



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
ICADE

¿Sigue el crecimiento empresarial al alcance del inversor minorista? El auge del capital riesgo, el declive de las OPIs y la transformación de los mercados de capitales en Estados Unidos

Autora: Marta Ruiz-Labourdette Amiguetti
Directora: Karin Martin Bujack

MADRID | Junio 2026

Índice

Resumen	i
Abstract.....	ii
1. Introducción.....	1
2. Objetivos.....	4
3. Metodología.....	6
4. Marco teórico.....	7
4.1 El diseño del mercado bursátil estadounidense	7
4.1.1 La respuesta regulatoria a la crisis del 29	7
4.1.2 Las consecuencias no previstas	8
4.2 El nacimiento y la expansión del capital privado como modelo alternativo	11
4.2.1 La innovación organizativa: la sociedad comanditaria.....	11
4.2.2 Los impulsores regulatorios: ERISA 1979 y NSMIA 1996	13
4.3 La ruptura del ciclo tradicional de financiación empresarial	14
4.3.1 El ciclo clásico del capital riesgo	14
4.3.2 La evidencia empírica del declive de las OPIs	16
4.3.3 La decisión estratégica de permanecer privado	18
4.4 El mercado bursátil en el nuevo contexto.....	19
4.4.1 El auge de la inversión pasiva	19
4.4.2 El arbitraje de latencia	20
4.5 El inversor minorista: acceso restringido al crecimiento empresarial.....	22
4.5.1 La redistribución asimétrica del acceso al crecimiento empresarial	22
4.5.2 La paradoja del inversor protegido pero excluido	22
5. Análisis crítico de la literatura revisada	24
5.1 Tensiones en la literatura	24
5.2 Puntos de convergencia	26
6. Conclusiones.....	28
7. Limitaciones del trabajo	30

8. Líneas futuras de investigación	32
Declaración uso de la IA	34
Referencias	36
Anexo: diseño y resultados parciales del análisis empírico por cohortes.....	39
A.1. Objetivo y alcance del análisis empírico	39
A.2. Fuente de datos y procedimiento de extracción.....	39
A.3. Resultados por cohorte	40
A.4. Fases del análisis pendientes de completar.....	41

Resumen

El auge del capital privado y, en concreto, del capital riesgo ha transformado el acceso al crecimiento empresarial en Estados Unidos. Muchas *startups* de alto crecimiento permanecen privadas durante más tiempo y retrasan, o incluso evitan, su salida a bolsa. Como consecuencia, una parte relevante de la creación de valor se produce antes de que estas empresas lleguen al mercado público.

Esta transformación afecta especialmente al inversor minorista. Aunque la regulación busca protegerlo limitando su acceso a mercados privados más opacos, el resultado es que queda fuera de una fase importante del crecimiento empresarial. Cuando finalmente puede invertir en estas compañías a través de la bolsa, muchas de ellas ya han alcanzado una etapa más madura y gran parte de su potencial de revalorización ha sido capturado por inversores institucionales o acreditados.

A partir de una revisión crítica de la literatura académica, este trabajo analiza la evolución del mercado bursátil estadounidense, la expansión *del private equity*, el declive relativo de las OPIs y las consecuencias de estos cambios para el inversor minorista. La conclusión principal es que el inversor minorista no ha desaparecido del mercado de capitales, pero participa cada vez más tarde y en peores condiciones en el crecimiento de las empresas con mayor potencial.

Palabras clave: capital riesgo; *private equity*; OPIs; mercado privado; mercado bursátil; inversor minorista; *startups*; crecimiento empresarial.

Abstract

The rise of private capital and, more specifically, venture capital has transformed access to corporate growth in the United States. Many high-growth startups now remain private for longer and delay, or even avoid, going public. As a result, a significant part of value creation takes place before these companies enter public markets.

This transformation particularly affects retail investors. Although regulation seeks to protect them by limiting their access to more opaque private markets, the result is that they are excluded from an important stage of corporate growth. By the time they can invest in these companies through the stock market, many have already reached a more mature stage, and much of their upside potential has already been captured by institutional or accredited investors.

Based on a critical review of the academic literature, this thesis analyses the evolution of the U.S. public equity market, the expansion of private equity, the relative decline of IPOs, and the consequences of these changes for retail investors. The main conclusion is that retail investors have not disappeared from capital markets, but they increasingly participate later and under less favorable conditions in the growth of the highest-potential companies.

Keywords: venture capital; private equity; IPOs; private markets; stock market; retail investor; startups; corporate growth.

1. Introducción

El mercado bursátil estadounidense se ha consolidado históricamente como uno de los principales mecanismos de democratización del capital, permitiendo que el ciudadano común participara directamente en el éxito y la expansión de las empresas más innovadoras del país. Sin embargo, en las últimas décadas, esta lógica ha sufrido una transformación estructural que amenaza con alterar el ciclo tradicional de creación de riqueza. La respuesta regulatoria a la crisis de 1929, articulada a través de la *Securities Act* de 1933 y la *Securities Exchange Act* de 1934, buscó restaurar la confianza pública mediante la transparencia y la protección del inversor minorista (Karmel, 2005; Keller, 1988). En aquel diseño original, los inversores particulares no solo eran protegidos, sino que eran considerados una fuente esencial de capital para la economía (De Fontenay, 2017). No obstante, este sistema, diseñado para fomentar la participación pública, ha derivado en un escenario donde el crecimiento empresarial parece alejarse cada vez más del alcance del inversor individual.

El foco de esta investigación se sitúa en un tipo concreto de empresa: las *startups* respaldadas por capital riesgo, especialmente aquellas que se encuentran en sus fases de expansión avanzada. Este grupo merece una atención particular porque reúne a compañías que ya han validado su modelo de negocio y se encuentran en condiciones de escalar en términos de ingresos, mercado y capacidad operativa. Históricamente, la Oferta Pública Inicial (OPI) constituía la etapa natural del ciclo de crecimiento, permitiendo que el desarrollo de la empresa pasara a financiarse en el mercado público (Grundfest, 2001). No obstante, la realidad actual muestra que estas empresas están optando por permanecer privadas durante más tiempo, retrasando o incluso evitando su salida a bolsa.

Lo que este trabajo pretende analizar sobre estas empresas es, precisamente, cómo y por qué se ha producido este desplazamiento del crecimiento hacia el mercado privado y qué consecuencias tiene esta decisión estratégica para la estructura del mercado. No se trata de un cambio superficial, sino de una ruptura del ciclo de vida financiero. Mientras que en la década de los noventa el tiempo medio desde la primera ronda de capital riesgo hasta la OPI era de apenas 4 años, para el año 2014 este periodo se había extendido hasta los 11 años (Ewens y Farré-Mensa, 2019). Durante ese intervalo de siete años adicionales, la mayor parte de la creación de valor y de la revalorización de los activos ocurre en un

entorno privado restringido, donde la transparencia es menor y el acceso está limitado por ley a inversores acreditados e institucionales.

Esta investigación es especialmente relevante para el inversor minorista, que se enfrenta hoy a una tensión cada vez más visible entre protección regulatoria y acceso efectivo al crecimiento empresarial. El marco legal diseñado tras la Gran Depresión buscaba protegerlo de la opacidad del mercado privado, pero según algunos autores, esta protección ha terminado por convertirse en un mecanismo de exclusión (De Fontenay, 2017). Al restringir el acceso a los mercados privados a inversores profesionales, se ha generado una redistribución asimétrica del acceso al crecimiento: los grandes capitales capturan el tramo de mayor rentabilidad (la fase de escalado de la *startup*), mientras que el inversor individual solo puede entrar cuando la empresa ya ha alcanzado una etapa de madurez en la bolsa. En muchos casos documentados por la literatura, para cuando una empresa sale a bolsa hoy en día, llega con valoraciones tan elevadas que el margen de revalorización futura para el público general puede ser limitado o incluso residual (Ewens y Farré-Mensa, 2019).

La relevancia de este fenómeno no se limita al inversor individual, sino que afecta también al papel que cumplen los mercados de capitales en la distribución de oportunidades de inversión. Si la bolsa deja de ser el lugar donde se financia el crecimiento temprano para convertirse en un mercado de acceso tardío para empresas ya maduras, el mercado de capitales pierde su capacidad para canalizar el progreso económico hacia la sociedad de forma generalizada (Grundfest, 2001).

Para abordar esta problemática, es necesario entender los motores que han impulsado este cambio. Desde hitos regulatorios como la *National Securities Markets Improvement Act* (NSMIA) de 1996, que redujo drásticamente los costes de captar capital privado a gran escala (Ewens y Farré-Mensa, 2019), hasta el auge de la inversión pasiva que puede debilitar la formación de precios informativos en la bolsa (Haddad et al., 2024), el entorno ha favorecido el desarrollo de un mercado privado que antes era marginal.

Teniendo en cuenta este contexto de transformación, el presente trabajo se articula en torno a la siguiente pregunta de investigación: *¿Sigue el crecimiento empresarial al alcance del inversor minorista en el contexto actual de auge del capital riesgo y declive de las ofertas públicas iniciales en Estados Unidos?*

Para responder a esta pregunta, el trabajo se organiza en torno a la evolución del mercado bursátil estadounidense, la expansión del capital privado, el declive de las OPIs y las consecuencias de estos cambios para el acceso del inversor minorista al crecimiento empresarial.

2. Objetivos

Objetivo general:

Analizar, a través de una revisión de la literatura académica, cómo la transformación reciente de los mercados de capitales en Estados Unidos, caracterizada por el auge de la financiación privada y el declive de las ofertas públicas iniciales, afecta al acceso del inversor minorista al crecimiento empresarial.

Objetivos específicos:

1. Analizar la evolución de los mercados de capitales en las últimas décadas, con especial atención en el aumento del peso de los mercados privados y al descenso del número de ofertas públicas iniciales como mecanismo tradicional de financiación empresarial.
 - a. Examinar el desarrollo histórico y regulatorio del mercado bursátil estadounidense.
 - b. Estudiar la expansión del *private equity* y del capital riesgo como modelos alternativos de financiación empresarial.
 - c. Identificar los factores que han reducido el atractivo relativo de la salida a bolsa para determinadas empresas de alto crecimiento.

