Hacer nuestra tarea en las divulgaciones del mercado privado



Publicado el abril 29, 2022 por [**Editor**](https://www.xbrl.org/news/doing-our-homework-on-private-market-disclosures/)

¿Cómo debería la Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos (SEC) lograr el equilibrio adecuado en la regulación efectiva de los mercados privados? La comisionada Caroline Crenshaw ofrece una discusión en profundidad de este tema en comentarios en la Universidad de Chicago, titulado 'Calificación de los reguladores y tarea para los maestros'.

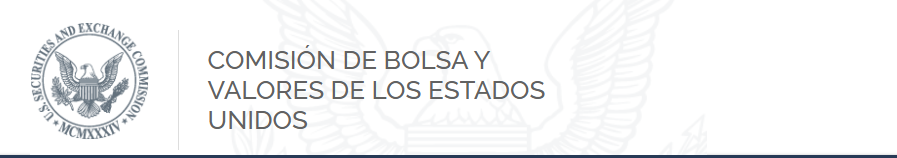
Los mercados privados están creciendo a tasas sin precedentes, señala. Desde 2009, la recaudación de fondos en los mercados privados ha superado a los mercados públicos, alcanzando niveles récord el año pasado. Al mismo tiempo, sugiere que las empresas y los fondos más pequeños no están cosechando los beneficios de esta tendencia y que los requisitos de divulgación menos estrictos en los mercados privados pueden tener consecuencias problemáticas, particularmente con los inversores minoristas cada vez más expuestos a estos mercados.

*"Me preocupa que no solo no estemos promoviendo el acceso al capital para las empresas que podrían beneficiarse más, sino también que el sistema actual no proporcione una divulgación estandarizada en la que todos los inversores puedan confiar para la toma de decisiones, marcos de informes que forman la base de la responsabilidad corporativa y los datos de la industria que necesitamos como reguladores para informar nuestras decisiones. ",* dice. Como ella observa, dos empresas pueden ser prácticamente idénticas en todos los aspectos, como la base de accionistas, el producto y el modelo de negocio, pero la empresa pública deberá cumplir con una serie de requisitos de divulgación, auditoría y votación de los accionistas, mientras que la empresa privada *"no tendría ninguna de esas obligaciones regulatorias y, por lo tanto, sus inversores no pueden confiar en esas protecciones".*

Crenshaw enfatiza fuertemente la importancia de los datos en la toma de decisiones regulatorias, y su creencia de que se necesita más información y conocimientos sobre los mercados privados. Con esto en mente, plantea una serie de preguntas interesantes de "tarea" a su audiencia, en áreas como el funcionamiento actual de los mercados privados, si existen protecciones adecuadas y las implicaciones del crecimiento; cómo aliviar las barreras de acceso sin erosionar la protección de los inversores y aumentar la asimetría de la información; y si las normas mínimas de gobierno corporativo y código de ética deberían aplicarse a todas las empresas.

Lea más [aquí](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422).

[DIVULGACIÓN](https://www.xbrl.org/tag/disclosure/) [REGULACIÓN](https://www.xbrl.org/tag/regulation/) [DE MERCADOS PRIVADOS](https://www.xbrl.org/tag/private-markets/) [SEC](https://www.xbrl.org/tag/sec/) [US](https://www.xbrl.org/tag/us/)



[**Discurso**](https://www.sec.gov/news/speeches-statements?aId=edit-news-type&field_person_target_id=&year=All&speaker=&news_type=Speech)

Calificación de los reguladores y tarea para los maestros: Comentarios en el Simposio sobre Empresas Privadas: Informes, Financiamiento y Economía Agregada en la Escuela de Negocios Booth de la Universidad de Chicago

**[[](https://www.sec.gov/biography/caroline-crenshaw)](https://www.sec.gov/biography/caroline-crenshaw)**

**[Comisionada Caroline A. Crenshaw](https://www.sec.gov/biography/caroline-crenshaw)**

**abril 14, 2022**

Gracias, Michael [Minnis]. Me siento honrado de estar aquí hoy con un grupo tan impresionante de participantes. Los mercados privados y su papel en la economía es un tema importante y me complace tener esta reunión de académicos muy respetados y participantes de la industria que piensan en el tema. También me gustaría agradecer al anfitrión de esta noche, la Universidad de Chicago, cuya facultad tiene un profundo impacto en la formulación de políticas a través de su investigación y discusión. [[1]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn1" \o ") Antes de llegar demasiado lejos, permítanme hacer la revelación estándar de que las opiniones que expreso hoy son mías y no reflejan necesariamente las opiniones de la Comisión o de su personal.

**La importancia de los datos**

Todos nosotros tenemos algo en común: nuestra creencia en el poder de los datos. Di un discurso hace unos meses sobre lo importantes que son, y deberían ser, los datos para impulsar el pensamiento y la acción regulatoria.[[2]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn2" \o ") Eso puede incluso haberme dado la invitación que recibí para hablar aquí hoy. La academia puede jugar una gran ayuda para ayudar a evaluar no solo lo que necesita ser regulado, sino también qué tan efectivas son las regulaciones existentes. Los datos deben ser primordiales en nuestra toma de decisiones regulatorias y sentados en esta sala se encuentran algunos de los líderes de pensamiento más sofisticados sobre datos en los mercados de valores del mundo. Partiendo de la premisa de que el número óptimo de regulaciones no es cero (y reconozco que puede haber quienes no partan de esa premisa), quiero contar con su ayuda mientras pensamos en cuál es el equilibrio correcto en la regulación de los mercados privados, y cómo deberían ser esas reglas.

