



COMILLAS

UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICADE

**¿POR QUÉ HA AUMENTADO EL *DIRECT LISTING*
EN EL NYSE Y EL NASDAQ DESDE 2018?**

**El caso de la salida a bolsa de 13 *Direct listings* en
el mercado americano de 2018-2022.**

Autor: Pablo García-Herraiz Bernal

Director: Dr. Natalia Cassinello Plaza

Madrid marzo 2023

Resumen

Desde la salida de Spotify en el NYSE en el año 2018, un total de 13 empresas han utilizado el *direct listing* para salir a bolsa. Debido tanto a los cambios en los mercados de capitales privados como a las desventajas de las OPV tradicionales, las empresas han empezado a buscar alternativas como las SPACS y los *direct listings*. En este trabajo, se busca identificar el perfil de empresa que más se puede beneficiar de la utilización del *direct listing*, a través de un análisis cualitativo y cuantitativo de seis elementos de los cuales cuatro son característicos en una OPV (*Underpricing*, *Lock-up period*, *Underwriter* y la discusión sobre la rentabilidad a largo plazo), y los otros dos son el sector de la actividad de la empresa y la participación de los fondos de capital riesgo, por ser características relacionadas con las empresas del *direct listing*. Los resultados señalan importantes diferencias entre ambos mecanismos de salida a bolsa, que pueden implicar ventajas del *direct listing* para empresas tecnológicas sin necesidad de ampliar capital y que están financiadas por fondos de capital riesgo, sobre todo.

Palabras clave: *Direct listing*, Oferta Pública de Venta, *Underpricing*, *Lock-up period*, *Underwriter*, Rentabilidad a largo plazo, Fondos de capital riesgo.

Abstract

Since Spotify's debut on the NYSE in 2018, a total of 13 companies have used a *direct listing* to go public. Because of the shifts in the private markets and the disadvantages shown by the traditional IPO, businesses have started to look for alternatives like SPACs or *direct listings*. This paper's objective consists of identifying the profile of the business that would benefit the most from a *direct listing*, through a quantitative and qualitative analysis of 6 elements, 4 of which are characteristic of IPO's (*Underpricing*, *Lock-up period*, *Underwriter* and Long-term returns) and the other two are the sector in which the businesses operate and the involvement of venture capital, as they are significant in relation to *direct listings*. Results show considerable differences between the two methods, which could imply advantages of the *direct listing* for technological companies that do have liquidity needs and are mainly backed by Venture Capital firms.

Key Words: *Direct listing*, IPO, *Underpricing*, *Lock-up period*, *Underwriter*, Long-term returns, Venture Capital.

Índice

Capítulo 1. Introducción	6
Capítulo 2. Objetivo de Estudio y metodología	10
2.1 Objetivo	10
2.2 Metodología y Estructura.....	10
Capítulo 3 Revisión de la literatura.....	12
Capítulo 4. Marco Teórico - <i>Direct listing</i> versus OPV Tradicional	13
4.1 <i>Direct listing</i> : definición, estructura y legislación	13
4.1.1 <i>Direct listing</i> with a capital raise.....	15
4.2 Oferta Pública de venta.....	16
4.2.1 <i>Underpricing</i>	16
4.2.2 <i>Lock-up period</i>	17
4.2.3 <i>Underwriter</i>	19
4.2.4 Resultados a Largo Plazo	20
4.3 <i>Direct listings</i>	22
4.3.1 <i>Underpricing</i>	22
4.3.2 <i>Lock-up period</i>	23
4.3.3 <i>Underwriter</i>	24
4.3.4 Largo plazo.....	24
Capítulo 5. Análisis empírico de las OPV y <i>Direct listing</i> en el mercado americano	28
5.1 Muestra del estudio	28
5.2 Sectores de las operaciones de <i>Direct listing</i> en el mercado bursátil americano	29
5.3 Diferencias entre OPV y <i>Direct listing</i> : <i>Underpricing</i> , <i>Lock-up period</i> , <i>Underwriter</i> y Rentabilidad a Largo Plazo	29
5.3.1. <i>Underpricing</i> :	29
5.3.2 <i>Lock-up period</i>	32
5.3.3 <i>Underwriter</i>	33
5.3.4 Rentabilidad a Largo plazo	36
5.4 Empresas participadas por capital riesgo (Venture Capital).....	40
Capítulo 6. Conclusión	50
7. Bibliografía	55