2. Examinar cómo el capital riesgo ha pasado a financiar a *startups* en fases de expansión cada vez más avanzadas, alterando el ciclo tradicional por el que estas empresas accedían al mercado bursátil mediante una oferta pública inicial.
 - a. Analizar el desplazamiento de parte del crecimiento empresarial hacia el mercado privado.
 - b. Describir la transformación del ciclo tradicional de financiación de las *startups* respaldadas por capital riesgo.
 - c. Estudiar el papel de los cambios regulatorios y del aumento de capital privado disponible en dicha transformación.
 - d. Analizar la decisión estratégica de determinadas empresas de permanecer privadas durante más tiempo.

3. Analizar, desde la perspectiva del inversor minorista, las implicaciones de esta transformación sobre el acceso al crecimiento empresarial generado por *startups* financiadas mediante capital riesgo.
 - a. Examinar la redistribución asimétrica del acceso al crecimiento empresarial entre inversores institucionales, acreditados y minoristas.
 - b. Analizar el nuevo papel del mercado bursátil.
 - c. Valorar las tensiones entre protección regulatoria del inversor minorista y exclusión de oportunidades de inversión en mercados privados.

3. Metodología

El presente trabajo se basa principalmente en una revisión bibliográfica estructurada y crítica de la literatura académica. Mediante esta aproximación, se busca sintetizar el estado actual del conocimiento sobre la evolución de los mercados privados de capital, el declive de las ofertas públicas iniciales (OPI) en Estados Unidos y las implicaciones que estos cambios tienen para el acceso del inversor minorista al crecimiento empresarial.

De forma complementaria, se intentó desarrollar un análisis empírico por cohortes a partir de datos extraídos de Bloomberg. Dado que dicho análisis no pudo completarse en todos sus pasos por limitaciones de acceso y cobertura de datos, sus resultados parciales se presentan en el anexo con una finalidad exclusivamente ilustrativa y metodológica.

La búsqueda inicial de fuentes se realizó a través de Google Académico (*Google Scholar*), utilizando la consulta “*private vs public capital markets private equity vs stock exchange*”. La búsqueda arrojó un volumen de 1,8 millones de referencias académicas.

Se aplicó un proceso de cribado basado en la lectura del título y del resumen de los trabajos identificados. En esta primera fase, se seleccionaron únicamente aquellas fuentes directamente relacionadas con los temas centrales del TFG: mercados públicos y privados, capital riesgo, *private equity*, OPIs e inversor minorista, siempre dentro del contexto del mercado estadounidense. A continuación, se revisaron la introducción y las conclusiones de los trabajos preseleccionados para comprobar su relevancia para el enfoque del análisis. Finalmente, la muestra quedó formada por 25 fuentes académicas.

4. Marco teórico

4.1 El diseño del mercado bursátil estadounidense

Para entender la situación actual del mercado de capitales estadounidense hay que remontarse a la reforma regulatoria que siguió a la crisis de 1929 (Karmel, 2005). La Gran Depresión no fue solo una crisis económica; fue también una crisis de confianza en el mercado que generó una reconfiguración completa del marco institucional en el que operaban los inversores (Evans, 2009; Keller, 1988). Comprender ese diseño original, sus objetivos, sus instrumentos y sus consecuencias no previstas, es esencial para entender por qué el sistema derivó hacia la estructura que hoy conocemos (Haddad et al., 2024).

4.1.1 La respuesta regulatoria a la crisis del 29

Entre septiembre de 1929 y julio de 1932, las acciones cotizadas en la Bolsa de Nueva York perdieron aproximadamente el 83% de su valor total. Asimismo, durante la década previa a la crisis de 1929, impulsados por la prosperidad posterior a la Primera Guerra Mundial, cerca de 20 millones de inversores minoristas habían invertido en bolsa atraídos por expectativas de enriquecimiento rápido, sin evaluar adecuadamente los riesgos. Se trataba de inversores individuales no acreditados, sujetos a un marco de mayor protección regulatoria y con acceso limitado o inexistente a los mercados privados (Bhidé, 1993; Grundfest, 2001; Spindler, 2009). Este proceso de expansión se desarrolló en un entorno con una fuerte asimetría informativa, prácticas especulativas generalizadas y una ausencia de supervisión efectiva (Beck et al., 2009). La emisión masiva de valores sin información fiable sobre la solvencia de las empresas (Evans, 2009), el uso extendido de financiación a crédito para la compra de acciones (Grundfest, 2001) y la generalización de prácticas manipulativas (como operaciones ficticias o acuerdos coordinados para alterar precios) (Karmel, 2005) contribuyeron a generar valoraciones artificialmente elevadas (Evans, 2009). Como resultado, el mercado bursátil creció sobre una base de euforia especulativa y falta de transparencia, en la que los inversores carecían de los mecanismos necesarios para distinguir entre inversiones legítimas y activos sobrevalorados (Wurgler, 2000). El derrumbe de 1929 instaló la percepción de que el funcionamiento desregulado del mercado había contribuido decisivamente a la crisis (Bhidé, 1993).

La respuesta legislativa fue rápida y profunda. Se aprobaron dos leyes fundamentales: la *Securities Act* de 1933 y la *Securities Exchange Act* de 1934. Además, se creó la *Securities and Exchange Commission* (SEC), el regulador federal de los mercados de valores en

Estados Unidos (Fenn et al., 1997). Según Keller (1988), los tres objetivos de esta intervención fueron: primero, garantizar una divulgación adecuada de información por parte de las empresas emisoras para que los inversores pudieran tomar decisiones informadas; segundo, restringir el uso abusivo de información privilegiada por parte de directivos y personas vinculadas a la empresa; y tercero, eliminar la manipulación y las fluctuaciones bruscas e irrazonables en los precios de los instrumentos financieros negociados en los mercados (Spindler, 2009). Por otro lado, la *Glass-Steagall Act* separó la banca comercial, centrada en la captación de depósitos y la concesión de crédito, de la banca de inversión, orientada a la emisión y colocación de valores en los mercados. Esta separación pretendía reducir los conflictos de interés y limitar la exposición del sistema bancario tradicional a actividades especulativas (Bhidé, 1993; Carruthers y Kim, 2011; Fenn et al., 1997). Además, la *Investment Company Act* de 1940 reguló estrictamente las sociedades de inversión, antecesoras de los actuales fondos de inversión, imponiendo exigencias de diversificación obligatoria y restricciones sobre concentración de inversiones (Ewens y Farré-Mensa, 2019).

Estas normas dieron forma a un mercado bursátil profundo, líquido y accesible para el ciudadano común, caracterizado por la negociación de valores registrados y sometidos a un régimen de supervisión, transparencia y gobierno corporativo que permite la participación de inversores no acreditados (Grundfest, 2001). La protección del inversor minorista no se entendía solo como una cuestión de equidad, sino que estos eran considerados una fuente esencial de capital para la economía (De Fontenay, 2017).

4.1.2 Las consecuencias no previstas

Como señala Bhidé (1993), aunque el marco regulatorio fue diseñado para proteger al inversor minorista, también sentó las bases de una serie de transformaciones que, con el tiempo y a través de reformas posteriores, dieron lugar a consecuencias que nadie había previsto del todo. La primera gran transformación se produjo en 1974, con la *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA), que impuso estrictos deberes fiduciarios y exigencias de diversificación a los gestores de fondos de pensiones, lo que los llevó a ofrecer carteras amplias y diversificadas gestionadas profesionalmente. Esto hacía innecesario que muchos inversores minoristas construyeran su propia cartera comprando acciones individuales, por lo que una parte creciente del ahorro pasó a canalizarse a través de fondos de pensiones y fondos de inversión en lugar de mediante inversión directa en bolsa. El otro gran catalizador de este proceso fue en 1975, cuando la SEC eliminó el

sistema de comisiones fijas en las bolsas, el llamado *May Day*, permitiendo que las comisiones pasasen a negociarse libremente entre intermediarios y clientes. Como indica el autor, esta reforma, cuyo propósito era reducir los costes para los inversores, favoreció especialmente a los grandes inversores institucionales (entidades profesionales que gestionan capital de terceros de forma recurrente y diversificada, con capacidad para invertir tanto en mercados bursátiles como privados), que podían negociar tarifas mucho más bajas y operar con grandes volúmenes. El resultado fue un incremento de la rotación de carteras, mayor liquidez del mercado y un desplazamiento del peso accionarial desde el inversor minorista individual hacia los institucionales, dando lugar a un proceso de institucionalización del accionariado.

Hasta 1945, más del 95% de las acciones ordinarias estaban en manos directas de los hogares estadounidenses (Rosett y Smith, 2014). Todavía en 1960, más del 80% de las acciones seguían estando en manos directas de inversores minoristas (Bhidé, 1993). Sin embargo, esta proporción descendió en las décadas posteriores: en 2009 se situaba por debajo del 30% (Evans, 2009) y, en 2022, se mantenía en una horquilla aproximada de entre el 20% y el 30% (Fisch, 2022).

Esta transformación no solo modificó quién poseía las acciones, sino también la lógica de funcionamiento del propio mercado. A medida que aumentó el peso de los inversores institucionales, se consolidó un modelo cada vez más orientado a la negociación continua, la diversificación y la rotación de carteras (Evans, 2009). El modelo estadounidense ha otorgado una importancia central a la liquidez del mercado, entendida como la posibilidad de negociar acciones con rapidez, profundidad y sin alteraciones significativas en el precio (Fisch, 2022).

Los accionistas que no están conformes con la gestión empresarial, el denominado accionista pasivo (Bhidé, 1993), tienden a optar por la venta de sus títulos en lugar de implicarse en el control de la compañía. En consecuencia, el control corporativo se articula principalmente a través de la salida del accionista, y no mediante mecanismos de supervisión interna (Boot et al., 2005). Así, cuanto más fácil y menos costoso es vender, menor es el incentivo para permanecer en el capital e implicarse en la supervisión. La elevada liquidez favorece además una base accionarial inestable, que introduce incertidumbre sobre la estructura futura de propiedad y reduce los incentivos de la dirección para llevar a cabo inversiones a largo plazo (Bhidé, 1993). A ello se añade un problema clásico de acción colectiva: la supervisión es costosa y sus beneficios se

distribuyen entre todos los accionistas, lo que desincentiva la implicación individual. Este efecto se ve reforzado en el contexto actual de institucionalización del mercado, especialmente en los fondos diversificados o indexados. Como explica Spamann (2022), el gestor del fondo no es el propietario último del capital, sino un intermediario que actúa a cambio de una comisión de gestión. En consecuencia, de cualquier mejora de valor que pudiera generar mediante una supervisión más activa de la empresa participada, solo internaliza una parte ínfima, equivalente al porcentaje de dicha comisión, que en los fondos indexados suele ser muy reducido. Por otro lado, el propio fondo suele mantener únicamente una participación limitada en cada empresa, de modo que tampoco captura más que una pequeña fracción del valor total creado por una eventual mejora en la gobernanza. El incentivo económico del gestor queda así doblemente diluido: primero, porque el fondo solo posee una porción reducida de la empresa; y, segundo, porque el gestor solo se apropia de una fracción mínima del rendimiento correspondiente a ese fondo. De manera que, aunque estos inversores poseen la capacidad teórica para ejercer un control efectivo, en la práctica su contribución a la gobernanza corporativa resulta limitada (Evans, 2009).