Además, esto me da la oportunidad de asignar algunos deberes a los profesores, que tengo la intención de hacer hoy. Aunque tenemos recursos brillantes en la SEC, esos recursos también son limitados. Por lo tanto, me gustaría que el discurso de hoy fuera una especie de llamado a las armas: ayudarnos a evaluar cómo las regulaciones de la SEC están a la altura de los objetivos establecidos de esas regulaciones y ayudarnos a descubrir a dónde ir a continuación.

**Los mercados privados están creciendo**

Comencemos con la disposición de la tierra. Los mercados privados están creciendo a tasas récord. Esta es, por supuesto, una tendencia que ha estado en curso durante algún tiempo. Desde 2009, la recaudación de fondos en los mercados privados ha superado la recaudación de fondos en los mercados públicos. [[3]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn3" \o ") Según los titulares recientes, 2021 no fue una excepción en términos de crecimiento del mercado privado. En 2021:

* La recaudación de fondos en los mercados privados mundiales alcanzó un récord de casi $ 1.2 billones, un aumento de casi el 20% con respecto a 2020 y un aumento de tres veces en la última década. [[4]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn4" \o ")
* Los activos privados bajo administración alcanzaron un máximo histórico de $ 9.8 billones a partir de julio del año pasado, un aumento de ~ 33% desde $ 7.4 billones el año anterior. [[5]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn5" \o ")
* Los activos de los fondos privados estadounidenses han aumentado un 70% en solo cinco años. [[6]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn6" \o ")

El número de empresas privadas está creciendo y se mantienen privadas por más tiempo. El término "Unicornio" se ha vuelto omnipresente: empresas privadas con valoraciones de mil millones de dólares o más. A partir de febrero de este año, el tamaño de los unicornios ha crecido y el número de unicornios ha llegado a más de 1,000, tal vez haciendo que el término "Unicornio" sea un nombre inapropiado. [[7]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn7" \o ") En 2013, el Unicornio más valioso fue Twitter con $ 10 mil millones; hoy, es ByteDance (la empresa matriz de TikTok) con un valor de $ 410 mil millones. [[8]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn8" \o ")

Todo esto contrasta con los mercados públicos, que parecen estar disminuyendo en términos de cuota de mercado global. Las empresas privadas parecen estar superando a las empresas públicas tanto en número como en recaudación de fondos. [[9]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn9" \o ") Desde el 1 de julio de 2020 hasta el 30 de junio de 2021, se recaudó casi el doble de dinero en ofertas exentas que a través de ofertas públicas. [[10]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn10" \o ") Otro punto de datos es el índice Wilshire 5000, que rastrea el rendimiento general del mercado de valores de los Estados Unidos al mantener miles de acciones que cotizan en bolsa en un momento dado, significativamente más que el S&P, NASDAQ y dow. Para ser incluidas en el Wilshire 5000, las empresas deben cotizar en bolsa y tener su sede en los Estados Unidos. Y, si bien había 7.500 empresas en el índice a partir de 1998, hoy ese número se ha reducido a alrededor de 3.500. [[11]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn11" \o ")

**Se suponía que la armonización mejoraría el acceso de las pequeñas y medianas empresas a los mercados y al capital. ¿Está funcionando?**

Juré en el cargo como Comisionado de la SEC el 20 de agosto de 2020. Seis días después de mi mandato, en contra de mi voto, la Comisión adoptó una norma para ampliar la definición de inversor acreditado. [[12]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn12" \o ") Tres meses después, la SEC aprobó otra regla llamada "Facilitar la formación de capital y expandir las oportunidades de inversión al mejorar el acceso al capital en los mercados privados". [[13]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn13" \o ") (La brevedad no es nuestro fuerte en la SEC). La abreviatura de esa norma es que mejorará el acceso al capital privado simplificando, armonizando y ampliando el marco de oferta exenta. En otras palabras, habría más acceso al capital fuera de los mercados públicos registrados, porque se podría recaudar más dinero a través de exenciones. En particular, se trataba de crear "un marco más racional que facilitara la formación de capital para las pequeñas y medianas empresas y beneficiara a los inversores en los próximos años". [[14]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn14" \o ") Todos los goles loables. Para lograr esto, la regla dio un mayor margen de maniobra a los emisores para permitir la solicitud general de inversores, aumentó los límites de oferta en virtud de la Regulación D, la Regulación A y la Regulación Crowdfunding,[[15]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn15" \o ") aumentó la frecuencia con la que se podían realizar ofertas y, junto con la Regla del Inversor Acreditado, amplió en general el alcance de las ofertas exentas a nuevos inversores. permitiéndoles acceder a nuevos mercados. Por el contrario, también proporcionó a esos mercados un nuevo acceso a los inversores. Pero, lo que es más importante, lo hizo sin la transparencia, la rendición de cuentas y las protecciones de los inversores que ofrecen los mercados públicos. El comunicado de adopción también predijo que las reglas solo tendrían un impacto marginal en el número de ofertas registradas. [[16]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn16" \o ") Pero, ¿logró la regla sus objetivos? ¿Lo hará? [[17]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn17" \o ")