Índice de Figuras

1. Figura N.º 1 - Evolución de las salidas a bolsa en los EE. UU en el Nasdaq y NYSE en el período 2009-2022.....	8
2. Figura N.º 2 - Evolución del número de <i>direct listings</i> en los EE. UU en el Nasdaq y NYSE en el período 2009-2022.....	8
3. Figura N.º 3 - Resumen y conclusión de la revisión de los 4 factores en la literatura académica para la OPV y el <i>direct listing</i>	25
4. Figura N.º 4: Empresas que han utilizado el <i>direct listing</i> para salir a bolsa en los EE. UU, con fecha, ventas y sector al que pertenece.....	28
5. Figura N.º. 5 <i>Underpricing</i> en las OPV en los EE. UU de Nasdaq y NYSE, períodos 1980-2022 y 2018-2022, por sector.....	30
6. Figura N.º.6 <i>Underpricing</i> de OPV y <i>direct listing</i> , período 2018-2022 por sector de empresa.....	30
7. Figura N.º. 7 Money left on the table para OPV y <i>direct listing</i> para los períodos 1980-2022 y 2018-2022 (en millones de dólares).....	31
8. Figura N.º. 8 Número de acciones de Thryv Holdings y Watford Holdings vendidas durante primer día de cotización.....	34
9. Figura N.º 9 Porcentaje de acciones vendidas respecto de las acciones registradas para la venta en Nasdaq y NYSE, para el período 2009-2022m sin SPAC.....	35
10. Figura N.º.10 Rendimiento a largo plazo OPV Tradicionales en Nasdaq y NYSE de todos los sectores. De 2009-2022 y 2018-2022 (Sin SPACS)	36
11. Figura N.º.11 Rendimiento a largo plazo OPV en Nasdaq y NYSE de empresas tecnológicas, períodos 2009-2022 y 2018-2022 (Sin SPACS)	37
12. Figura N.º.12 Rendimiento a largo plazo de <i>direct listings</i> en Nasdaq y NYSE de empresas de todos los sectores, período 2018-2022.....	37
13. Figura N.º.13 Rendimiento a largo plazo de <i>direct listings</i> en Nasdaq y NYSE de empresas tecnológicas, período 2018-2022.....	37
14. Figura N.º 14: Distribución de retornos de las OPV durante los primeros tres años	39
15. Figura N.º 15. Porcentaje de acciones registradas para la venta sobre el total de acciones existentes para OPV Tradicionales y <i>direct listing</i> en Nasdaq y NYSE, sin SPAC.	42

16. Figura N.º 16. Porcentaje de acciones vendidas sobre el total de acciones existentes para OPV y <i>direct listing</i> , Nasdaq y NYSE sin SPAC.....	43
17. Figura N.º 17 Evolución de los mercados de capitales privados en los EE. UU.....	44
18. Figura N.º 18 Edad media de empresas que han salido a bolsa en Nasdaq y NYSE, sin SPAC.....	45
19. Figura N.º 19 Tabla resumen del análisis cuantitativo de la OPV y el <i>Direct listing</i>	47

Capítulo 1. Introducción

En abril de 2018, Spotify, una compañía dedicada a ofrecer música y otro contenido en tiempo real, salió a bolsa en el New York Stock Exchange (en adelante NYSE) utilizando el método de *direct listing*. Sin embargo, en vez de realizar una Oferta Pública de venta (en adelante OPV), Spotify negocia con el NYSE y se convierte en la primera compañía en salir a bolsa de esta forma después de la reforma de la regulación del *direct listing* en ese año (SEC, 2018). Junto con la introducción de las SPACS, dicha salida supone una ruptura del orden que llevaba existiendo desde el año 1602, año en el cual la Compañía Neerlandesa de las Indias Orientales realizó la primera Oferta Pública de Venta registrada en la historia (Petram, 2020). Desde entonces, un total de 13 compañías han utilizado este método y han salido a bolsa sus acciones en el NYSE o el Nasdaq, compañías con un perfil que tradicionalmente les habría llevado a salir a bolsa mediante una OPV (Ritter, 2022).

