

CITADEL: EL MEJOR HEDGE FUND DE LA HISTORIA

El fondo de inversión privado más exitoso del año 2022 también destaca por su secretismo. En este artículo, Daniel aporta más detalle sobre el desempeño histórico de Citadel, sus estrategias de inversión (y cómo acceder a ellas), así como un análisis crítico a las acusaciones de conflicto de interés en contra del grupo Citadel a raíz del caso Gamestop.

Daniel Urdaneta, CFA

2022: Año de récords

El 2022 fue un año difícil para la industria de las administradoras de fondos. Con pérdidas de dos dígitos en todas las clases de activos, y salidas de capital a lo largo de la industria (y especialmente en los hedge funds¹), un fondo hizo historia.

Citadel logró el “mejor *trade* de la historia”, al generar USD 16 mil millones en ganancias netas para sus inversionistas, opacando el récord previo para un hedge fund, que ostentaba el fondo de John Paulson (que obtuvo una ganancia neta de USD 15 mil millones en 2007 apostando en contra de derivados sobre hipotecas *subprime*)².

El desempeño en 2022 llevó a Citadel a totalizar ganancias por USD 65,9 mil millones desde su lanzamiento en 1990, lo que lo ubica en primer lugar de la historia, y superando por más de 10 mil millones al segundo lugar (el fondo Bridgewater de Ray Dalio, que había estado en el primer puesto desde 2015) (ver Tabla 1 a continuación).

Tabla 1: Los mejores 10 hedge funds de la historia

Hedge Fund	Estrategia principal	AUM	Retorno desde inicio	Retorno en 2022	Inicio
Citadel	Multi-estrategia	62,3	65,9	16	1990
Bridgewater	Macro	80,6	58,4	6,2	1975
D.E. Shaw	Multi-estrategia	43,2	51,9	8,2	1988
Milennium	Renta variable (long/short)	60,0	50,4	8	1989
Soros Fund Management	Macro	N/A	43,9	N/A	1973
Elliott	Multi-estrategia	55,0	42,1	2,8	1977
Viking	Renta variable (long)	37,0	35,0	-3	1999
Baupost	Renta variable (long)	25,0	33,2	-1,5	1983
Farallon	Multi-estrategia	39,0	33,1	0,5	1987

¹ Un *hedge fund* es un vehículo de inversión privado que, por sus características, se diferencia de los fondos mutuos tradicionales en: 1) un mandato de inversión más amplio y de gestión activa; 2) sus clientes se limitan personas de alta renta o institucionales; y 3) su estructura tarifaria es generalmente más alta que las inversiones pasivas (la estructura típica es el 2/20: 2% de comisión anual sobre activos, y 20% de comisión sobre rentabilidades). Ver más información en: <https://www.investopedia.com/terms/h/hedgefund.asp>.

² El *trade* de John Paulson en 2007 consistió en adquirir posiciones cortas en los tramos senior de CDOs sobre hipotecas *subprime* (un

derivado que consiste en un “paquete” de bonos hipotecarios de riesgo BBB o peor, pero que se empaqueta en un “senior” de riesgo AAA, y otros tramos con creciente riesgo y rendimiento). Sus apuestas generaron rentabilidades meses antes de la crisis financiera de 2008. Ver más detalle en el libro “*The Greatest Trade Ever*” de Gregory Zuckerman (<https://www.goodreads.com/book/show/6986632-the-greatest-trade-ever>).

Appaloosa	Renta variable, crédito	14,0	32,3	1,6	1993
-----------	-------------------------	------	------	-----	------

Notas: Montos en miles de millones de USD. Links a los sitios web oficiales disponibles al hacer clic al nombre de cada fondo. Soros Fund Management es una *family office* y está cerrado a capital de terceros desde 2011, por lo que no hay información sobre AUM o retornos en 2022. Los fondos multiestrategia típicamente consisten en varios sub-fondos con estrategias de inversión no correlacionadas con el mercado (e.g., arbitraje estadístico, trading cuantitativo, arbitraje de estructura de capital, *long/short* de renta variable, etc.) con equipos dedicados a cada sub-fondo. Los fondos 'Macro' generalmente toman posiciones concentradas en renta fija, renta variable, *commodities* o FX con base en modelos macroeconómicos. Los fondos de renta variable pueden invertir en acciones públicas, *private equity* y/o instrumentos de deuda (ocasionalmente). Appaloosa nació como un fondo de crédito *distressed* y ha transitado hacia una estrategia de renta variable tradicional. Fuente: LCH Investments NV (reproducción de cuadro por The Deep Dive, disponible en: <https://thedeepdive.ca/citadel-earns-16-billion-in-2022-breaks-record-for-annual-hedge-fund-gains/>).

De este modo, Citadel se sitúa a la cabeza de un selecto club de especialistas que cada vez se distancian más del resto de la industria de los *hedge funds*, caracterizada en años recientes por un desempeño promedio inferior al mercado, fugas de capital y una creciente competencia de los ETFs y fondos mutuos de bajo costo³.