Como resultado, el mercado bursátil estadounidense, diseñado para proteger al inversor minorista, ha derivado en un sistema caracterizado por una propiedad dispersa, pasiva y escasamente implicada en el control de las empresas (Bhidé, 1993; Evans, 2009; Langevoort, 2008). Esta debilidad ha contribuido a reforzar el atractivo del modelo de financiación privada, donde la iliquidez dificulta la salida inmediata de los inversores y favorece estructuras de propiedad más estables y concentradas. En estos entornos, la concentración accionarial y la participación de los directivos en el capital contribuyen a reducir los costes de agencia (aquellos que surgen cuando existe una separación entre la propiedad de los recursos y el control de las decisiones (Kaplan y Strömberg, 2009)) y reducen los incentivos a priorizar resultados inmediatos (Boot et al., 2005; Fenn et al., 1997). Asimismo, el mercado privado permite pactar mecanismos de control y de información más adaptados a las características concretas de cada empresa, a diferencia del mercado público, donde las exigencias de gobernanza y divulgación están sometidas a un marco regulatorio más uniforme y rígido (De Fontenay, 2017). Además, las empresas cotizadas están sujetas a la presión de publicar resultados de forma periódica, lo que puede incentivar decisiones orientadas al corto plazo mientras que las empresas privadas, al

desenvolverse fuera de esas exigencias, disponen de un margen mayor para adoptar estrategias más coherentes con la creación de valor a largo plazo (Greene et al., 2021).

Surge así una tensión: las normas están diseñadas para proteger al inversor en los mercados públicos (De Fontenay, 2017; Wurgler, 2000) pero han terminado por configurar un sistema que, al priorizar la liquidez y la estandarización informativa (Bhidé, 1993; Spamann, 2022) debilita la supervisión interna (Bhidé, 1993; Boot et al., 2005) y desplaza a las empresas con mayor potencial hacia el ámbito privado (De Fontenay, 2017; Ewens y Farré-Mensa, 2019), donde la gobernanza es más robusta (Kaplan y Strömberg, 2009) pero el acceso del inversor minorista queda significativamente restringido.

4.2 El nacimiento y la expansión del capital privado como modelo alternativo

4.2.1 La innovación organizativa: la sociedad comanditaria

El mercado de financiación privada, o *private equity* (PE), es el ámbito de financiación empresarial en el que los recursos se canalizan mediante inversiones en capital propio a través de valores no registrados, sujetos a un régimen regulatorio distinto y menos exigente que el del mercado bursátil, y con acceso restringido a inversores acreditados (Fenn et al., 1997). No toda financiación privada adopta la misma forma ni persigue los mismos objetivos. A efectos de este trabajo, el *private equity* engloba los recursos canalizados a través de gestores profesionales mediante fondos de inversión privados. Dentro de este universo coexisten distintas estrategias según el tipo de empresa financiada y la finalidad económica de la operación (Kaplan y Strömberg, 2009).

Una primera categoría es el capital riesgo, orientado a la financiación de *startups* y empresas jóvenes con alto potencial de crecimiento, generalmente en fases tempranas o intermedias de desarrollo. Una segunda categoría la constituyen las adquisiciones con toma de control o *buyouts*, entre las que destacan los *leveraged buyouts* (LBOs), dirigidos a empresas de mayor tamaño y madurez (Kaplan y Strömberg, 2009). Junto a ellas se sitúan las inversiones de crecimiento, destinadas a empresas ya consolidadas que buscan recursos para expandir su actividad sin necesariamente ceder el control total; las reestructuraciones empresariales, centradas en compañías con problemas operativos o estratégicos; y la inversión en empresas en dificultades financieras, orientada al saneamiento, reestructuración o adquisición de activos en situaciones de estrés financiero.

El mercado de *private equity* no siempre tuvo la forma que presenta en la actualidad. Antes de finales de los años setenta, las inversiones en empresas privadas eran realizadas principalmente de forma directa por familias de elevado patrimonio, grandes empresas industriales o instituciones financieras, sin la intermediación de gestores especializados. Este modelo daba lugar a un mercado reducido, poco escalable y muy concentrado (Fenn et al., 1997).

La transformación decisiva se produjo con la consolidación del *private equity* organizado, que pasó a operar de manera predominante a través de fondos de inversión privados gestionados profesionalmente. La forma organizativa característica de estos fondos fue la sociedad comanditaria, que terminó por convertirse en la estructura estándar del sector (Spindler, 2009). En ella existen dos tipos de participantes con funciones claramente diferenciadas. Por un lado, los socios colectivos, que son los gestores profesionales responsables de identificar, estructurar, ejecutar y gestionar las inversiones del fondo, así como de ejercer el control sobre las empresas participadas y adoptar decisiones estratégicas en su nombre. Por otro lado, los socios comanditarios, que aportan la mayor parte del capital comprometido, limitan su responsabilidad a dicha aportación y no participan en la gestión diaria ni en la selección directa de inversiones, aunque cuentan con protección contractual mediante acuerdos que regulan sus derechos económicos y ciertos mecanismos de supervisión sobre los socios colectivos (Fenn et al., 1997).

Estos fondos constituyen vehículos de inversión cerrados y de duración finita. Según describen Kaplan y Strömberg (2009), su vida suele situarse, en términos generales, entre diez y trece años. Durante los primeros tres a cinco años tiene lugar la fase de inversión, en la que los socios colectivos van requiriendo progresivamente el capital previamente comprometido por los socios comanditarios para adquirir participaciones en distintas empresas. Una vez realizadas las inversiones, comienza una fase de gestión activa de la cartera, en la que los gestores tratan de aumentar el valor de las empresas participadas mediante cambios financieros, operativos y de gobierno corporativo. Esto puede incluir, entre otras medidas, la reducción del tamaño de los consejos de administración, la redefinición de incentivos directivos, la exigencia de coinversión por parte del equipo gestor y la introducción de mejoras operativas profundas. Dado que el fondo tiene un horizonte temporal limitado, los activos deben desinvertirse antes de su vencimiento para devolver el capital a los inversores. Las principales vías de salida son la venta a un

comprador estratégico, la salida a bolsa o la venta a otro fondo de capital privado (Fenn et al., 1997; Gredil, 2022).

El modelo de compensación es uno de los elementos más característicos del sector. El socio colectivo cobra una comisión de gestión anual de aproximadamente el 2% del capital comprometido, y adicionalmente recibe el 20% de los beneficios generados por encima de una rentabilidad mínima pactada, denominado participación en beneficios (*carried interest*). Este mecanismo de incentivos está diseñado para alinear los intereses del gestor con la maximización del valor de la cartera, aunque puede también generar costes de agencia. En muchas estrategias de *private equity*, además, el apalancamiento desempeña un papel central. Este consiste en la utilización de deuda para aumentar la capacidad de inversión y resulta especialmente característico de las adquisiciones apalancadas o LBOs, en las que una empresa es adquirida utilizando una proporción reducida de capital propio y una proporción elevada de financiación ajena (Kaplan y Strömberg, 2009; Spindler, 2009).

4.2.2 Los impulsores regulatorios: ERISA 1979 y NSMIA 1996

El despegue del sector del *private equity* no puede explicarse sin dos momentos regulatorios que cambiaron el marco en el que operaba. El primero fue la reinterpretación de la ERISA en 1979. Aunque la ley había sido aprobada en 1974, fue una clarificación posterior del Departamento de Trabajo de Estados Unidos la que abrió la puerta a la inversión institucional en este tipo de activos. Hasta entonces, la “regla del inversor prudente” se aplicaba a nivel de activo individual, lo que implicaba que inversiones en capital riesgo (por su naturaleza arriesgada e ilíquida) difícilmente podían considerarse prudentes de forma aislada. A partir de 1979, el riesgo se evaluó a nivel de cartera, no de activo individual. Esto permitió que los fondos de pensiones invirtieran una parte de su cartera en capital privado, siempre que el conjunto fuera prudente (Ewens y Farré-Mensa, 2019; Fenn et al., 1997). Se entendió que incluir una pequeña proporción de activos de alto riesgo era prudente porque, aunque esos activos individuales fueran volátiles, su baja correlación con el mercado público podía reducir el riesgo global de la cartera o aumentar su rentabilidad esperada sin comprometer la solvencia total (Karmel, 2005).

El segundo motor fue la *National Securities Markets Improvement Act* (NSMIA) de 1996. Como explican Ewens y Farré-Mensa (2019), antes de su aprobación, las empresas privadas que deseaban captar capital al amparo de la *Regulation D*, en particular de la

Regla 506 (que permite colocaciones privadas de importe ilimitado dirigidas a inversores acreditados), debían cumplir no solo con la normativa federal de la SEC, sino también con las leyes estatales de valores de cada estado en el que residieran sus inversores. Estas normativas estatales, conocidas como *Blue Sky Laws*, generaban una elevada fragmentación regulatoria que incrementaba los costes legales y administrativos asociados a la financiación privada, haciendo que la salida a bolsa resultara, en muchos casos, más atractiva para financiar el crecimiento. La NSMIA eliminó la aplicación de las *Blue Sky Laws* a las emisiones privadas realizadas bajo la Regla 506, reduciendo de forma significativa los costes de operar a escala nacional con capital privado. De forma simultánea, amplió el número de inversores que un fondo podía tener sin quedar sujeto a los requisitos de registro de la *Investment Company Act* de 1940, que implicaban obligaciones de divulgación periódica de cartera, restricciones de apalancamiento y limitaciones operativas incompatibles con el modelo de negocio del *private equity*, permitiendo a los gestores estructurar vehículos de inversión de mayor tamaño sin incurrir en esas cargas. El efecto combinado de estas reformas fue crear las condiciones para que el mercado de *private equity* se convirtiera en una alternativa real y competitiva al mercado público, sobre todo para las empresas de alto crecimiento que buscaban financiación a gran escala.