El aumento de la popularidad del *direct listing* tiene su origen en el agotamiento de las OPV tradicionales, derivado de un conjunto de problemas entre los que destacan, la infravaloración del precio de la acción en la fecha de salida a bolsa (en adelante *Underpricing por sus término en inglés*), los periodos de bloqueo de operaciones de venta (en adelante *Lock-up period*) con la consecuente pérdida de fondos por parte de las empresas, la presencia de los aseguradores/colocadores (en adelante *Underwriter*¹) y los resultados a medio y largo plazo con pérdidas de la mayoría de las OPV pasados 5 años (Erickson, 2020).

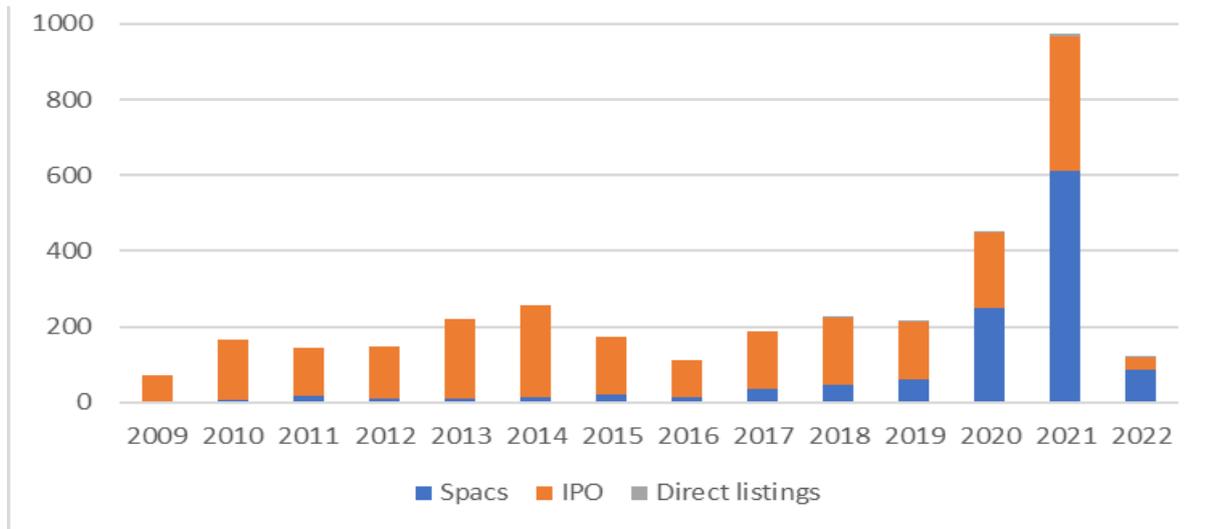
Dichos problemas han empujado a las empresas a desarrollar junto al Nasdaq y NYSE, en colaboración con la Comisión Nacional de Mercados de Valores americana (*Securities and Exchange Commission*, en adelante- SEC), mecanismos alternativos de salida a bolsa que les permitan acceder a los mercados de capitales sin la necesidad de realizar una OPV. La búsqueda de alternativas a este sistema llevó en los años 90, al desarrollo de las llamadas Special Purpose Acquisition Companies (en adelante SPACs). Si bien su utilización inicial fue

¹ En adelante, se utilizará el término en inglés, *Underwriter*, para designar al *Underwriter*/colocador al no existir un solo término en español que defina a esta figura

escasa, su popularidad despegó en los años 2020. Durante ese año, más del 50 % de las empresas que decidieron salir a bolsa en los EE. UU fueron SPACs (Greenspan, 2021). Una popularidad que alcanzó su pico en el año 2021 pero que desvaneció al año siguiente, con solo 86 operaciones frente a las más de 600 del año anterior (Mackintosh, 2022). Paralelamente y para las operaciones de *direct listing*, la SEC aprueba una modificación de la normativa en el año 2012. Sin embargo, no es utilizada por una gran empresa hasta la salida a bolsa de Spotify en el NYSE en el año 2018, tras una nueva modificación. Posteriormente a la salida de la famosa empresa de *streaming*, otras doce empresas han hecho uso de este mecanismo entre los años 2019 y 2022. Si bien su utilización durante los años 2022 y 2023 ha sido escasa, en línea con la bajada de actividad en bolsa derivada de la pandemia (Ritter, 2023).