La semana pasada, la SEC celebró su foro de pequeñas empresas. Es uno de mis eventos favoritos. Celebramos los logros de los propietarios de pequeñas empresas en este país, los empresarios comparten estrategias y herramientas para la recaudación de fondos, y consideramos cómo podemos servir mejor a estas personas, personas trabajadoras que, de muchas maneras, forman la columna vertebral de nuestro país y economía. Te animo a asistir el año que viene.

Pero en ciertos discursos e informes recientes, hemos estado escuchando de la Oficina del Defensor de la Formación de Capital para Pequeñas Empresas, tanto anecdóticamente como a través de estos datos, que el auge del mercado privado no está sirviendo a todos por igual. Las empresas parecen permanecer privadas por más tiempo y participar en rondas de financiación cada vez más grandes antes de salir a bolsa (si se hacen públicas), que es donde parece que gran parte del capital privado puede estar yendo. [[18]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn18" \o ") Los grandes inversores institucionales tradicionalmente públicos están invirtiendo en los mercados de capital riesgo y de capital privado más que nunca. Así, por ejemplo, aunque tradicionalmente los inversores públicos invirtieron en el 5,3% de las transacciones de riesgo por conteo, representaron más del 36% del valor de las transacciones de riesgo en 2020. [[19]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn19" \o ") La ronda de riesgo medio sin inversores públicos cruzados se mantuvo por debajo de los 3 millones de dólares; el tamaño del acuerdo con inversores cruzados fue de más de $ 60 millones. [[20]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn20" \o ") En otras palabras, el auge del mercado privado no es necesariamente una bendición para nuestras pequeñas y medianas empresas que buscan capital. Y, para ser franco, no estoy seguro de que necesitemos una regulación para ayudar a facilitar que más capital vaya a los unicornios y otras grandes empresas privadas, parece que lo están haciendo bien por su cuenta. Mientras tanto, los pequeños empresarios todavía están luchando por obtener acceso al capital después de la etapa de inversionista ángel. [[21]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn21" \o ")

Puede haber una tendencia similar entre los fondos de capital privado, con nombres establecidos y megafondos que desplazan a aquellos que buscan ingresar a las finanzas. Del crecimiento de 2021 que describí anteriormente, los fondos de capital privado fueron los que más crecieron y representan $ 6.3 billones en activos bajo administración. [[22]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn22" \o ") Muchos de los nombres establecidos están recaudando con éxito nuevos fondos emblemáticos de "megafondos" con más de $ 5 mil millones de activos recaudados. [[23]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn23" \o ") Sin embargo, parece que los gerentes emergentes y primerizos están teniendo menos éxito en la obtención de capital en este mercado altamente competitivo. [[24]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn24" \o ") Estos gerentes más nuevos y más pequeños son los que tienen más probabilidades de invertir en empresas más pequeñas y diversas. [[25]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn25" \o ") Me preocupa que si no tienen oportunidades, se reduzcan las oportunidades para los demás.

Las tendencias que estoy describiendo se pusieron en marcha antes de la ronda más reciente de elaboración de normas. Este crecimiento del mercado privado no ocurrió de la noche a la mañana y se vio facilitado por quizás muchas cosas, incluido el marco legal establecido hace mucho tiempo. [[26]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn26" \o ") Pero independientemente de cómo llegamos aquí, creo que realmente tenemos que lidiar con si ahora estamos donde queremos que estén nuestros mercados. ¿Realmente estamos facilitando la formación de capital para pequeñas y diversas empresas, y si no, cómo lo hacemos mejor? Espero que nos ayude a recopilar datos pasados y emergentes sobre este tema. Mi temor siempre presente es que las reglas de formación de capital que implementamos presten atención de boquilla a las necesidades de los empresarios estadounidenses cotidianos, pero realmente sirvan a otro maestro. Y debido a los requisitos de divulgación menos estrictos en los mercados privados, lo hacen a expensas de la divulgación real, sustantiva y significativa a los inversores, las partes interesadas y los reguladores. [[27]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn27" \o ") Los unicornios pueden preferir no proporcionar el tipo de información sobre sus negocios que las empresas que cotizan en bolsa tienen que divulgar, pero el resultado es menos datos públicos sobre lo que realmente está funcionando y lo que, en cambio, es simplemente trasladar las cargas a aquellos menos capaces de soportarlas. Por lo tanto, me preocupa que no solo *no* estemos promoviendo el acceso al capital para las empresas que podrían beneficiarse más, sino también que el sistema actual no proporcione una divulgación estandarizada en la que todos los inversores puedan confiar para la toma de decisiones, marcos de informes que forman la base de la responsabilidad corporativa y los datos de la industria que necesitamos como reguladores para informar nuestras decisiones.