El secreto: Multi-estrategia

El *hedge fund* de Citadel consiste en 5 divisiones independientes, cada una atada a una estrategia activa:

- **Commodities:** Realizan análisis de los fundamentos de las materias primas, y expresan su visión por medio de posiciones largas y cortas en derivados, compra/venta física, y financiamiento a empresas del sector.
- **Crédito & convertibles:** Invierten en bonos corporativos, convertibles, derivados de crédito, notas estructuradas y préstamos bancarios. Su equipo se duplicó entre 2020 y 2022 e incorporaron nuevas estrategias basadas en modelos cuantitativos.
- **Renta Variable:** El departamento de mayor antigüedad, realizan estrategias "neutrales al mercado" (i.e., posiciones largas y cortas) a partir de análisis fundamental, y frecuentes entrevistas con las compañías en que invierten.

³ Ver más información en Reuters, "*Hedge funds set to mark worst returns in 14 years*" (29 de diciembre de 2022, ver: <https://www.reuters.com/markets/hedge-funds-set-mark-worst-returns-14-years-2022-12-29/>) y JA McCahery, "*The Lost Decade for Hedge Funds: Three Threats*" (diciembre de 2019, ver: https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/finalmccaheryderoode_0.pdf).

- **Renta fija & Macro:** Este departamento toma posiciones macro o de valor relativo en instrumentos de tasas de interés, FX y crédito soberano a partir de modelos cuantitativos y teoría macroeconómica.
- **Estrategias cuantitativas:** El departamento más joven y de mayor crecimiento en los últimos años, se especializa en la ejecución de estrategias algorítmicas en acciones, futuros, renta fija y FX. En esta división, el 60% de los analistas poseen un PhD.

Este modelo de fondos multiestrategia es uno de los segmentos de mayor crecimiento en años recientes en la industria de los *hedge funds*. En 2022, según un informe de la filial de Nasdaq Evestment⁴, los fondos multiestrategia tuvieron entradas netas de capital (por USD 5.840 millones), el único segmento con flujos positivos además de *managed futures*⁵ (USD 6.240 millones); y con USD 654 mil millones en activos administrados, los fondos multiestrategia cerraron el 2022 como el segundo principal grupo del mercado, detrás de los fondos de renta variable (USD 681 mil millones; ver Tabla 2 a continuación).

Tabla 2: Flujos de fondos en hedge funds a nivel global, por tipo de fondo y por estrategia principal

⁴ Ver Evestment "*Hedge Fund Industry Asset Flow Report | December and full year 2022*" (25 de enero de 2023), disponible en: https://bit.ly/evestment_hf_2022.

⁵ Se refiere a portafolios de contratos de futuros, que pueden seguir estrategias "neutrales al mercado" (e.g., arbitraje estadístico) o direccionales (típicamente estrategias de *momentum* que siguen la tendencia de corto plazo del mercado). Ver más información en: <https://www.investopedia.com/terms/m/managed-futures.asp>

	Dec	YTD 2022	2021	2020	Est. AUM
All Hedge Funds	(\$27.33)	(\$111.34)	\$13.92	(\$59.32)	\$3,382.81
Fixed Income/Credit	(\$0.44)	(\$42.90)	(\$36.34)	(\$27.01)	\$930.22
Commodities	(\$1.09)	(\$4.92)	\$10.31	\$3.35	\$120.77
Equity	(\$7.61)	(\$26.91)	\$8.57	\$5.48	\$1,135.22
Multi-Asset	(\$18.20)	(\$33.26)	\$31.33	(\$41.08)	\$1,256.20
Primary Strategy	Dec	YTD 2022	2021	2020	Est. AUM
Convertible Arbitrage	(\$0.59)	(\$0.46)	\$2.53	\$1.62	\$66.51
Distressed	(\$0.60)	(\$4.19)	(\$2.24)	(\$2.39)	\$230.74
Directional Credit	(\$1.22)	(\$26.64)	(\$11.97)	(\$18.78)	\$119.82
Relative Value Credit	(\$1.23)	(\$4.90)	\$0.84	(\$5.64)	\$230.95
Market Neutral Equity	(\$1.30)	(\$0.52)	\$2.78	\$2.73	\$84.37
Macro	(\$1.89)	(\$30.55)	(\$5.07)	(\$14.10)	\$224.11
Event Driven	(\$2.67)	(\$6.99)	\$3.73	\$3.94	\$572.43
Managed Futures	(\$3.55)	\$6.24	\$12.98	(\$8.99)	\$197.61
Long/Short Equity	(\$4.73)	(\$37.62)	(\$16.48)	(\$15.03)	\$681.83
Multi-Strategy	(\$7.25)	\$5.84	\$23.17	(\$2.37)	\$654.28

Fuente: Evestment "Hedge Fund Industry Asset Flow Report | December and full year 2022".