Esta diversificación de métodos para salir a Bolsa se ha ido forjando en los últimos 10 años. Una diversificación impulsada sobre todo por el aumento fortísimo de la financiación disponible en los mercados privados (The Economist, 2023) y por la incapacidad de adaptación de la OPV. Una incapacidad que amenaza en llevar a la irrelevancia a este mecanismo que no está sabiendo adaptarse a las necesidades de las empresas e inversores en la actualidad. Como se puede comprobar en el gráfico a continuación, en donde se incluyen todas las salidas bursátiles (con un valor mínimo de \$40 millones), la OPV está experimentando durante los últimos años un declive importante favoreciendo otros mecanismos de salida a Bolsa.

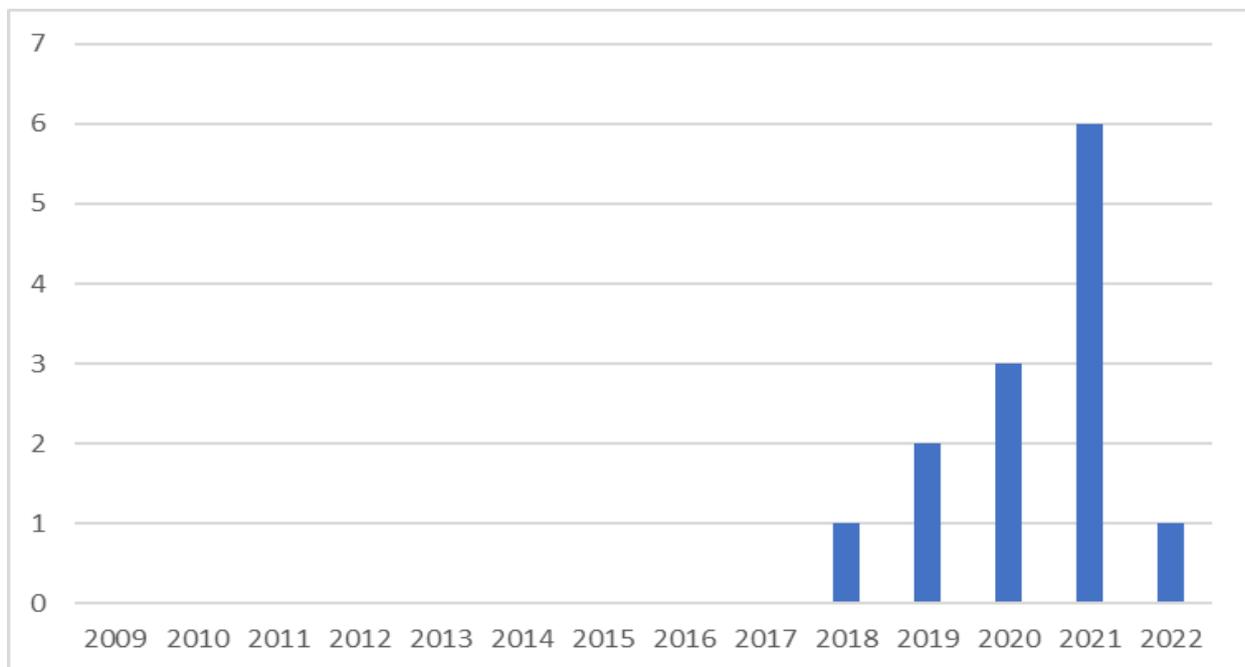
Figura N.º 1 - Evolución de las salidas a bolsa en los EE. UU en el Nasdaq y NYSE en el período 2009-2022.



Fuente : Elaboración propia a partir de datos de (Spac analytics, n.d & Ritter, 2023)

Debido al escaso de número de *direct listings* en comparación con el total de salidas a bolsa, es difícil apreciar su evolución. En el siguiente gráfico se puede ver más detalladamente.

Figura N.º 2 - Evolución del número de *direct listings* en los EE. UU en el Nasdaq y NYSE en el período 2009-2022.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de (Spac analytics, n.d & Ritter, 2023)

Como se puede observar en ambos gráficos, este cambio de tendencia lleva a un cuestionamiento del estado actual de la OPV tradicional y a plantearse las diferencias del *direct listing* con el método tradicional para identificar posibles causas del su aumento y a qué empresas podría interesar.