Lo que me lleva a mi siguiente pregunta...

**¿Estamos protegiendo adecuadamente a los inversores en los mercados privados?**

Puede que no sorprenda a muchos de ustedes saber que me opuse a la regla en parte porque pensé que no avanzaba adecuadamente en nuestra misión de protección al inversor. [[28]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn28" \o ") Y lo que más me preocupa de la opacidad de los mercados privados es bastante simple: el potencial de fraude y otros daños a los inversores.

De hecho, nuestro personal de la División de Exámenes emitió una alerta de riesgo a principios de este año en relación con las deficiencias que estaban viendo en los administradores de fondos privados registrados. Las áreas que destacaron fueron preocupantes, por decir lo menos. En particular, el personal señaló:

* *Información material engañosa sobre los antecedentes;*
* *Cálculos de rendimiento inexactos;*
* *Falta de inversión de acuerdo con la divulgación de información de los fondos con respecto a la estrategia de inversión;*
* *Falta de obtención del consentimiento informado de las Juntas Asesoras o Comités de Sociedades Limitadas Requeridos bajo las Divulgaciones de Fondos;*
* *Falta de investigación razonable sobre inversiones o fondos subyacentes.*

Y, estamos viendo un flujo constante de acciones de aplicación de fondos privados, incluidos fraudes relacionados con fraudes similares a Ponzi; [[29] fraudes](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn29" \o ") de honorarios y gastos; [[30]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn30" \o ") prácticas de valoración; [[31]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn31" \o ") entre muchos otros casos preocupantes. [[32]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn32" \o ")

Los inversores minoristas, los estadounidenses que trabajan, están más expuestos que nunca a los mercados privados. Algunos se invierten directamente. [[33]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn33" \o ") Estos inversores generalmente no tienen acceso a los acuerdos más grandes y menos riesgosos a los que tienen acceso los grandes fondos privados y otros inversores profesionales; y, del mismo modo, es posible que no tengan las reservas para soportar una o dos empresas fallidas. La capacidad de que múltiples inversiones fracasen con la esperanza de encontrar un ganador requiere tanto acceso a una amplia gama de inversiones prometedoras como a grandes cantidades de dinero que puede permitirse perder, dos atributos que la mayoría de los pequeños inversores estadounidenses no tienen.

Otros inversores de clase media invierten a través de sus fondos de pensiones, que según algunas estimaciones representan más del 20% de los inversores de fondos privados. [[34]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn34" \o ") En este debate sobre la regulación de los mercados privados, a menudo escuchamos argumentos de que los grandes socios limitados ("LP") son sofisticados y tienen un tremendo poder de negociación al realizar inversiones en fondos y empresas privadas. Por lo tanto, pueden obtener acceso a cualquier información, inversiones o privilegios de inversión que deseen. Pero, no debemos perder de vista el hecho de que no todos los LP se crean por igual: el poder de negociación de un fondo soberano puede ser bastante diferente del poder de negociación de las pensiones de la policía, los maestros o los bomberos de los pequeños municipios. Y, si bien muchas de estas pensiones tienen requisitos para asignar cierto capital a los mercados privados, es posible que no tengan acceso o la capacidad de obtener administradores cuyos fondos produzcan rendimientos del cuartil superior, lo que resulta en inversiones que lo hacen peor que los índices públicos. [[35]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn35" \o ")

Además, los trabajadores estadounidenses también invierten a través de su 401 (k) u otras tenencias diversificadas en fondos mutuos, que pueden invertir una parte de sus tenencias en fondos y compañías privadas. [[36]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn36" \o ") En resumen, una parte significativa de los dólares finales que van al mercado privado proviene de la jubilación y los ahorros de nuestra clase media. Esto aumenta la importancia de este diálogo sobre qué nivel de transparencia, responsabilidad y supervisión deberían requerirse en este mercado y si realmente está funcionando para los inversores que trabajan en Estados Unidos.

La afluencia de capital al lado privado de la industria, junto con la gravedad y frecuencia de la mala conducta que nuestra agencia está descubriendo (incluso con la información limitada que podemos recopilar) me sugiere que nuestra reciente elaboración de normas puede no haber sido el enfoque correcto para servir a nuestros objetivos. La visibilidad incompleta que tenemos en los mercados privados me dice que necesitamos más información para regular y garantizar que cada estadounidense pueda ahorrar adecuadamente para la educación de sus hijos y su propia jubilación. En pocas palabras, necesitamos más información, más educación, de hecho, más datos, para poder proteger eficazmente a los inversores, antes de que ocurran los grandes fraudes.