4.3 La ruptura del ciclo tradicional de financiación empresarial

Conviene precisar que el análisis de este trabajo no se refiere al conjunto de las empresas ni a todas las formas de financiación privada por igual. El foco se sitúa en las *startups* respaldadas por capital riesgo, especialmente en sus fases de expansión avanzada, porque ese ha sido históricamente el segmento en el que la financiación privada desembocaba con mayor claridad en una Oferta Pública Inicial y, por tanto, en la apertura de la empresa al inversor minorista. Por ello, para entender el alcance de la transformación reciente del mercado del *private equity* resulta necesario examinar primero cuál era el ciclo tradicional de financiación de estas empresas y en qué sentido dicho ciclo se ha alterado (Fenn et al., 1997; Boot et al., 2005; Rosett y Smith, 2014; Ewens y Farré-Mensa, 2019; Greene et al., 2021).

4.3.1 El ciclo clásico del capital riesgo

La secuencia tradicional de financiación en función de la etapa del ciclo de vida empresarial seguía una lógica clara: en la fase inicial, la *startup* recibía capital riesgo para financiar el lanzamiento del producto y la validación del modelo de negocio; en la fase

de expansión avanzada (la etapa en que la empresa ya ha validado su modelo y comienza a expandirse rápidamente en tamaño, ingresos, mercado o capacidad operativa), la *startup* recibía rondas adicionales de capital riesgo o capital expansión; y en la fase de crecimiento maduro, accedía a otras estrategias de financiación o desinversión, o bien salía a bolsa (Fenn et al., 1997). La OPI era, en ese modelo, una etapa natural del ciclo de crecimiento: el momento en que el crecimiento de la empresa pasaba a financiarse en el mercado público (Grundfest, 2001).

El mercado de *private equity* no estaba pensado originalmente como un sustituto permanente del mercado bursátil, sino como una etapa intermedia previa a la desinversión (Ewens y Farré-Mensa, 2019). El horizonte temporal limitado de los fondos condicionaba la estrategia de salida: la OPI se consolidó históricamente como la vía preferente, al ofrecer mayor visibilidad, máxima liquidez y, con frecuencia, las valoraciones más elevadas (Kaplan y Strömberg, 2009).

Con el mercado de *private equity* ya consolidado y desarrollado, el ciclo de vida financiera de las *startups* comenzó a transformarse. Este cambio se hizo especialmente visible a partir de 2010, en un contexto regulatorio y económico marcado por la aprobación de la Ley *Dodd-Frank*, la gran respuesta normativa al colapso financiero de 2008. Esta reforma supuso un refuerzo significativo de las obligaciones de transparencia y gobernanza de las empresas cotizadas, incorporando nuevas exigencias de divulgación y otorgando mayor poder a los accionistas en el control de la compensación directiva, además de endurecer los requisitos de supervisión y estabilidad del sistema financiero, especialmente en el sector bancario (Rosett y Smith, 2014). En ese entorno posterior a la crisis, muchas *startups* optaron por permanecer privadas durante más tiempo para evitar el mayor escrutinio público y los costes regulatorios asociados a la cotización, mientras que los inversores institucionales comenzaron a buscar nuevas fuentes de rentabilidad fuera del mercado bursátil (De Fontenay, 2017; Ewens y Farré-Mensa, 2019). Para entonces, además, el mercado privado había alcanzado un grado de madurez y sofisticación suficiente como para que inversores tradicionalmente vinculados a la bolsa empezaran a considerar a las *startups* maduras como activos viables, aceptando su iliquidez a cambio de captar una parte del crecimiento que antes solo podía obtenerse tras la salida a bolsa (Ewens et al., 2018).

Ewens et al. (2018) muestran este cambio: la financiación privada captada por startups con más de cuatro años desde su primera ronda de capital riesgo, edad a la que, en el

modelo tradicional, muchas empresas habrían considerado una OPI, se multiplicó por veinte entre 1992 y 2017. Al desglosar ese crecimiento, los autores señalan que el 40% proviene de fondos de capital riesgo tradicionales, que han extendido su horizonte de inversión apoyando a sus empresas en fases más tardías de su ciclo de vida; y que el 60% restante procede de inversores no tradicionales, como otros fondos de *private equity*, oficinas de inversión familiar, fondos de cobertura y, desde 2010, fondos de inversión colectiva abiertos.

Este último dato es especialmente revelador. Greene et al. (2021) destacan que algunos fondos de inversión abiertos, diseñados para ofrecer liquidez diaria a sus partícipes y operar con activos fácilmente valorables y negociables, comenzaron a invertir en empresas privadas en fases avanzadas. Este comportamiento resulta significativo, ya que este tipo de vehículos está sujeto a límites legales que restringen su exposición a activos ilíquidos. Invertir en empresas no cotizadas implica, por tanto, asumir mayores dificultades de valoración y una menor capacidad de desinversión en el corto plazo. Si, pese a estas limitaciones, estos fondos destinan parte de su cartera a este tipo de activos, es porque consideran que su potencial de rentabilidad compensa los riesgos y costes adicionales. Por ello, el hecho de que estos inversores participen en empresas que no cotizan sugiere que la salida a bolsa ha dejado de ser una condición necesaria para atraer capital institucional sofisticado.

4.3.2 La evidencia empírica del declive de las OPIs

Las consecuencias de este cambio en el ciclo de financiación de las *startups* se reflejan en los datos de actividad bursátil. De las *startups* cuya primera ronda de capital riesgo fue antes de 1997 y que llegaron a recaudar más de 150 millones de dólares en los siete años siguientes, el 87% acabaron saliendo a bolsa. De las *startups* que alcanzan ese mismo tamaño desde el año 2000, solo el 36% son públicas. El número total de *startups* que llega a ese tamaño no ha disminuido: las *startups* grandes siguen existiendo, pero ya no necesitan salir a bolsa para financiarse (Ewens et al., 2018; Ewens y Farré-Mensa, 2019). El mercado privado se ha profundizado lo suficiente como para ofrecer las ventajas tradicionales de la bolsa (capital abundante y liquidez) sin imponer sus cargas regulatorias y de divulgación (De Fontenay, 2017).

El número de empresas cotizadas en Estados Unidos cayó de 7.322 a finales de los años noventa a 3.671 en 2017, una reducción cercana al 50 %. Sin embargo, la capitalización

total del mercado público siguió siendo elevada, lo que indica que la bolsa no ha perdido tamaño agregado, sino diversidad: hay menos empresas cotizadas, pero las que permanecen son mucho más grandes (Greene et al., 2021). Por otro lado, mientras que en la década de 1990 el tiempo medio desde la primera ronda de capital riesgo hasta la OPI era de 4 años, para 2014 ese periodo aumentó a 11 años (Ewens y Farré-Mensa, 2019). Como consecuencia, cuando una empresa finalmente sale a bolsa, gran parte de la creación de valor ya ha ocurrido en el mercado privado.

Ewens y Farré-Mensa (2019) muestran que, entre 2017 y 2019, las empresas que salieron a bolsa perdieron, en promedio, un 8 % de su valor, mientras que el S&P 500 aumentó un 12 % en el mismo periodo. Esto significa que, si un inversor hubiera destinado 100 dólares a una cesta representativa de esas nuevas empresas cotizadas, al final del periodo habría tenido, de media, 92 dólares; en cambio, si hubiera invertido esos mismos 100 dólares en el índice S&P 500, habría terminado con 112 dólares. Estas OPIs no solo tuvieron un mal comportamiento bursátil, sino que además lo hicieron peor que el mercado general. Una posible explicación es que muchas de estas empresas llegaron a bolsa con valoraciones ya muy elevadas, después de haber desarrollado gran parte de su crecimiento en el mercado privado. El precio de entrada es determinante para la rentabilidad futura: si el inversor público compra cuando la empresa ya presenta una valoración muy elevada (por su crecimiento previo y por las expectativas de crecimiento futuro), queda menos margen para que el precio de la acción siga subiendo. Además, si la empresa no alcanza las expectativas incorporadas en esa valoración, la acción puede corregirse a la baja.

El auge del *private equity* en sus distintas modalidades ha reducido las empresas cotizadas por dos vías simultáneas. Por un lado, los LBOs sacan del mercado empresas ya cotizadas, llevándolas de vuelta al ámbito privado. Por otro lado, aunque históricamente las *startups* necesitaban la bolsa para captar grandes volúmenes de capital, algunos autores indican que la desregulación (especialmente la NSMIA de 1996) aumentó masivamente la oferta de capital privado para etapas tardías, permitiendo a estas empresas alcanzar escalas de ventas y empleo que antes solo lograban las empresas públicas (Kaplan y Strömberg, 2009). Si bien el sector es cíclico, con auges y caídas vinculados a los tipos de interés y al mercado de deuda, estos autores sostienen que una parte sustancial de su expansión tiene carácter permanente. A diferencia del primer auge de los años ochenta, las firmas de *private equity* actuales han desarrollado capacidades operativas especializadas por sectores. Esta capacidad para mejorar el rendimiento de las empresas sugiere que este

modelo de propiedad puede resultar más eficiente para determinados tipos de activos, lo que refuerza su permanencia en la economía. El ecosistema es ahora mucho más robusto: mientras que en los años ochenta las estructuras eran frágiles, hoy las firmas son más sofisticadas y los inversores institucionales han consolidado al capital privado como una clase de activo permanente en sus carteras.

En este contexto, la *Sarbanes-Oxley Act* de 2002 se suele citar como un factor adicional de la huida de empresas del mercado público: al establecer la obligación de evaluar y certificar la eficacia del control interno sobre la información financiera, generó un aumento de costes de cumplimiento, auditoría y responsabilidad de directivos. Sin embargo, los datos sugieren que no fue el detonante principal: el descenso de las OPIs comenzó antes de la aprobación de la SOX, y la ola de LBOs de mediados de los 2000 se explica mejor por la abundancia de capital privado, la innovación financiera y el crédito barato que por los costes regulatorios del mercado público (Bartlett, 2009). El mercado privado se desarrolló de forma independiente, no como refugio de la regulación pública sino como alternativa con sus propias ventajas.

