



Los mega IPO y las nuevas reglas del juego

La inversión pasiva suele describirse como una estrategia que simplemente compra el mercado. Pero esa frase omite un detalle importante: para que la indexación funcione, alguien debe descubrir los precios. Y cuando las reglas de los índices generan compras mecánicas, la discusión deja de ser filosófica y se vuelve terrenal.

SpaceX todavía no sale a bolsa y ya está obligando a mover piezas. Nasdaq aceleró la entrada de los IPO gigantes a sus índices y S&P evalúa hacer algo similar. Los cambios responden a un fenómeno relativamente nuevo. Las empresas ya no salen temprano a bolsa, sino más bien permanecen privadas durante años, levantan capital gigantesco y debutan convertidas en verdaderos monstruos. ¡SpaceX podría debutar en bolsa con una valorización cercana a US\$ 1,75 billones! OpenAI y Anthropic aparecen en la misma conversación.

Frente a eso, los índices se están adaptando. Nasdaq ya aprobó un sistema de *fast entry* que permitirá a compañías de gran tamaño ingresar al Nasdaq-100 tras apenas 15 días de transacción, versus los tres meses mínimos previos. S&P estudia reducir su período de elegibilidad desde 12 a seis meses e incluso flexibilizar requisitos de liquidez.

El argumento tiene lógica. Si los índices buscan representar el mercado invertible, dejar



PABLO MÉNDEZ
GERENTE DE
LARRAINVIAL
ESTRATEGIA

“Los índices no miran solo valorización total, sino capitalización ajustada por free float, la fracción efectivamente disponible para transar o mano en mano. El free float funciona como un cortafuego: una empresa puede valer US\$ 2 billones y aun así tener poco papel disponible”.

fuera durante demasiado tiempo a compañías dominantes parece un desfase metodológico.

No obstante, la evidencia sobre los IPO ha sido poco favorable. Las nuevas emisiones han tendido a mostrar retornos inferiores al mercado en el largo plazo. Parte de la explicación es relativamente simple: las empresas suelen salir a bolsa cuando pueden hacerlo en buenos términos para sus accionistas existentes, es decir, cuando el apetito inversionista es alto y las valorizaciones son particularmente atractivas.

Las nuevas candidatas, eso sí, son distintas. Ya no hablamos de startups pequeñas o medianas, sino de megacaps que podrían debutar con valorizaciones gigantes y enorme atención mediática. SpaceX, OpenAI y Anthropic representan un fenómeno nuevo. El problema cambia de escala, pero no necesariamente desaparece.

Aquí surge un detalle técnico relevante. Los índices no miran solo valorización total, sino capitalización ajustada por *free float*, la fracción efectivamente disponible para transar o mano en mano. El *free float* funciona como un cortafuego: una empresa puede valer US\$ 2 billones y aun así tener poco papel disponible.

Por eso existen mínimos de flotación. S&P históricamente ha exigido al menos 10% de *free float* para elegibilidad, mientras Nasdaq flexibilizó ese requisito en su esquema acelerado y ajustó el tratamiento para compañías con

baja flotación. La lógica es simple: si un índice pretende representar el mercado invertible, necesita suficiente oferta de acciones.

El punto *tricky* viene aquí.

Una vez dentro, los fondos pasivos deben comprar. No porque la acción esté barata ni porque sus retornos esperados sean atractivos; simplemente porque la metodología lo exige. Y mientras más rápido ingresen *megacaps* con flotación y enorme atención mediática, más plausible parece que esa demanda mecánica influya -al menos temporalmente- en los precios que supuestamente el mercado debía descubrir.

Los proveedores de índices compiten por relevancia y representatividad. Es razonable. Pero cuando S&P y Nasdaq corren por incorporar antes a las próximas estrellas del mercado, la discusión deja de ser meramente técnica (claramente es una fuente de conflicto de interés).

La pregunta de fondo no es si la indexación funciona. La evidencia sigue siendo contundente (y confieso que soy bastante devoto de esa causa). La pregunta es otra: si el *price discovery* depende de inversionistas activos, y los benchmarks aceleran reglas que gatillan compras obligadas, ¿dónde termina la representación del mercado y dónde empieza, aunque sea parcialmente, su influencia sobre él? No tengo claro dónde está esa línea; el tiempo terminará por revelarla.