**¿A dónde ir desde aquí?**

Creo que hay un debate más amplio en curso en este momento, tanto dentro como fuera de esta sala, sobre cuál es el equilibrio adecuado entre los mercados público y privado. Leí un artículo recientemente que planteó la paradoja sucintamente: puede tener dos empresas que son prácticamente idénticas en todos los aspectos, incluida la base de accionistas, el producto, los modelos de negocio, el número de empleados, las operaciones, el valor empresarial, etc. Sin embargo, esas dos compañías pueden tener obligaciones regulatorias y de divulgación completamente diferentes para los inversores y las partes interesadas. La Empresa Pública A tendría que proporcionar divulgación pública sobre resultados financieros, operaciones, tendencias, compensación ejecutiva, gobierno corporativo, entre otras divulgaciones; tendrían que hacer que la administración y los auditores independientes certifiquen la eficacia de sus controles internos sobre la información financiera; y, tendría que someter ciertos asuntos al voto de los accionistas. La empresa privada B no tendría ninguna de esas obligaciones regulatorias y, por lo tanto, sus inversores no pueden confiar en esas protecciones. [[37]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn37" \o ")

Los costos de salir a bolsa son obvios: debe pagar a abogados, banqueros, suscriptores y luego asumir los gastos del cumplimiento continuo. [[38]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn38" \o ") Los beneficios pueden ser obvios para una empresa que ahora tiene un acceso más inmediato al capital. Pero también puede haber otros beneficios externos para las empresas públicas que beneficien a todo el ecosistema. Y, del mismo modo, tal vez los ahorros en los costos de divulgación y cumplimiento de los que disfrutan las empresas privadas no sean realmente ahorros en absoluto. Más bien, ¿las empresas privadas realmente están trasladando los costos y riesgos a los inversores y los mercados?

Entonces, aquí está mi pregunta para usted: ¿estamos en el equilibrio correcto? Sé que este es un debate en curso, pero me gustaría que continuara y cristalizara en recomendaciones para nosotros en la Comisión.

* ¿Dónde colocan sus fondos los inversores minoristas y existen protecciones adecuadas?
* ¿Cuáles son las implicaciones completas y sistemáticas del creciente tamaño de nuestros mercados privados y de tener tantos de los llamados unicornios? ¿Existen implicaciones imprevistas cuando los Unicornios se hacen públicos, incluida la forma en que podrían utilizar su capital acumulado de forma privada para influir en el proceso de salida a bolsa y su estructura de gobierno?
* ¿Cuáles son las barreras para acceder a los mercados públicos hoy en día, y cómo podemos aliviar tales barreras sin erosionar las protecciones de los inversores y aumentar la ya gran asimetría de la información? [[39]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn39" \o ")
* ¿Deberíamos tomar medidas inmediatas para proteger mejor a los empleados-inversores de las empresas privadas, que son particularmente vulnerables a los desafíos de liquidez y valoración que acompañan a las empresas privadas?
* ¿Existen estándares mínimos de gobierno corporativo y código de ética que deberían aplicarse a todas las empresas, públicas y privadas?
* ¿Hay otras áreas de nuestro marco de oferta exenta que podrían mejorarse o calibrarse mejor? Por ejemplo, ¿la Regulación D y la definición de Inversionista Acreditado?
* ¿Deberíamos revisar las reglas bajo la Sección 12(g) de la Ley de Intercambio?

Sobre este último punto, mi colega la Comisaria Allison Herren Lee ha sugerido recientemente que revisemos la definición de "accionista registrado" en la sección 12, letra g), para reflejar mejor la titularidad real de las empresas. [[40]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn40" \o ") Me gustaría escuchar a la comunidad académica sobre esa propuesta y sobre otras que podrían afectar la forma en que pensamos sobre los mercados privados.

Finalmente, si no puede darme respuestas a mis preguntas, porque no hay datos suficientes o por otras razones, ¿puede darme preguntas que pueda responder? Utilizando ensayos aleatorios, experimentos naturales, estudios de eventos y diferencias en la diferencia, ¿qué le permiten las herramientas concluir con confianza sobre el marco regulatorio correcto? [[41]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftn41" \o ")

**Conclusión**

Con eso, me gustaría darle las gracias una vez más por invitarme aquí esta noche, para hablar a una audiencia tan estimada. Te he dado mucha tarea. Espero que intervenga y nos ayude a pensar en estos temas importantes y en cómo podemos servir mejor a nuestro importante mandato en la SEC. Les animo a que se pongan en contacto con nosotros y nos involucren en este diálogo.

[[1]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref1" \o ") Para dar solo algunos de los innumerables ejemplos*, véase, por ejemplo*, Amir Sufi, House of Debt: How They (and You) Caused the Great Recession and How We Can Prevent It From Happening Again (University of Chicago Press 2014); Richard Hornbeck y Enrico Moretti, *Estimating Who Benefits from Productivity Growth: Local and Distant Effects of City Productivity Growth on Wages, Rents, and Inequality*, [National Bureau of Economic Research Working Paper 24661](https://www.nber.org/papers/w24661) (mayo de 2018) (Rev. enero de 2019); Wenxin Du, [*Money Market Funds: the Tale of Two Diverging Paths*](https://www.ft.com/content/0983f29c-6aaa-48fb-be85-90780d8e5bda), Fin. Times (24 de junio de 2021); Luigi Zingales & Bethany McLean, *[Capitalisn't: A Podcast from the University of Chicago's Stigler Center in Collaboration with the Chicago Booth Review](https://www.chicagobooth.edu/research/stigler/about/capitalisnt)*.