4.3.3 La decisión estratégica de permanecer privado

De lo expuesto en los apartados anteriores se deduce que la permanencia de las *startups* en el ámbito privado no obedece a restricciones de acceso al mercado bursátil, sino a una decisión estratégica (Boot et al., 2005; De Fontenay, 2017; Ewens y Farré-Mensa, 2019).

La evidencia sugiere que los fundadores optan por permanecer privados para preservar el control sobre la toma de decisiones y la estructura de propiedad. Ewens y Farré-Mensa (2019) lo ilustran con el siguiente dato: cuando en un determinado estado y año los fondos de pensiones (que actúan como socios comanditarios) disponen de mayores activos bajo gestión, aumentan sus inversiones en capital riesgo, lo que intensifica la competencia entre fondos por acceder a las mejores *startups*. Por ello, los fondos aceptan valoraciones más elevadas, menor dilución para los fundadores y mayores niveles de control accionarial. Como resultado, los fundadores retienen una mayor participación y capacidad de decisión, lo que reduce sus incentivos a salir a bolsa: no porque no puedan hacerlo, sino porque prefieren no perder ese control. La caída de las OPIs responde así, en buena medida, a una decisión estratégica favorecida por el entorno financiero, en la que un mayor poder de negociación en las fases iniciales se traduce en una menor probabilidad de salida al mercado público. Esta lógica se observa en casos como Facebook o Google.

Facebook pudo retrasar su OPI porque ya contaba con capital suficiente para financiar su expansión. Google se benefició de permanecer privada al mantener reservada información relevante sobre su rentabilidad y evolución operativa (De Fontenay, 2017).

A la motivación de preservar el control se añade una ventaja económica propia del ámbito privado: el fondo puede decidir con mayor libertad cuándo desinvertir. Gredil (2022) muestra que, a diferencia de lo que ocurre en otros contextos, los gestores de capital privado no están obligados a vender en un momento concreto, sino que pueden esperar hasta que las condiciones del mercado sean más favorables. Cuando estos fondos aumentan sus salidas en un sector, los rendimientos bursátiles de ese mismo sector suelen ser más bajos en los meses siguientes, lo que sugiere que los gestores saben anticipar el mejor momento para vender. Esta flexibilidad solo se aprovecha cuando la desinversión permite obtener una ganancia suficiente para el fondo; si no es así, los gestores pueden mantener la participación durante más tiempo, sin necesidad de forzar una salida a bolsa. El beneficio para el inversor persiste incluso si este decide reinvertir inmediatamente el capital recuperado en el mercado público de acciones. Al recibir el dinero justo antes de que el sector específico empeore, el inversor evita la exposición a la caída de esa industria en particular, mejorando el rendimiento total de su cartera global.

4.4 El mercado bursátil en el nuevo contexto

4.4.1 El auge de la inversión pasiva

La creciente presencia de fondos indexados y estrategias de inversión pasiva en el mercado bursátil constituye uno de los cambios más relevantes de las últimas décadas (Haddad et al., 2024; Spamann, 2022).

Haddad et al. (2024) parten de una distinción fundamental entre inversión activa e inversión pasiva. Un inversor activo es aquel que analiza empresas concretas, compra cuando considera que una acción está infravalorada y vende cuando estima que está sobrevalorada. En cambio, un inversor pasivo tiende a comprar o mantener valores porque forman parte de un índice, no porque haya evaluado individualmente su precio o sus perspectivas de crecimiento. Por ello, su demanda es poco sensible al precio: compra la acción, aunque esté cara o barata, siempre que forme parte del índice que replica.

Según el planteamiento de estos autores, en un mercado con muchos inversores activos, los errores de valoración tienden a corregirse: si una acción está infravalorada, los inversores activos compran y empujan su precio al alza; si está sobrevalorada, venden y

presionan su precio a la baja. Esta dinámica constituye la base de los mercados eficientes, entendidos como aquellos en los que los precios reflejan adecuadamente la información disponible y orientan la asignación de capital (Fisch, 2022). Sin embargo, cuando aumenta el peso de los inversores pasivos, esa fuerza correctora se debilita. Haddad et al. (2024) muestran que la reducción de aproximadamente un 32% en la proporción de inversores activos durante las últimas dos décadas ha provocado una caída del 11% en la elasticidad de demanda de las acciones individuales, entendida como el grado en que la demanda de un activo reacciona ante cambios en su precio (Van der Beck et al., 2022). Aunque los inversores activos reaccionan de forma más agresiva ante la menor competencia, los autores señalan que esta compensación es solo parcial: aproximadamente un tercio del efecto directo se corrige, mientras que los dos tercios restantes se traducen en una menor capacidad del mercado para ajustar correctamente los precios.

La consecuencia es que los precios bursátiles pueden volverse menos informativos. En la medida en que una parte creciente del capital se invierte de forma automática, siguiendo índices, el precio de una acción refleja menos el análisis fundamental de la empresa y más los flujos de entrada y salida de los vehículos pasivos. El crecimiento de la inversión indexada puede debilitar los mecanismos tradicionales de protección indirecta del inversor, porque los fondos pasivos se benefician de los precios informativos generados por los inversores activos y de las intervenciones de accionistas activistas sin asumir sus costes (Spamann, 2022).

4.4.2 El arbitraje de latencia

A la expansión de la inversión pasiva se suma otro problema relacionado con el funcionamiento actual de las bolsas: el arbitraje de latencia. La mayoría de las bolsas electrónicas funcionan mediante un sistema de negociación continua, en el que las órdenes se ejecutan de forma inmediata y el participante más rápido tiene prioridad. Este diseño permite que algunos operadores obtengan beneficios no porque tengan mejor información sobre una empresa, sino porque reciben o procesan la misma información pública unas fracciones de segundo antes que el resto (Budish et al., 2024).

El mecanismo es el siguiente: cuando aparece nueva información relevante, por ejemplo, un dato macroeconómico, el precio de una acción puede cambiar. En ese momento, los operadores más rápidos actualizan sus órdenes antes que el resto. En cambio, quienes

habían ofrecido comprar o vender al precio anterior pueden no tener tiempo de modificar sus órdenes. Los operadores ultrarrápidos aprovechan esa diferencia de tiempo y ejecutan operaciones contra esos precios desactualizados, generando una ganancia para ellos y una pérdida para quienes no han podido reaccionar a tiempo. Ante ese riesgo, los intermediarios que aportan liquidez al mercado reaccionan protegiéndose: aumentan la diferencia entre el precio de compra (lo máximo que están dispuestos a pagar) y el precio de venta (lo mínimo que están dispuestos a aceptar), ofrecen menos volumen y reducen su participación en el mercado (Bhidé, 1993; Greene et al., 2021). Como consecuencia, operar se vuelve más caro y la liquidez real del mercado empeora. Budish et al. estiman que alrededor del 20% del volumen de negociación en acciones estadounidenses está asociado a este tipo de arbitraje de velocidad, y que, si se eliminara este problema, la liquidez del mercado podría mejorar entre un 17% y un 33%.

Esta ineficiencia ha sido cuantificada por la literatura reciente. Además, la propia literatura ha planteado posibles soluciones técnicas, entre ellas la sustitución de la negociación continua por un sistema de subastas discretas frecuentes. Bajo este modelo, las órdenes recibidas durante intervalos muy breves se agruparían y se ejecutarían simultáneamente al final de cada periodo, reduciendo así la ventaja competitiva asociada a la velocidad. Sin embargo, la adopción de este sistema presenta importantes obstáculos. Las bolsas tienen pocos incentivos para implementarlo de forma unilateral, ya que obtienen ingresos relevantes de servicios tecnológicos vinculados precisamente a la rapidez de ejecución, como la ubicación próxima de servidores, el acceso directo a infraestructuras de negociación o los canales prioritarios de datos. Por ello, si una bolsa eliminara esta ventaja antes que sus competidoras, podría perder volumen de negociación sin que el resto del mercado adoptara el mismo cambio (Budish et al., 2024; Greene et al., 2021).

Para el inversor minorista, este fenómeno funciona como un coste oculto. Aunque no aparezca como una comisión directa, comprar y vender acciones se vuelve más caro porque aumenta la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta. El coste de cada operación puede ser reducido, pero se repite cada vez que el inversor opera y refuerza su desventaja frente a participantes más rápidos y sofisticados (Greene et al., 2021). Algunos autores subrayan que existe una brecha técnica difícil de salvar entre los inversores individuales y las instituciones, capaces de procesar información y ejecutar órdenes con mayor rapidez (Grundfest, 2001).

4.5 El inversor minorista: acceso restringido al crecimiento empresarial

4.5.1 La redistribución asimétrica del acceso al crecimiento empresarial

Tradicionalmente, el retorno para el inversor minorista provenía de la revalorización de las acciones de empresas jóvenes cotizadas con alto crecimiento esperado. Invertir en una empresa en sus primeros años de cotización, cuando todavía era pequeña y tenía mucho potencial de crecimiento, era el canal a través del cual el ciudadano común participaba en la expansión de la economía. La OPI era el momento en que ese crecimiento se abría al mercado. En el modelo actual, el capital riesgo está estructuralmente reservado para inversores institucionales y acreditados, las empresas salen más tarde a bolsa o en menor proporción, y el inversor minorista participa más tarde o de forma indirecta y diluida en el crecimiento de esas empresas (Grundfest, 2001).

La asimetría se hace aún más visible si se considera que, aunque un fondo de inversión colectiva tenga partícipes minoristas y ese fondo invierta en *startups* privadas, el peso de esas inversiones suele ser pequeño y marginal dentro de la cartera; y el inversor minorista no elige la *startup* ni controla las salidas. Aunque el vehículo de inversión pueda estar abierto al inversor minorista, el acceso real a las oportunidades de capital riesgo sigue siendo limitado (Ewens et al., 2018). El inversor bursátil canaliza una parte de su inversión a través de fondos indexados y otros vehículos pasivos que replican la evolución general de los mercados, sin obtener exposición a un número de empresas de alto crecimiento cuyo desarrollo se produce sobre todo en el ámbito privado (Ewens y Farré-Mensa, 2019).