Dudas sobre Citadel Securities y posible conflicto de interés

Existe una duda razonable sobre si el desempeño superior de los fondos administrados por Citadel guarda alguna relación con el rol del grupo Citadel en el mercado de intermediación financiera. Si bien no existe certeza sobre la estructura corporativa del grupo (Citadel es una empresa de capital privado), una investigación de la asociación sin fines de lucro *Better Markets* identificó que el CEO y fundador de Citadel, Ken Griffin, es accionista controlador de la empresa matriz Citadel Enterprise Americas, LLC, y a través de ésta controla dos filiales operativas: el *hedge fund* (Citadel Advisors) y la corredora mayorista o *market maker* (Citadel Securities)⁶.

Esta situación podría resultar en un potencial conflicto de interés si la operación de ambas empresas estuviera coordinada. Por ejemplo, si el *hedge fund* tuviera acceso

⁶ Fuente: ONG Better Markets "What You Need to Know About Citadel's Role in the Robinhood and the GameStop Saga" (16 de febrero de 2021), disponible en: https://www.bettermarkets.org/sites/default/files/documents/Better_Markets_Citadel_Role_in_GameStop_02-16-2021.pdf.

⁷ A modo ejemplar, ver este artículo en el foro r/StockMarket de Reddit de 2021: https://www.reddit.com/r/StockMarket/comments/lkbi3w/long_read_an_overview_of_massive_conflicts_of/

⁸ Ver testimonio de Ken Griffin del 18 de febrero de 2021 en: [https://www.washingtonpost.com/context/testimony-of-kenneth-c-](https://www.washingtonpost.com/context/testimony-of-kenneth-c-griffin-founder-and-ceo-of-citadel/e09baeb5-f7bf-4d85-a0c7-e47017472285/)

a la información de transacciones del *market maker* en tiempo real, el equipo de estrategias cuantitativas podría explotar esta asimetría de información para arbitrar precios en el corto plazo, y generar rentabilidades no correlacionadas con el mercado, a costa de los inversionistas más "lentos" o peor informados. Los fondos de Citadel también podrían generar predicciones superiores sobre el comportamiento del mercado, al poseer acceso a datos de mejor calidad sobre los flujos que mueven los precios de los activos a través de la corredora. En ausencia de regulaciones que impiden este tipo de conductas, esta decisión sería óptima para el grupo Citadel.

No obstante, es importante destacar que no hay evidencia seria de que exista traspaso de información sensible entre las entidades del grupo Citadel (o conflicto de intereses, dicho sea de paso). Los principales alegatos contra el grupo son de naturaleza especulativa y provienen de inversionistas *retail*, luego de que el *hedge fund* de Citadel prestara un financiamiento de emergencia a Melvin Capital en febrero de 2021 en el marco del caso Gamestop⁷. Tras meses de investigaciones y declaraciones en el parlamento⁸, la SEC y otros reguladores del sector financiero de los Estados Unidos decidieron no tomar medidas con respecto control conjunto del *hedge fund* y el *market maker* por parte de Ken Griffin. Por ahora, sin evidencia de conflicto de intereses que podría perjudicar a otros inversionistas, los *hedge funds* de Citadel están posicionados para seguir liderando la industria, en paralelo a la creciente dominancia de Citadel Securities como *market maker*⁹.

¿Se puede invertir en Citadel?

En teoría, los fondos de Citadel están abiertos al público. No obstante, hay varios temas a considerar, que en la práctica reducen el universo de posibles inversionistas a sólo individuos de alta renta o instituciones¹⁰:

- Monto mínimo de inversión: USD 10 millones por cuenta.

[griffin-founder-and-ceo-of-citadel/e09baeb5-f7bf-4d85-a0c7-e47017472285/](https://www.washingtonpost.com/context/testimony-of-kenneth-c-griffin-founder-and-ceo-of-citadel/e09baeb5-f7bf-4d85-a0c7-e47017472285/).

⁹ Al respecto, ver Risk magazine, "Flow market-maker of the year: Citadel Securities" (1 marzo 2022), disponible en: <https://www.risk.net/derivatives/7934291/flow-market-maker-of-the-year-citadel-securities>

¹⁰ Esta sección se apoya en un informe del portal de información financiera *Smartasset* sobre Citadel, disponible en: <https://smartasset.com/financial-advisor/citadel-advisors-review>.

- Estructura de inversión compleja: 17 fondos distintos, cada uno con distintos esquemas de comisiones variables y tratamiento impositivo. Podrían existir diferencias de rentabilidad neta entre fondos (no hay fuentes públicas para confirmar o desmentir esto).
- 1% de comisión sobre activos netos, más comisiones por desempeño.
- Las inversiones en *hedge funds* son idóneas solamente para individuos con alta tolerancia y capacidad de tomar riesgos. Poseen poca liquidez (generalmente sólo se pueden hacer retiros cada trimestre), y al no tener un mandato de inversión de seguir a los principales índices, existe mayor incertidumbre sobre sus rentabilidades.

Además, y si bien el panorama general parece propicio para que Citadel continúe su tendencia de retornos líderes en la industria, es necesario considerar que los retornos pasados no son garantía del desempeño futuro, y el desempeño del fondo podría revertirse en el futuro inmediato.