[[2]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref2" \o ") Comisionada Caroline Crenshaw, [Mind the (Data) Gaps: Keynote Address at the 8th Annual Conference on Financial Market Regulation](https://www.sec.gov/news/speech/mind-the-data-gaps?utm_medium=email&utm_source=govdelivery#_ftn2) (14 de mayo de 2021).

[[3]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref3" \o ") Morgan Stanley, *[Public to Private Equity in the United States: A Long-Term Look](https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/articles/articles_publictoprivateequityintheusalongtermlook_us.pdf)*(4 de agosto de 2020) ("[C]ompanies han recaudado más dinero en los mercados privados que en los mercados públicos en cada año desde 2009") (*citando a* Scott Bauguess, Rachita Gullapalli y Vladimir Ivanov, [*Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009-2017*](https://www.sec.gov/dera/staff-papers/white-papers/dera_white_paper_regulation_d_082018), División de Análisis Económico y de Riesgos, Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos (1 de agosto de 2018)); *ver también* Oficina del Defensor de la Formación de Capital para Pequeñas Empresas, [Informe Anual para el Año Fiscal 2021](https://www.sec.gov/files/2021-OASB-Annual-Report.pdf), en 11 (que muestra ofertas no registradas en casi el doble de la cantidad de ofertas registradas entre el 1 de julio de 2020 y el 30 de junio de 2021) (en adelante, "Informe Anual 2021 de la Oficina del Defensor de las Pequeñas Empresas 2021").

[[4]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref4" \o ") McKinsey & Company Global Private Markets Review 2022, [*Private Markets Rally to New Heights*](https://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/mckinseys-private-markets-annual-review), at 2 & 6, Exh. 1 (en adelante, "Informe McKinsey 2022").

[[5]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref5" \o ") *Ídem.*en 2, 7.

[[6]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref6" \o ") División de Exámenes, Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos, Observaciones de exámenes de asesores de fondos privados, [Alerta de riesgo](https://www.sec.gov/files/private-fund-risk-alert-pt-2.pdf) (27 de enero de 2022).

[[7]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref7" \o ") Ellen Huet, [*ahora hay 1,000 startups unicornio con $ 1 mil millones o más*](https://www.bloomberg.com/news/features/2022-02-09/there-are-now-1-000-unicorn-private-company-startups-worth-1-billion-or-more), Bloomberg.com (9 de febrero de 2022); *véase también* [CB Insights – la lista completa de empresas unicornio](https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies). En el momento de este discurso, CB Insights estaba reportando 1,083 Unicornios.

[[8]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref8" \o ") *Ídem.*(señalando también que "en 2022 los unicornios se acuñan a un ritmo de más de uno por día").

[[9]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref9" \o ") George Georgiev, "The Breakdown of the Public-Private Divide in Securities Law: Causes, Consequences, and Reforms", NYU Journal of Law & Business, Vol. 18 en 228 & Exhs. A-2, A-4, A-5 y A-6 (otoño de 2021) (en adelante, "La ruptura de la división público-privada").

[[10]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref10" \o ") Informe anual 2021 de la Oficina del Defensor de la Pequeña Empresa en 11.

[[11]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref11" \o ") Kat Tretina y Benjamin Curry, [*The Wilshire 5000: Invest in the Whole U.S. Stock Market*](https://www.forbes.com/advisor/investing/wilshire-5000/),Forbes Advisor (9 de septiembre de 2021).

[[12]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref12" \o ") Adopción de la [liberación, definición de inversionista acreditado](https://www.sec.gov/rules/final/2020/33-10824.pdf), Rel. Nos. 33-10824; 34-89669 (26 de agosto de 2020).

[[13]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref13" \o ") Adopción de la liberación, [facilitación de la formación de capital y ampliación de las oportunidades de inversión mediante la mejora del acceso al capital en los mercados privados](https://www.sec.gov/rules/final/2020/33-10884.pdf), Rel. Nos. 33-10884; 34-90300; IC-34082 (2 de noviembre de 2020) (en adelante, "Versión de adopción de armonización").

[[14]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref14" \o ") Comunicado de prensa, [*SEC harmonizes and Improves 'Patchwork' Exempt Offering Framework*](https://www.sec.gov/news/press-release/2020-273), SEC Press Release No. 2020-273 (2 de noviembre de 2020) (*citando al* presidente Jay Clayton).

[[15]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref15" \o ") *Véase, por ejemplo,* Securities & Exchange Commission, Office of the Advocate for Small Business Capital Formation, [Exempt Offerings](https://www.sec.gov/education/smallbusiness/exemptofferings).

[[16]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref16" \o ") [Armonización Adoptando La Publicación](https://www.sec.gov/rules/final/2020/33-10884.pdf) en 8 ("[E]l estimación, como se discute más adelante en la Sección IV (Análisis Económico) a continuación, de que si bien estas enmiendas pueden alentar más ofertas exentas, estas ofertas tendrán solo un impacto marginal en el número de ofertas registradas").