4.5.2 La paradoja del inversor protegido pero excluido

La distinción legal entre mercado público y mercado privado, diseñada originalmente para proteger al inversor minorista de la opacidad y el riesgo de las colocaciones privadas, ha generado un resultado que sus arquitectos difícilmente habrían aprobado: protege formalmente al inversor minorista, pero al hacerlo limita su acceso al crecimiento empresarial mientras permite a los inversores sofisticados replicar económicamente esos activos desde el mercado público (De Fontenay, 2017).

Existen instrumentos privados que se emiten casi al mismo tiempo que ofertas públicas o tienen estructuras que los hacen económicamente equivalentes a los instrumentos públicos, aunque jurídicamente no lo sean. Para el inversor institucional, público y

privado son sustituibles; para el inversor minorista, esta sustitución no es accesible. El mercado privado puede sustituir a las OPIs para las empresas (puede replicar muchas funciones económicas de los mercados bursátiles como la financiación y la asignación de capital) pero no replica su función distributiva: el acceso generalizado de inversores no sofisticados (Grundfest, 2001).

El resultado es que el inversor minorista no desaparece del mercado de capitales, pero su participación queda confinada a una fracción cada vez más residual del ciclo empresarial. Si el mercado público deja de ser la puerta de entrada al crecimiento temprano (Ewens y Farré-Mensa, 2019) y el espacio de propiedad de empresas maduras va siendo controlado por el capital privado (Kaplan y Strömberg, 2009), el minorista queda atrapado en un mercado de acceso tardío: puede invertir en lo que el mercado privado ya ha llevado a su madurez, pero no en el tramo de alto crecimiento donde se genera la mayor parte del valor.

5. Análisis crítico de la literatura revisada

5.1 Tensiones en la literatura

La revisión de la literatura muestra que no existe una única explicación sobre la transformación reciente de los mercados de capitales. Los autores coinciden en una tendencia general: las empresas permanecen privadas durante más tiempo y el mercado público ha perdido peso como vía principal de financiación empresarial. Sin embargo, discrepan en cómo interpretar este cambio, en sus causas, en sus consecuencias y en las posibles respuestas regulatorias. En este trabajo, esas diferencias se ordenan en torno a cuatro debates principales.

La primera tensión, y probablemente la más presente en la literatura, tiene que ver con las causas del declive de las OPIs. Para algunos autores, entre ellos Bartlett (2009), el alejamiento de las empresas del mercado público se explica en gran medida por el peso de la regulación. Cotizar en bolsa supone asumir mayores obligaciones de información, responsabilidad y gobierno corporativo, y muchas empresas consideran que esos costes no compensan los beneficios de acceder al mercado público. Si se acepta esta explicación, la solución sería hacer menos costoso y complejo el proceso de salida a bolsa. Ewens y Farré-Mensa (2019) y Ewens et al. (2018), sin embargo, ofrecen una explicación distinta: muchas empresas no permanecen privadas solo porque cotizar sea costoso, sino porque el mercado privado ya les permite financiar fases avanzadas de crecimiento sin necesidad de recurrir a una OPI. De este modo, si las empresas optan por permanecer en el mercado privado por razones estratégicas, y no solo por presión regulatoria, una reducción de las exigencias de cotización probablemente no bastaría para revertir esta tendencia.

La segunda tensión se encuentra en el papel ambiguo de la liquidez en bolsa. En principio, la liquidez del mercado público suele considerarse una ventaja para el inversor individual, porque le permite comprar y vender acciones con facilidad y le da cierta seguridad ante posibles caídas. Sin embargo, la literatura revisada muestra que esa misma liquidez también puede tener efectos menos positivos. Bhidé (1993) señala que la facilidad para negociar acciones de forma constante puede atraer a inversores más cortoplacistas, reducir el compromiso de los accionistas con la empresa y debilitar los incentivos para supervisar a los directivos. Budish et al. (2024) trasladan este problema al contexto de los mercados electrónicos, donde algunos participantes pueden aprovechar pequeñas diferencias de tiempo para obtener valor frente a quienes reaccionan más tarde. Desde

esta perspectiva, la liquidez no beneficia por igual a todos, porque algunos actores están mucho mejor posicionados para aprovechar la estructura tecnológica del mercado. Haddad et al. (2024) añaden que el crecimiento de la inversión pasiva puede debilitar la formación de precios, ya que este tipo de inversión se apoya en la liquidez y en los precios generados por otros participantes, pero no contribuye del mismo modo al análisis individual de las empresas. En conjunto, estos autores muestran que la liquidez es una de las grandes ventajas del mercado público, pero también puede convertirse en una fuente de ineficiencias.

La tercera tensión es la más importante para el argumento central de este trabajo. El debate se centra en si la regulación actual protege realmente al inversor minorista o si, por el contrario, termina dejándolo fuera de una parte relevante del crecimiento empresarial. De Fontenay (2017) sostiene que las normas que separan el mercado público del privado pueden acabar perjudicando al inversor minorista. Aunque su finalidad inicial es protegerlo, en la práctica permiten que muchas empresas de alto crecimiento sigan financiándose en privado sin abrirse al mercado público. Como consecuencia, el inversor queda protegido frente a ciertos riesgos, pero también ve limitado su acceso a oportunidades de inversión que quedan reservadas, en gran medida, a inversores acreditados e institucionales. Grundfest (2001) y Greene et al. (2021) llegan a conclusiones parecidas al señalar que la frontera entre mercado público y privado se ha vuelto cada vez más desigual. Las empresas cotizadas están sometidas a mayores exigencias de transparencia y supervisión, mientras que aquellas que permanecen privadas pueden seguir creciendo sin asumir obligaciones equivalentes. Frente a esta visión, Spindler (2009) y Bartlett (2009) adoptan una postura más prudente. Para estos autores, las restricciones de acceso al mercado privado siguen teniendo sentido, ya que se trata de inversiones más arriesgadas, menos líquidas y transparentes que las disponibles en el mercado público. Bajo este enfoque, abrir demasiado el acceso al mercado privado en nombre de la democratización podría terminar perjudicando precisamente a los inversores menos sofisticados que la regulación busca proteger.

La cuarta tensión se centra en cómo debe interpretarse el auge del capital privado. Para algunos autores, esta transformación puede verse como una mejora en la eficiencia del sistema financiero. Kaplan y Strömberg (2009) y Fenn et al. (1997) explican que el capital privado ha desarrollado estructuras capaces de mejorar la gestión de las empresas. En esta línea, las restricciones de acceso no serían el problema principal, sino una consecuencia

de la naturaleza de este tipo de inversión, caracterizada por compromisos de largo plazo, iliquidez, mayor riesgo y necesidad de análisis especializado. Sin embargo, autores como Carruthers y Kim (2011) y De Fontenay (2017) ponen el foco en las consecuencias distributivas de esta transformación. Aunque el capital privado pueda ser eficiente desde el punto de vista organizativo, el problema es que una parte relevante del crecimiento empresarial queda reservada a inversores con mayor patrimonio o mayor sofisticación financiera. Ahí aparece la tensión de fondo con la función que históricamente se atribuyó al mercado bursátil.

5.2 Puntos de convergencia

El primer aspecto en el que coincide la literatura es el declive del mercado público. Los autores revisados señalan que el número de empresas cotizadas en Estados Unidos se ha reducido de forma sostenida desde mediados de los años noventa. Además, las compañías que hoy salen a bolsa suelen hacerlo más tarde, con mayor edad y después de haber captado más capital privado que en generaciones anteriores. Este patrón aparece documentado por Ewens et al. (2018), Fenn et al. (1997) y Ewens y Farré-Mensa (2019), aunque no todos expliquen sus causas de la misma manera. Puede discutirse por qué se ha producido este cambio, pero no su existencia: el mercado bursátil estadounidense cuenta hoy con menos empresas cotizadas y presenta una mayor concentración que hace treinta años.

El segundo punto de acuerdo es que el capital privado ha empezado a cumplir funciones que antes correspondían casi exclusivamente al mercado público. En particular, ha pasado a financiar empresas en fases avanzadas de crecimiento, que en el modelo tradicional habrían necesitado salir a bolsa para captar ese volumen de capital. Kaplan y Strömberg (2009) y Fenn et al. (1997) muestran que la sociedad comanditaria ha sido una estructura eficaz para canalizar inversión hacia empresas con alto potencial. A ello se suma la entrada de inversores no tradicionales en rondas privadas tardías, documentada por Ewens y Farré-Mensa (2019), que ha permitido a muchas empresas obtener en el mercado privado el capital que antes solo podían conseguir mediante una OPI. La combinación de un mercado privado cada vez más fuerte y un mercado público con menos empresas cotizadas no parece casual, sino el resultado de un cambio más profundo en la forma de financiar el crecimiento empresarial.

Otra idea compartida entre los autores es que el inversor minorista tiene un acceso muy limitado al tramo de mayor crecimiento empresarial. Aunque lo expliquen desde enfoques distintos, todos parten de una premisa común: el capital riesgo y buena parte del mercado privado están reservados, ya sea por regulación o por las propias características del modelo, a inversores acreditados e institucionales. El inversor minorista puede acceder a estas empresas cuando finalmente salen a bolsa, pero para entonces una parte importante del crecimiento ya se ha producido en el mercado privado.

Por último, los autores también coinciden en que el mercado público actual presenta ciertas limitaciones para el inversor individual. Aunque la bolsa sigue siendo su principal vía de acceso al crecimiento empresarial, la literatura revisada muestra que este mercado está cada vez más condicionado por la presencia de actores institucionales, estrategias tecnológicas avanzadas y formas de inversión pasiva que pueden debilitar la formación de precios. En conjunto, estos elementos refuerzan la idea central del trabajo: el inversor minorista no solo queda fuera de buena parte del mercado privado, sino que el mercado público al que sí puede acceder también ofrece un entorno menos favorable que en el pasado.

6. Conclusiones

El análisis realizado a partir de la literatura revisada permite concluir que la transformación reciente de los mercados de capitales en Estados Unidos ha limitado el acceso del inversor minorista al crecimiento de las empresas con mayor potencial. La cuestión central no es únicamente que haya disminuido el número de OPIs, sino que una parte cada vez más relevante del crecimiento empresarial se produce antes de que las compañías lleguen al mercado bursátil.

