargado de la contabilidad en un barco carguero. Después de un tiempo como comprador de exportaciones y estadístico de una empresa de inversiones, se integró al Departamento de Estado de EE.UU., donde le asignaron un puesto en Berlín en 1930. Su corto matrimonio con una “activista antinazi de izquierda” y su participación en la Organización Leninista forzaron su renuncia al Departamento de Estado. Regresó a EE.UU. en 1934, pero se mantuvo al tanto de la “izquierda alemana” y quizá también estuvo “involucrado en la inteligencia de EE.UU.”. Preocupado de que una histeria política como el movimiento nazi pudiera deshacer incluso a su propio país, Jones escribió una oda a la democracia estadounidense. Su libro y tesis doctoral de 1941 *Life, Liberty and Property* lo llevó al periodismo. Después de que *Fortune* publicó una versión resumida, Jones empezó a escribir artículos para la revista, incluido un importante ensayo que

criticaba las estrategias de inversión que seguían siendo intransigentes e inamovibles frente a las condiciones cambiantes del mercado. Su atención se desplazó gradualmente a las inversiones. En 1949, cuatro amigos invirtieron US\$60.000 con Jones, quien agregó US\$40.000 y empezó el primer fondo de cobertura. Lo llamó “de cobertura” porque manejaba el riesgo compensando posiciones largas con cortas en las inversiones de valores. En aproximadamente 20 años, obtuvo un rendimiento acumulado de casi 5.000%, uno de los mejores en la historia de esos fondos. Su estilo innovador socavó la suposición general de que se obtiene mayor rendimiento si se corre un mayor riesgo. En comparación con los administradores de inversiones tradicionales que nunca cubrieron sus apuestas, Jones realmente tuvo mayores rendimientos al correr riesgos menores.

## ¿Por qué son diferentes los fondos de cobertura?

Los fondos de cobertura tienen más flexibilidad que otros fondos de inversión. Los de renta variable compran acciones de crecimiento a largo plazo y mitigan los riesgos con la diversificación de la cartera, en cambio los de cobertura a menudo manejan el riesgo al tomar simultáneamente posiciones largas y cortas en el mercado. Tienen posiciones largas cuando compran activos por su apreciación, y se protegen contra el riesgo de depreciación mediante posiciones cortas que generan utilidades cuando cae el precio del activo subyacente. En una venta corta exitosa, por ejemplo, un inversionista toma prestada una acción de US\$10 de un corredor de valores, la vende, después la vuelve a comprar cuando el precio baja a US\$7, regresa la acción y se embolsa los US\$3 de la baja como utilidad. Los fondos de cobertura aplican esa técnica a otros activos, desde acciones y bonos hasta futuros y opciones. Los fondos de inversión, por el contrario, a menudo se limitan a un tipo de activos, como acciones o bonos. El apalancamiento es otra característica distintiva de los fondos de cobertura: Tratan de maximizar utilidades al invertir con dinero prestado. A diferencia de otros profesionales en inversiones, los administradores de fondos de cobertura tienden a invertir su propio dinero, así como el de sus clientes, en los fondos que manejan. Su meta es tener resultados de inversión que superen el rendimiento de indicadores generales del mercado, como el índice Standard & Poor’s de 500 acciones. En el argot de administradores de dinero, al rendimiento de la inversión en el mercado general se le llama “beta”. La misión principal de los fondos de cobertura es tener un mayor rendimiento que beta, llamado “alfa”.

## El comportamiento contrario de los administradores de fondos de cobertura

Los administradores de fondos de cobertura tienden a tomar posiciones de inversión contrarias a las ideas financieras tradicionales; por ejemplo, Julian Robertson dudaba de los valores declarados por las empresas, por lo que hacía frecuentes ventas cortas. Abrió Tiger Management en 1980 y su mezcla de escepticismo y habilidad en la selección de acciones recompensó bien a los inversionistas. Obtuvieron un rendimiento anual promedio del 31.7%, después de comisiones, durante su notable dirección de 1980 a 1998.

“Los fondos de cobertura son medios para la gente solitaria e inconforme, para individualistas cuyas ambiciones son demasiado grandes para encajar en las instituciones financieras establecidas”.