[[17]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref17" \o ") *Véase*la Declaración del presidente Jay Clayton sobre la armonización, [simplificación y mejora del marco de oferta exenta, beneficios para las pequeñas y medianas empresas y sus inversores](https://www.sec.gov/news/public-statement/clayton-harmonization-2020-11-2) (2 de noviembre de 2020).

[[18]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref18" \o ") Huet, [*ahora hay 1,000 startups unicornio con $ 1 mil millones o más*](https://www.bloomberg.com/news/features/2022-02-09/there-are-now-1-000-unicorn-private-company-startups-worth-1-billion-or-more), Bloomberg.com (9 de febrero de 2022); El desglose de la brecha público-privada, en 227-228 (señalando que la edad típica de las empresas de tecnología que salen a bolsa fue de 7,8 años entre 1980 y 2011; desde 2012, ha crecido a 11 años) y 269-271 (discutiendo la disponibilidad de financiación privada que ha dado como resultado que los Unicornios de hoy permanezcan privados por más tiempo y logren tamaños más grandes que sus predecesores).

[[19]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref19" \o ") Martha Miller, [*Banner Year in the Markets Solves Capital Raising Woes: Headline Clickbait and the Real Story of Access to Capital, Remarks at The SEC Speaks in 2021*](https://www.sec.gov/news/speech/miller-sec-speaks-2021#_edn11)(13 de octubre de 2021).

[[20]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref20" \o ") *Id.*; *seealso*Cameron Stanfill, *et al.*, [Nota del analista: Crossing Over into Venture. Una mirada al impacto de los inversores cruzados en la negociación de capital de riesgo de EE. UU.](https://pitchbook.com/news/reports/q2-2021-pitchbook-analyst-note-crossing-over-into-venture), PitchBook (2021); [Transcripción](https://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/sbcfac-transcript-092721.pdf) de la reunión del Comité Asesor de Formación de Capital para Pequeñas Empresas de la Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos a las 71 (27 de septiembre de 2021).

[[21]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref21" \o ") Martha Miller, [Rethinking Capital Raising Policy: Opening Remarks at the SEC's Small Business Forum](https://www.sec.gov/news/speech/miller-remarks-small-business-forum-040422) (4 de abril de 2022) (describiendo, en el contexto de la "exclusividad de la recaudación de fondos" que "los datos y las experiencias de nuestra Oficina han demostrado una y otra vez que *quién eres*, tu red personal, ubicación, educación y grupo demográfico, a menudo es el primer obstáculo a superar antes de que los inversores *aprendan lo que estás construyendo* y, críticamente*, si van a invertir*. Muchos fundadores nunca entran en la sala para contar su historia a los inversores debido a quiénes son. Yo usaría la frase "la puerta está cerrada de golpe en su cara", pero para la mayoría de esos fundadores, nunca se acercan a la puerta en absoluto).

[[22]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref22" \o ") Informe McKinsey 2022 en 2.

[[23]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref23" \o ") *Véase*[Pitchbook – US PE Breakdown](https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/Q1_2022_US_PE_Breakdown.pdf) (Q1 2022) (En relación con los "megafondos", "[f]undraising en el escalón superior parece estar funcionando sin problemas. Casi todos los grandes gerentes acaban de terminar la recaudación de fondos, actualmente están recaudando fondos o planean lanzar su próxima oferta insignia de manera inminente").

[[24]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref24" \o ") *Véase id.* ("Parece que los gerentes emergentes y primerizos están teniendo dificultades para abrirse paso en este entorno de recaudación de fondos altamente competitivo").

[[25]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref25" \o ") *Véase en general* el Informe Anual 2021 de la Oficina del Defensor de las Pequeñas Empresas 2021 en 39-53 (que analiza las tendencias en las mujeres propietarias de negocios e inversores, y las propietarias e inversores de negocios minoritarios, *por ejemplo*, "[d]iversidad entre los profesionales de la inversión afecta directamente la forma en que operan los fondos y, lo que es más importante, los fundadores en los que invierten los fondos", y "[w]omen angels están respaldando a las empresas aproximadamente en proporción a su representación en la industria de los ángeles").

[[26]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref26" \o ") *Véase, por ejemplo,*Michael Ewans y Joan Farre-Mensa, *The Deregulation of the Private Equity Markets and the Decline of IPOs*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 26317 (Sept. 2019) (discutiendo la Ley Nacional de Mejora de los Mercados de Valores (NSMIA) del impacto de 1996 en el suministro de capital privado a nuevas empresas privadas en etapa tardía; "NSMIA es uno de una serie de factores que han cambiado la compensación entre ir a bolsa versus permanecer en privado, ayudando a lograr un nuevo equilibrio donde menos nuevas empresas salen a bolsa, y las que lo hacen son más antiguas").