En este nuevo contexto, la bolsa sigue siendo el principal espacio de participación para el inversor individual, pero ya no cumple esa función en las mismas condiciones que en el pasado. Mientras que tradicionalmente la salida a bolsa permitía al público inversor participar en fases relativamente tempranas de expansión, hoy muchas empresas respaldadas por capital riesgo permanecen privadas durante más tiempo y llegan al mercado público en una etapa más madura. Como consecuencia, el inversor minorista no queda necesariamente excluido del crecimiento empresarial, pero sí accede a él más tarde y con un margen potencial de revalorización más limitado.

La regulación explica una parte importante de esta situación, aunque no toda. El marco legal estadounidense nació con una finalidad protectora: evitar que los pequeños inversores asumieran riesgos excesivos en mercados opacos y poco líquidos. Sin embargo, en el entorno actual, esa protección también produce un efecto restrictivo. Al reservar buena parte del mercado privado a inversores acreditados e institucionales, limita la participación del inversor minorista precisamente en las fases donde se concentra una parte relevante de la creación de valor.

El trabajo también permite concluir que el debilitamiento del mercado público no responde solo al auge del capital privado, sino también a cambios internos de la propia bolsa. La creciente presencia de inversores institucionales, el avance de la inversión pasiva, el arbitraje de latencia, la presión del corto plazo y los costes asociados a la cotización han reducido parte del atractivo del mercado bursátil tanto para las empresas como para el inversor individual. Por ello, el problema no consiste únicamente en que el inversor minorista no pueda acceder al mercado privado, sino en que el mercado público al que sí accede funciona cada vez menos como vía temprana de participación en el crecimiento empresarial.

En definitiva, este trabajo concluye que el inversor minorista no ha perdido el acceso a la inversión empresarial, pero sí ha visto deteriorarse su posición dentro del ciclo de creación de valor. El crecimiento se concentra cada vez más en el ámbito privado, mientras que la bolsa tiende a recibir compañías más maduras. Si esta tendencia continúa, la distancia entre quienes pueden invertir en etapas tempranas y quienes solo acceden cuando las empresas ya han alcanzado una mayor madurez podría hacerse más visible. Por ello, el reto no consiste simplemente en recuperar el número de OPIs, sino en repensar cómo pueden los mercados de capitales mantener una función real de acceso del inversor individual al crecimiento empresarial.

7. Limitaciones del trabajo

Este trabajo presenta una serie de limitaciones que conviene reconocer para interpretar adecuadamente el alcance de sus conclusiones.

La primera deriva de su propio enfoque metodológico. Al tratarse de una revisión bibliográfica estructurada y crítica, el trabajo permite identificar los principales mecanismos, tensiones y tendencias descritos por la literatura académica, pero no cuantifica de forma autónoma la magnitud del desplazamiento del crecimiento empresarial hacia el mercado privado.

La segunda limitación es el ámbito geográfico del análisis. El trabajo se centra en el mercado estadounidense porque Estados Unidos es el mercado de capital riesgo más desarrollado del mundo y el contexto en el que se ha generado la mayor parte de la literatura revisada. Sin embargo, las conclusiones no pueden trasladarse automáticamente a Europa o a otras regiones. El marco regulatorio, la estructura de los mercados de capitales, el peso de la financiación bancaria y la cultura inversora son distintos, por lo que las dinámicas descritas podrían manifestarse con diferente intensidad en otros mercados.

La tercera limitación está relacionada con el período histórico analizado por buena parte de la literatura. La década de 2010 coincidió con un entorno de tipos de interés excepcionalmente bajos, que favoreció la búsqueda de rentabilidad en activos alternativos y pudo contribuir al crecimiento del capital privado. Por ello, no siempre es posible separar con precisión qué parte de la expansión del mercado privado responde a cambios estructurales y qué parte se explica por un contexto macroeconómico especialmente favorable. La subida de tipos iniciada en 2022 permite empezar a observar esta cuestión desde otra perspectiva, pero todavía se necesita más distancia temporal para evaluar sus efectos con claridad.

La cuarta limitación es que el trabajo se centra en analizar si el inversor minorista tiene o no acceso al crecimiento empresarial que se acumula en el mercado privado, pero no entra a valorar qué ocurriría si ese acceso se abriera. Invertir en capital riesgo exige una capacidad de análisis, una tolerancia al riesgo y un horizonte temporal muy distintos a los de la inversión en bolsa, y no es obvio que la mera apertura del acceso se tradujera en mejores resultados para el inversor medio. Esa pregunta (si el inversor minorista estaría realmente en condiciones de beneficiarse de un mayor acceso al mercado privado) queda

fuera del alcance de este trabajo y constituye en sí misma una línea de investigación relevante.

Una quinta limitación deriva del alcance empírico inicialmente previsto para este trabajo. En un primer momento, se planteó complementar la revisión bibliográfica con un análisis propio por cohortes, inspirado en la metodología de Ewens et al. (2018), con el fin de estudiar la trayectoria de startups estadounidenses financiadas por capital riesgo entre 2010 y 2026. Sin embargo, el análisis no pudo completarse en los términos inicialmente previstos por limitaciones de acceso, cobertura y cruce de datos. En concreto, la extracción disponible de Bloomberg solo permitió construir de forma parcial la base de rondas de financiación hasta 2015, y no fue posible cerrar de manera sistemática la identificación de adquisiciones, fracasos, permanencia en el mercado privado ni clasificación de inversores por categoría. Por ello, los resultados obtenidos se presentan únicamente en el Anexo, con finalidad ilustrativa y metodológica, y no como evidencia empírica concluyente.

8. Líneas futuras de investigación

Las limitaciones señaladas permiten plantear varias líneas de investigación futuras que este trabajo no puede desarrollar, pero que ayudarían a completar y profundizar el análisis.

La más inmediata es completar el análisis empírico por cohortes de *startups* financiadas por capital riesgo en EE.UU. entre 2010 y 2026, clasificando su trayectoria según su permanencia privada, salida a bolsa, adquisición o desaparición, y cuantificando el capital privado acumulado en cada cohorte antes de cualquier evento de salida. Esta aproximación, inspirada en la metodología de Ewens et al. (2018), permitiría actualizar la evidencia existente con los datos del periodo 2010–2026, un horizonte que incluye eventos macroeconómicos de primer orden como la recuperación posterior a la crisis financiera de 2008–2009, la pandemia de COVID-19 y la guerra de Ucrania. Para poder cerrar este análisis sería necesario recurrir a bases de datos especializadas, como PitchBook o Preqin, que ofrecen cobertura de rondas de capital riesgo e incluyen variables que Bloomberg no recoge: la participación accionarial del fundador, la existencia de derechos de redención contractuales, la composición del consejo de administración y la categorización precisa del tipo de inversor.

Una segunda línea de investigación sería comparar este fenómeno entre Estados Unidos y Europa. En los últimos años, la Unión Europea ha tratado de reforzar sus mercados de capitales y de reducir la dependencia de la financiación bancaria, entre otros objetivos, a través de la Unión de los Mercados de Capitales. Por ello, sería interesante analizar si las tendencias observadas en Estados Unidos (el mayor peso del mercado privado, el retraso de las salidas a bolsa y el menor acceso del inversor minorista al crecimiento empresarial) se están reproduciendo también en Europa. Esta comparación permitiría valorar hasta qué punto las diferencias regulatorias e institucionales entre ambas regiones generan efectos distintos sobre el inversor minorista.

Otra línea futura sería analizar si las nuevas vías de acceso al mercado privado realmente benefician al inversor minorista. En los últimos años han surgido instrumentos que intentan acercar este tipo de inversión a un público más amplio, como fondos de capital riesgo abiertos a inversores no profesionales bajo determinadas condiciones, o vehículos cotizados que invierten en empresas privadas, como las *Business Development Companies* en Estados Unidos. Sin embargo, no está claro si estos instrumentos permiten participar en las fases de mayor crecimiento empresarial o si solo ofrecen una exposición

tardía, limitada e indirecta. Estudiar esta cuestión sería importante para valorar si una mayor apertura del mercado privado mejora realmente la posición del inversor minorista.

Por último, sería interesante desarrollar con más profundidad una cuestión planteada por De Fontenay (2017): la relación entre la función informativa del mercado público y el crecimiento del mercado privado. Aunque muchas empresas prefieren permanecer privadas, el mercado privado sigue utilizando en parte la información generada por las empresas cotizadas, por ejemplo, para valorar compañías similares. Por ello, si el número de empresas cotizadas sigue disminuyendo, también podría reducirse la calidad de esas referencias. Analizar este efecto ayudaría a entender si el crecimiento del mercado privado puede acabar debilitando una de las funciones esenciales del mercado público.

Declaración uso de la IA

Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado

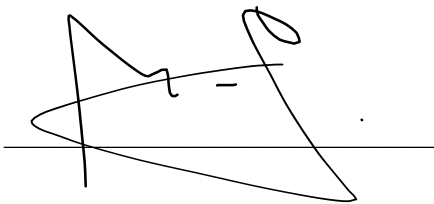
ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, Marta Ruiz-Labourdette Amiguetti, estudiante del Grado en Administración y Dirección de Empresas y Psicología de la Universidad Pontificia Comillas, al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado “*¿Sigue el crecimiento empresarial al alcance del inversor minorista? El auge del capital riesgo, el declive de las OPIs y la transformación de los mercados de capitales en Estados Unidos*”, declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. **Brainstorming de ideas de investigación:** Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
2. **Crítico:** Para encontrar contra-argumentos a una tesis específica que pretendo defender.
3. **Metodólogo:** Para descubrir métodos aplicables a problemas específicos de investigación.
4. **Interpretador de código:** Para realizar análisis de datos preliminares.
5. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
6. **Sintetizador y divulgador de libros complicados:** Para resumir y comprender literatura compleja.
7. **Revisor:** Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.
8. **Traductor:** Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 1 de junio de 2026

Firma: 