La teoría del mercado eficiente dice que el precio de una acción, si cambia, lo hará de inmediato para reflejar nueva información importante. Muchos refutan esa idea. Michael Steinhardt, que sólo tuvo cuatro años de pérdidas de los 28 como administrador de fondos de cobertura, basaba menos su inversión en valores de crecimiento a largo plazo que en las necesidades a corto plazo de los grandes inversionistas para comprar o vender. En su opinión, la teoría del mercado eficiente funciona gradual y no rápidamente. Los precios a largo plazo se estabilizan en niveles racionales, pero a corto plazo pueden distorsionarse y presentar oportunidades de inversión. De hecho, los fondos de cobertura suelen mostrar una contradicción interna. Los administradores pueden tomar directamente distintas posiciones de inversión, día a día, de acuerdo con las condiciones, y cambiar rápidamente la composición de sus fondos. Paul Tudor Jones II es legendario porque hizo una fortuna durante la caída del mercado bursátil el lunes negro (19 de octubre) de 1987, cuando el índice Dow Jones cayó 22.6%. Su empresa, Tudor Investments, recibió entre US\$80 millones y US\$100 millones en utilidades al hacer una venta corta de futuros, es decir, al apostar que se caería el mercado de futuros la semana anterior al colapso de valores de renta variable. Tras el colapso, Jones compró bonos, que se apreciaron después de que la Reserva Federal relajó la política monetaria para tranquilizar a los inversores, tal como él lo había predicho. El movimiento de los precios impulsaba las decisiones de Jones para comprar o vender y cuánto. Su estilo de administrar los fondos reflejaba su experiencia en la matemáticamente intensiva profesión del comercio de productos básicos. Trabajó en la Bolsa de Algodón de Nueva York, de donde salió para iniciar Tudor Investments en 1983. Su desempeño como “surfista de tendencias” del mercado de valores es uno de los mejores.

## Explotación de las anomalías de precios

El movimiento de los precios no siempre tiene una dirección racional. En el corto plazo, los inversores que se equivocan pueden llevar el valor de mercado de un activo lejos de su verdadero valor. Pero normalmente, en algún punto de inflexión, termina una tendencia irracional y empieza una racional. George Soros, un genio para identificar esos puntos de inflexión de precios, se convirtió en una leyenda de los fondos de cobertura al identificar acontecimientos que anunciaban reveses de las tendencias irracionales de precios.

“El cataclismo ha demostrado que el sistema financiero está quebrado, pero no ha realmente demostrado que los fondos de cobertura sean el problema”.

Poco parecía ser racional en la infancia traumática de Soros. Nació en Budapest, Hungría, en el seno de una familia judía acomodada; sobrevivió a la ocupación militar nazi haciéndose pasar por cristiano y ocultándose. Tenía apenas 17 años cuando se mudó solo a Londres en 1947. Se graduó de la London School of Economics con calificaciones mediocres y se trasladó a Nueva York, donde empezó su carrera en Wall Street en 1956. Soros basa su estilo en lo que él llama “reflexividad” o la propensión de los inversores confundidos a fijar precios erróneos a los activos. En su opinión, los inversores no entienden perfectamente la realidad y la distorsionan mediante acciones equivocadas. El fondo de cobertura de Soros también tuvo grandes pérdidas (unos US\$200 millones, sobre todo en inversiones de capital) debido al crac de octubre de 1987. Pero unas semanas más tarde, obtuvo grandes utilidades con ventas cortas de dólares de EE.UU., ya que apostó correctamente que se depreciaría frente a otras monedas a medida que se relajaba la política monetaria. Su principal medio de inversión, el Quantum Fund, terminó 1987 con un rendimiento anual del 13%.

## La ruina de la libra esterlina

Otro admirable administrador de fondos de cobertura, Stanley Druckenmiller, empezó su trayectoria como analista de valores en un banco, previó la crisis, reconstituyó su cartera, y en aquel lunes negro tuvo menos pérdidas que Soros. En 1988, se unió a Soros Fund Management. Ambos eran expertos en el arte de

seleccionar acciones para comprar y vender, y no les afectaba el pequeño rendimiento que ofrecía ese estilo de inversión. Compartían una visión de las ganancias de activos con precios equivocados y sus apuestas exitosas revelaron que los fondos de cobertura podían influir no sólo en empresas e industrias, sino en gobiernos nacionales y bancos centrales.

“Los críticos de los fondos de cobertura siguieron preocupándose de que esos monstruos apalancados pudieran avivar fuegos sistémicos – después de todo, Long-Term Capital lo había hecho”.