[[27]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref27" \o ") Algunos han indicado que el crecimiento del capital privado puede conducir a una concentración indeseable. *Véase, por ejemplo,*John C. Coates, IV, The Future of Corporate Governance Part I, the Problem of Twelve, Harvard Public Law Working Paper No. 19-07 (20 de septiembre de 2018) (rev. 14 de marzo de 2019). Otros han discutido el impacto potencial de los mercados privados en la erosión de los guardianes del gobierno corporativo, como las bolsas. *Véase, por ejemplo,*Comisionado Robert J. Jackson, Testimonio ante el Subcomité de Protección al Inversionista, Emprendimiento y Mercados de Capital del Comité de Servicios Financieros, Cámara de Representantes de los [Estados Unidos, Audiencia sobre supervisión de las bolsas de valores de los Estados Unidos: Examinando su papel en nuestra economía](https://financialservices.house.gov/uploadedfiles/hhrg-117-ba16-wstate-jacksonr-20220330.pdf) (30 de marzo de 2020).

[[28]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref28" \o ") Comisionada Caroline A. Crenshaw, [Declaración sobre la armonización de las exenciones de ofertas de valores](https://www.sec.gov/news/public-statement/crenshaw-harmonization-2020-11-02) (2 de noviembre de 2020).

[[29]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref29" \o ") *Véase, por ejemplo, Securities & Exchange Commission v. Matthew Wade*Beasley, 22-cv-612 (D. Nev.) (presentado el 12 de abril de 2022); *Comisión de Bolsa y Valores contra Schamens,*22-cv-1219 (D.N.J.) (presentado el 3 de marzo de 2022); *Comisión de Bolsa y Valores contra Kay X. Yang,*22-cv-450 (E.D. Wis.) (presentado el 13 de abril de 2022).

[[30]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref30" \o ") *Véase, por ejemplo, In the Matter of Alumni Ventures Group, LLC, et al.,*Admin. Proc. No. 3-20791 (Orden que instituye procedimientos administrativos y de cese y desistimiento presentados el 4 de marzo de 2022); *Securities & Exchange Commission v. Safeguard Metals LLC, et al.*, 22-cv-693 (presentado el 1 de febrero de 2022).

***[[31]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref31" \o ")****Véase, por ejemplo, Securities & Exchange Commission v. James Velissaris*, 22-cv-1346 (S.D.N.Y.) (presentado el 17 de febrero de 2022) (esquema fraudulento para sobrevalorar activos tanto en fondos mutuos como privados).

[[32]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref32" \o ") *Véase, por ejemplo*, *Matter of Wahed Invest LLC*, Admin Proc. No. 3-20750 (Orden que incoa procedimientos administrativos y de cese y desistimiento) (presentada el 10 de febrero de 2022).

[[33]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref33" \o ") *Véase* [la Definición de Inversor Acreditado](https://www.sec.gov/rules/final/2020/33-10824.pdf), Rel. No. 33-10824; *véase también*el Informe McKinsey 2022 en 6 ("Los inversores minoristas, para quienes el acceso a los mercados privados ha sido restringido durante mucho tiempo, están recibiendo más atención. Los médicos de cabecera de los mercados privados están lanzando nuevos productos, ideando estructuras de vehículos alternativos y construyendo equipos internos de venta al por mayor para aprovechar este vasto grupo de capital").

[[34]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref34" \o ") División de Gestión de Inversiones, Oficina de Análisis, [Estadísticas de Fondos Privados, Segundo Trimestre Calendario 2021](https://www.sec.gov/divisions/investment/private-funds-statistics/private-funds-statistics-2021-q2.pdf) (14 de enero de 2022).

[[35]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref35" \o ") *Véase*, *por ejemplo,*[Carta de la Asociación Institucional de Socios Limitados a Vanessa Countryman](https://www.sec.gov/comments/s7-08-19/s70819-6182719-192411.pdf) (24 de septiembre de 2019).

[[36]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref36" \o ") The Breakdown of the Public – Private Divide at 287 ("Los tres grandes gestores de activos ya invierten en empresas privadas y el mayor de ellos, BlackRock, ha indicado recientemente planes para ampliar aún más su inversión en capital de empresas privadas"); *véase también*, Prequin,*[Giant Asset Managers Dip Their Toes into Venture Capital](https://www.preqin.com/insights/research/blogs/giant-asset-managers-dip-their-toes-into-venture-capital)*(24 de marzo de 2022).

[[37]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref37" \o ") El desglose de la brecha público-privada en 224-26.

[[38]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref38" \o ") *Véase, por ejemplo,*ComisionadoRobert J. Jackson, [The Middle Market IPO Tax: Remarks at the Greater Cleveland Middle Market Forum](https://www.sec.gov/news/speech/jackson-middle-market-ipo-tax) (25 de abril de 2018).

[[39]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref39" \o ") *Véase, por ejemplo, id.*

[[40]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref40" \o ") Comisionada Allison Herren Lee, [Going Dark: The Growth of Private Markets and the Impact on Investors and the Economy: Remarks at The SEC Speaks in 2021](https://www.sec.gov/news/speech/lee-sec-speaks-2021-10-12) (12 de octubre de 2021).

[[41]](https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-remarks-symposium-private-firms-041422" \l "_ftnref41" \o ") Joshua D. Angrist y Jörn-Steffen Pischke, Mostly Harmless Econometrics: An Empiricist's Companion (2009).