

TRADING CERO COMISIONES : LO BUENO, LO MALO Y LO FEO

La plataforma de trading emergente *Robinhood* cambió el modelo de negocios de las corredoras de bolsa para siempre. Aquí les explicamos qué significan estos cambios - tanto los positivos, como los potencialmente dañinos - para los inversionistas *retail*

Por Daniel Urdaneta, CFA (Twitter: [Dauz_ucv](#))

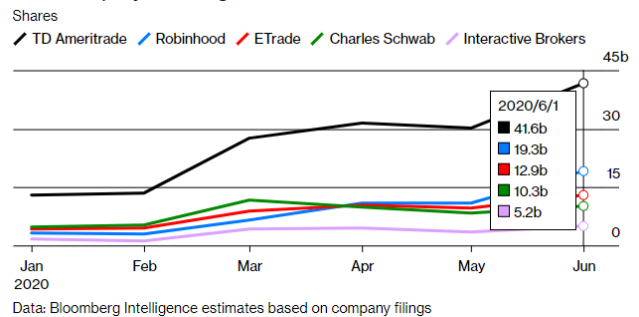
Robinhood nació en 2013 como el sueño de dos estudiantes de la Universidad de Stanford - Vlad Tenev y Baiju Bhatt - de transformar la industria financiera. Luego de trabajar por 3 años desarrollando algoritmos de *high frequency trading* y análisis de microestructura de mercados, sus fundadores descubrieron una oportunidad de negocios que ninguna corredora de bolsa había identificado antes: vender el flujo de órdenes de sus clientes al mejor postor, o *payment for order flow*

La plataforma de Tenev y Bhatt no es muy distinta al modelo de negocios de Twitter, Facebook o Google. A simple vista, *Robinhood* es una *app* moderna y amigable - para atraer al público joven, típicamente no atendido por las grandes corredoras de bolsa y que representa 80% de sus 13 millones de clientes en los EEUU a septiembre de 2020, según un reporte de [Bloomberg](#).

Detrás de la interfaz llamativa está un mercado de dos lados: *Robinhood* ofrece los típicos servicios de compra-venta de acciones (y, desde hace un par de años, opciones y otros derivados más exóticos) a sus clientes finales sin comisiones; por otro lado, la compañía vende las órdenes de sus clientes a firmas de *high frequency trading* como [Citadel Securities](#), que son capaces de intermediar este flujo de forma rentable por medio de estrategias de arbitraje (específicamente, *latency arbitrage* y *cross-market arbitrage*). *Robinhood* también genera rentabilidad a través de préstamos de margen (al 5%, financiados con depósitos de otros clientes), venta de datos de mercado y suscripciones *premium*, pero el *payment for order flow* históricamente ha representado su principal fuente de ingresos y una ventaja competitiva decisiva.

Los resultados hablan por sí mismos: para junio de 2020, *Robinhood* representó la segunda corredora de bolsa *retail* con mayor flujo de órdenes en los EEUU (\$19.000mm), sólo superada por TD Ameritrade (con \$41.600mm).

Retail Equity Trading Volume



Fuente: [Bloomberg](#)

Más aún, todas las principales casas de bolsa recortaron sus comisiones de *trading* y copiaron el modelo de *payment for order flow*, con cada vez más alternativas disponibles ([¿Alguna vez les ha salido la publicidad de eToro con Alec Baldwin?](#)). Todo esto ha traído cambios sísmicos en la estructura de los mercados y, más importante, ha aumentado el protagonismo de los inversionistas *retail* jóvenes en el corazón de *Robinhood*.

Lo bueno: menores costos de transacción

La reducción en los costos de transacción es una noticia estupenda para los inversionistas *retail*. No sólo permite generar mayores ganancias a largo plazo; también permite operar de forma rentable estrategias de corto plazo que serían inviables con comisiones de entrada y de salida.

Un artículo del [Financial Times](#) ofrece un argumento interesante a favor del modelo de *payment for order flow*. En la era de robots que operan en nanosegundos, y bolsas dispuestas a ofrecer pagos por liquidez a los inversionistas “lentos” ([liquidity rebates](#)), una corredora que acumule el flujo de miles de inversionistas pequeños para su venta al mayor, tiene mayor poder de negociación contra los grandes intermediarios bursátiles. Éstos, brutalmente eficientes a la hora de ejecutar órdenes, pueden operar rentablemente con *spreads* de un centavo (o menos) distribuidos en millones de órdenes cada día, por lo que están incentivados a competir por ese flujo y ofrecer pagos por éste. Todos ganan, al parecer.

Lo malo: potencial conflicto de interés

Existe un potencial conflicto de intereses si los incentivos de la corredora de bolsa no están alineados con sus clientes. Esto puede ocurrir cuando la corredora decide vender el flujo a los intermediarios dispuestos a pagar comisiones más altas, en lugar de aquellos que garanticen la mejor ejecución para los inversionistas finales.

Este comportamiento es ilegal en la jurisprudencia mundial - y una violación a los estándares de ética de CFA Institute - y [una investigación de FINRA](#) desembocó en una multa de \$1.250.000 contra *Robinhood* en diciembre de 2019, luego de que el regulador descubriera que la firma no efectuaba una revisión exhaustiva de la calidad de ejecución de sus *trades*, en perjuicio de sus clientes.

Otro problema de fondo no es causado por el modelo de *payment for order flow*, pero éste sin duda lo empeora: la reducción en la liquidez “real” en los mercados bursátiles acentuada tras la crisis financiera de 2008, entre otros problemas cubiertos en [este reporte de CNBC](#). Los *high-frequency traders* están diseñados para “apagarse” en momentos de alta volatilidad (puesto que sus estrategias de intermediación no funcionan en este entorno), lo que en ocasiones pasadas ha desembocado en [eventos de inestabilidad financiera](#), como el [Flash Crash de 2010](#).

Lo feo: comportamiento adictivo

Si bien la reducción en los costos de transacción puede traer beneficios para los inversionistas racionales, también puede fomentar la toma de riesgos excesivos, especialmente cuando las plataformas incentivan a sus usuarios con “empujones” [conductuales](#) - como un mensaje de celebración en la *app* cada vez que cierras un *trade* con ganancia, o una acción de regalo elegida al azar cada vez que invitas a un amigo a abrirse una cuenta en *Robinhood*.

Estas aplicaciones, al igual que las redes sociales, están diseñadas para maximizar la participación del usuario - y que opere más de lo óptimo para su perfil de riesgo - haciendo [la especulación bursátil más adictiva](#).

Esta combinación de *trades* sin costo y al alcance del celular puede ser letal cuando se trata de clientes jóvenes sin experiencia en los mercados. Este fue el caso de [Alexander Kearns](#), un estudiante universitario de Nebraska que se suicidó en junio de 2020 al ver un balance negativo de más de 700 mil dólares en su cuenta - resultado de una operación compleja con opciones que no había terminado de liquidarse, y por ende reflejaba un déficit de capital enorme pero transitorio.

Como conclusión, si bien el auge de las plataformas cero comisiones han mejorado el acceso de millones de personas a los mercados financieros y han aumentado la competencia en un servicio típicamente costoso para el público *retail*, existen efectos colaterales que deben ser tomados en cuenta y nuevos desafíos para la regulación financiera, especialmente en las aguas turbias del *high-frequency trading* y la responsabilidad fiduciaria de estas plataformas, dirigidas a un público incapaz de entender todos los riesgos.

Además, no existen almuerzos gratis - y si no estamos pagando por el producto, quizás vale la pena preguntarse: ¿Seremos nosotros el producto?