Referencias

- Bartlett, R. P. (2009). Going private but staying public: Reexamining the effect of Sarbanes-Oxley on firms' going-private decisions. *The University of Chicago Law Review*, 76(1), 7–63. <https://chicagounbound.uchicago.edu/uclrev/vol76/iss1/2/>
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., y Levine, R. (2009). Financial institutions and markets across countries and over time: Data and analysis (Policy Research Working Paper No. 4943). World Bank. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-4943>
- Bhidé, A. (1993). The hidden costs of stock market liquidity. *Journal of Financial Economics*, 34(1), 31–51. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90039-E](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90039-E)
- Boot, A. W. A., Gopalan, R. y Thakor, A. V. (2005). Market liquidity, investor participation, and managerial autonomy: Why do firms go private? *The Journal of Finance*, 63(4), 2013–2059. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01380.x>
- Budish, E., Lee, R. S. y Shim, J. J. (2024). A theory of stock exchange competition and innovation: Will the market fix the market? *Journal of Political Economy*, 132(4), 1209–1246. <https://doi.org/10.1086/727284>
- Carruthers, B. G. y Kim, J.-C. (2011). The sociology of finance. *Annual Review of Sociology*, 37, 239–259. <https://doi.org/10.1146/annurev-soc-081309-150129>
- De Fontenay, E. (2017). The deregulation of private capital and the decline of the public company. *Hastings Law Journal*, 68(3), 445–501. <https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm?abstractid=2951158>
- Evans, A. D. (2009). A requiem for the retail investor? *Virginia Law Review*, 95(4), 1105–1129. <https://repository.law.umich.edu/facarticles/118/>
- Ewens, M. y Farré-Mensa, J. (2019). The deregulation of the private equity markets and the decline in IPOs (NBER Working Paper No. 26317). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w26317>
- Ewens, M., Nanda, R., y Rhodes-Kropf, M. (2018). The evolution of private markets and the decline of IPOs. <https://jhfinance.web.unc.edu/wp-content/uploads/sites/12369/2017/11/2018TheEvolutionofthePrivateEquityMarketandtheDeclineinIPOs.pdf>

- Fenn, G. W., Liang, N. y Prowse, S. (1997). The private equity market: An overview. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 6(4), 1–106. <https://doi.org/10.1111/1468-0416.00012>
- Fisch, J. E. (2022). GameStop and the reemergence of the retail investor. *Boston University Law Review*, 102, 1799–1860. <https://www.bu.edu/bulawreview/files/2022/11/FISCH.pdf>
- Gredil, O. R. (2022). Do private equity managers have superior information on public markets? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 57(1), 321–358. <https://doi.org/10.1017/S0022109021000107>
- Greene, E. F., Gabor, E. S., Katharani-Khan, S. y Kang, J. M. (2021). The need for a comprehensive approach to capital markets regulation. *Columbia Business Law Review*, 2021, 689–794. <https://doi.org/10.52214/cblr.v2021i2.8637>
- Grundfest, J. A. (2001). The ambiguous boundaries between public and private securities markets. *Case Western Reserve Law Review*, 51(3), 483–492. <https://scholarlycommons.law.case.edu/caselrev/vol51/iss3/12/>
- Haddad, V., Huebner, P. y Loualiche, E. (2024). How competitive is the stock market? Theory, evidence from portfolios, and implications for the rise of passive investing. *American Economic Review*, 115(3), 975–1018. <https://doi.org/10.1257/aer.20230505>
- Kaplan, S. N., y Strömberg, P. (2009). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121–146. <https://doi.org/10.1257/jep.23.1.121>
- Karmel, R. S. (2005). Mutual funds, pension funds, hedge funds and stock market volatility—What regulation by the Securities and Exchange Commission is appropriate? *Notre Dame Law Review*, 80(3), 909–950. <https://scholarship.law.nd.edu/ndlr/vol80/iss3/4/>
- Keller, E. (1988). Introductory comment: A historical introduction to the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934. *Ohio State Law Journal*, 49, 329–350. <https://ssrn.com/abstract=4374124>

- Langevoort, D. C. (2008). The SEC, retail investors, and the institutionalization of the securities markets. Georgetown Law and Economics Research Paper Series. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1262322>
- Rosett, J. y Smith, R. (2014). Are public equity markets declining in importance? *Journal of Applied Finance*, 24(1), 6–13. <https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm?abstractid=2473548>
- Spamann, H. (2022). Indirect investor protection: The investment ecosystem and its legal underpinnings. *Journal of Legal Analysis*, 14(1), 17–79. <https://doi.org/10.1093/jla/laac003>
- Spindler, J. C. (2009). How private is private equity, and at what cost? *University of Chicago Law Review*, 76, 309–346. <https://chicagounbound.uchicago.edu/uclrev/vol76/iss1/11/>
- Van der Beck, P., Cohen, C. y Jaunin, C. (2022). The equity market implications of the retail investment boom. SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3776421>
- Wurgler, J. (2000). Financial markets and the allocation of capital. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 187–214. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00070-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00070-2)

Anexo: diseño y resultados parciales del análisis empírico por cohortes

A.1. Objetivo y alcance del análisis empírico

Este anexo recoge los resultados parciales del análisis que se intentó desarrollar como complemento a la revisión bibliográfica. El objetivo era replicar, en la medida de lo posible, la metodología de Ewens et al. (2018) para el período 2010–2026, construyendo un panel longitudinal de *startups* estadounidenses financiadas por capital riesgo y clasificando su trayectoria según su estado de salida: oferta pública inicial (OPI), adquisición (M&A), fracaso o permanencia en el mercado privado. El análisis no pudo completarse en todos sus pasos por las limitaciones de acceso a los datos descritas en el apartado 7 del trabajo, pero los resultados obtenidos permiten ilustrar la metodología y contrastar los primeros resultados con las conclusiones de la literatura de referencia.

A.2. Fuente de datos y procedimiento de extracción

La fuente principal fue la terminal Bloomberg, accedida a través del Resources Lab de ICADE. Se construyeron dos bases independientes. La primera recoge las rondas de financiación de capital riesgo: se aplicó el filtro combinado Inversión + Capital de riesgo en la pantalla MA de Bloomberg, restringiendo la búsqueda a operaciones completadas con objetivo privado en Estados Unidos, para el período 2010–2015. La elección del filtro combinado, en lugar del filtro estricto de capital riesgo, responde a que la categoría estricta de Bloomberg clasifica principalmente empresas conjuntas industriales y operaciones de financiación de proyectos corporativos, mientras que las rondas de capital riesgo tradicional protagonizadas por fondos como Sequoia, Andreessen Horowitz o Tiger Global quedan clasificadas bajo la categoría Inversión. La segunda base recoge las salidas a bolsa. Se obtuvo a partir de la función de ofertas públicas iniciales de Bloomberg, aplicando los siguientes filtros: fecha de cotización entre 2010 y 2026, tipo de oferta inicial, acciones ordinarias cotizadas en la Bolsa de Nueva York o en el Nasdaq, y emisor con sede en Estados Unidos. Esta consulta devolvió un total de 1.645 OPIs.

Tras la limpieza de la base de rondas (eliminación de duplicados, la supresión de filas sin razón social y la normalización de nombres) la base consolidada contiene 12.935 empresas, todas ellas con primera ronda entre 2010 y 2015 (las cohortes 2016–2026 permanecen vacías por la limitación temporal de la extracción, que no llegó a cubrir ese período).

El cruce entre las dos bases se realizó por razón social normalizada, dado que Bloomberg no asigna identificador único a las empresas privadas.

A.3. Resultados por cohorte

La Tabla A.1 recoge los resultados del cruce para las cohortes 2010–2015. El total de OPIs identificadas sobre el universo de 12.935 empresas es de 209, lo que representa una tasa agregada del 1,6 % sobre el conjunto. La edad media entre la primera ronda de financiación y la salida a bolsa es de 6,1 años para el conjunto de las empresas con match válido.

Tabla A.1. Análisis por cohorte: empresas financiadas por capital riesgo en EE.UU. (2010–2015)

Cohorte	N.º empresas	N.º con OPI	% OPI / cohorte	Edad media en OPI (años)
2010	926	37	4,0 %	7,6
2011	1.943	25	1,3 %	7,0
2012	2.148	29	1,3 %	7,2
2013	2.229	32	1,4 %	6,0
2014	2.632	42	1,6 %	5,0
2015	3.057	44	1,4 %	4,9
TOTAL	12.935	209	1,6 %	6,1

Fuente: elaboración propia a partir de Bloomberg (terminal Resources Lab, ICADE).

Entre las empresas que el cruce identifica con OPI válida figuran algunas de las salidas a bolsa más relevantes del período: Uber Technologies (cohorte 2010, OPI 2019), Pinterest (2010, 2019), Lyft (2013, 2019), Snowflake (2014, 2020), DoorDash (2013, 2020), Airbnb (2009, 2020), Coinbase (2012, 2021) o ServiceTitan (2012, 2024).

Los porcentajes de OPI sobre cohorte oscilan entre el 1,3 % y el 4,0 %, valores que resultan sensiblemente inferiores a los reportados por Ewens et al. (2018) para las cohortes previas a 2000, donde las tasas de salida a bolsa se situaban entre el 10 % y el 25 %. Esta diferencia es coherente con la tesis central del trabajo: una mayoría de las *startups* financiadas por capital riesgo en el período 2010–2015 no terminó saliendo a bolsa en el horizonte temporal disponible. La edad media de 6,1 años al llegar al mercado público es también consistente con la tendencia documentada en la literatura de que las empresas salen a bolsa en una fase más madura que en décadas anteriores.

A.4. Fases del análisis pendientes de completar

El análisis descrito aquí cubre únicamente la primera dimensión del panel (la identificación de OPIs). Quedan pendientes cuatro fases adicionales que no pudieron cerrarse por las razones detalladas en el apartado 7 del trabajo.

La primera es la extensión de la base de rondas a los años 2016–2026, necesaria para completar las cohortes correspondientes a ese período. La segunda es el cruce de las 12.726 empresas sin match de OPI con la base de fusiones y adquisiciones de Bloomberg (función CACT), con el fin de identificar las salidas por venta estratégica y distinguirlas de las empresas que permanecen activas como privadas o han desaparecido. La tercera es la clasificación de los inversores de cada ronda en cinco categorías (capital riesgo tradicional, corporate venture capital, fondos mutuos, hedge funds y otros inversores no tradicionales), que permitiría medir la participación de inversores no tradicionales en rondas tardías, una de las variables centrales del análisis de Ewens et al. La cuarta es el cálculo del rendimiento post-OPI de las empresas identificadas, comparando su evolución bursátil en el primer y segundo año tras la salida con el S&P 500, para evaluar si las empresas que llegan más maduras al mercado público ofrecen menor recorrido de revalorización posterior.