El masivo ataque a la libra esterlina en 1992 fue una de sus victorias más notables. En esos tiempos anteriores al euro, los gobiernos europeos compartían un mecanismo de tipos de cambio que permitía que las tasas de divisas fluctuaran dentro de rangos preestablecidos. La libra se depreció después de que el banco central alemán aumentó las tasas de interés. Eso presionó al Banco de Inglaterra a hacer lo mismo pero, como bien anticiparon Soros y Druckenmiller, el Banco de Inglaterra se negó a subir las tasas de interés para defender el valor de la libra. Soros Fund Management se benefició al vender libras esterlinas a precios dentro del mecanismo oficial de tipos de cambio y comprar marcos alemanes. A menudo, la entidad que compraba las libras de Soros era el propio Banco de Inglaterra, pues tenía la obligación ilimitada de comprar libras que ofrecieran los vendedores. Cuando el Banco de Inglaterra anunció que había pedido prestados US\$14 mil millones para comprar libras y mantener su valor, Soros y Druckenmiller vieron que era aproximadamente la misma cantidad que querían vender y representaban sólo a una empresa. Otros fondos de cobertura también hicieron grandes apuestas contra la libra. El gobierno británico finalmente se rindió, sacó la libra del mecanismo europeo de tipos de cambio y el equipo de Soros se embolsó más de US\$1 mil millones en ganancias.

## ¿Demasiado grandes para fracasar?

Un fondo de cobertura condenado al fracaso, Long-Term Capital Management (LTCM), era considerado un líder para cuantificar riesgos. Abrió en 1994 y contrató profesionales con estudios avanzados y conocimientos expertos para detectar pequeñas distorsiones en los precios y capitalizarlas, y a la vez cubrirse con precisión numérica contra los riesgos de movimientos desfavorables de precios. Con un aumento esteroideal de apalancamiento, LTCM registró un rendimiento anual del 19.9% en los últimos 10 meses de 1994, 42.8% en 1995 y 40.8% en 1996. Su impresionante desempeño ayudó a atraer más clientes y a acumular más activos. Para cuando quebró en 1998, tenía activos valuados en US\$120 mil millones. Las autoridades monetarias vieron su fracaso como un riesgo sistémico, por lo que un alto funcionario de la Reserva Federal de Nueva York negoció un acuerdo entre 11 instituciones financieras importantes para contribuir con US\$3.65 mil millones y liquidar ordenadamente LTCM, en vez de permitir un cierre repentino. Una razón del colapso fue su incapacidad de liquidar activos con suficiente rapidez para cumplir con la regulación de las cuentas de margen de los corredores que le habían prestado dinero. Muchos fondos que lo imitaron hicieron las mismas inversiones y con ello crearon el denominado “comercio de multitudes” que complicó los esfuerzos de LTCM por liquidar sus posiciones. Los administradores del fondo cuantificaron el riesgo de cambios de precios, pero no analizaron a fondo los riesgos de liquidez, es decir, la posibilidad de que nadie se ofrecería a comprar ciertas clases de activos. El fracaso de LTCM enfatiza la necesidad de una regulación estricta, pero sólo para los fondos gigantescos. Más que el colapso de cualquier otro fondo de cobertura, esta quiebra amenazó de caos a todo el sistema financiero global. Pero no todos los fondos de cobertura necesitan una regulación más estricta. Pocos son demasiado grandes para fracasar o tan importantes que sería mejor que el gobierno los rescatara que dejarlos quebrar.

“Cuando los fondos de cobertura dejen de ser suficientemente pequeños para fracasar, se justificará la regulación”.

Considere lo que pasó con los fondos de cobertura cuando se colapsaron los valores hipotecarios y se vino una oleada de ejecuciones hipotecarias que provocó la recesión de EE.UU. que empezó en el 2007. Algunos administradores de fondos de cobertura tuvieron rendimientos espectaculares, como John Paulson, graduado de la Escuela de Negocios de Harvard y especialista de fusiones y adquisiciones en Bear Stearns. Su fondo compró una gran cantidad de seguros de títulos respaldados por hipotecas y generó utilidades cuando fracasaron las hipotecas subyacentes. Aunque desaparecieron algunos fondos de cobertura mal administrados durante la crisis del mercado hipotecario, ninguno de ellos usó dinero proveniente de impuestos. Los rescates gubernamentales de bancos importantes han alentado que se corran riesgos excesivos en esas instituciones supuestamente más seguras. Permitir que la mayoría de los fondos de cobertura opere sin restricciones puede ser la mejor opción contra conductas riesgosas en el sector bancario.

## Sobre el autor

**Sebastian Mallaby**, miembro del Consejo de Relaciones Exteriores y columnista del *Washington Post*, solía escribir sobre finanzas internacionales en *The Economist*. También escribió *The World's Banker* y *After Apartheid*.

---

---