Capítulo 2. Objetivo de Estudio y metodología

2.1 Objetivo

El objetivo de este trabajo de fin de grado es doble, por una parte, realizar un estudio cualitativo de las principales diferencias de las salidas a bolsa para el método de *direct listing* o de la OPV tradicional en los EE. UU y, en segundo lugar, realizar un análisis cuantitativo de las empresas que durante el período 2018-2022 han salido a bolsa mediante el método del *direct listing* en el NYSE o el NASDAQ para así identificar el perfil de empresa que lo realiza y posibles ventajas o desventajas frente a las OPV.

Para ello, se realiza una comparativa con la OPV tradicional en base a los principales elementos que las diferencia. En concreto se parte de la hipótesis de que hay seis elementos diferenciales que pueden influir en el cambio de método de salida a Bolsa. Estos son: el Sector, el efecto *Underpricing*, la cláusula *Lock-up period*, la existencia de un *Underwriter* como asegurador/colocador, el desempeño a largo plazo en términos de rentabilidad y por último la importancia de los fondos de capital riesgo.

2.2 Metodología y Estructura

Para la realización y el análisis de este trabajo, la metodología empleada ha sido en primer lugar una revisión de la normativa aplicable a las OPV y el *direct listing* en el mercado americano bursátil (NYSE y NASDAQ) así como la realización de la revisión bibliográfica tanto académica como especializada y de expertos independientes en relación con el tema objeto del trabajo. Esto permite realizar el análisis cualitativo y comparativo entre la OPV y el *direct listing* en los EE. UU y sus implicaciones.

Para la parte cualitativa, se han explorado las ventajas ofrecidas por ambos métodos, así como las críticas que han ido aflorando a lo largo de los años en la literatura. Se ha revisado la extensa literatura académica y profesional que existe al respecto, tanto en Google Scholar y WoS, como en la biblioteca online de la Universidad de Michigan. También se ha estudiado para esta investigación, la legislación en este ámbito de la SEC, así como en los reglamentos específicos del Nasdaq y el NYSE.

En una segunda parte y para el análisis cuantitativo, se ha realizado un análisis empírico de las últimas salidas a bolsa mediante el *direct listing* frente a las OPV en los EE. UU. Se ha procedido recabar datos de las operaciones llevadas a cabo tanto en el Nasdaq como en el NYSE, particularmente del período 2018-2022, para después analizar los resultados cuantitativos y realizar una comparación con los resultados cualitativos.

La búsqueda de la información cuantitativa ha sido realizada en la base de datos *Factset* y en los artículos comparativos se ha tenido en cuenta los elaborados por el experto en OPV, Jay R. Ritter junto a otra literatura relevante.

En cuanto a la estructura del trabajo, en primer lugar, en el capítulo 1, 2 y 3 se introduce el tema objeto de estudio, estableciendo el objetivo, metodología y la estructura del trabajo. En el capítulo cuarto se resumen los aspectos legales del *direct listing*, tal y como se recoge en los reglamentos del Nasdaq y del NYSE, así como de la propia SEC. A continuación, en el capítulo 5 se realiza una revisión de la literatura en relación con los factores a analizar y un análisis de las diferentes facetas de la OPV tradicional y del *direct listing*, para así realizar una comparación entre ambos métodos. Concretamente, se estudia el *Underpricing*, el *Lock-up period*, el *Underwriter* y la rentabilidad a largo plazo. A su vez, se apoya dicho análisis con un análisis cuantitativo donde se estudian estas mismas cuestiones, además del sector y de la importancia de los fondos de capital riesgo. Finalmente, el capítulo 6 incluye las conclusiones basadas en cada uno de los apartados que se acaban de mencionar.

Capítulo 3 Revisión de la literatura

La literatura existente sobre las OPV en los EE. UU es extensa. Si bien, este trabajo se centra en las características principales estudiadas a lo largo de este trabajo son las siguientes: *Underpricing*, *Lock-up period*, el *Underwriter* y la rentabilidad de las OPV en el largo plazo. En referencia al fenómeno del *Underpricing*, autores como Ljungqvist analizan las diferentes teorías que se han ido desarrollando a lo largo de los años y muestran evidencias importantes de la existencia de este fenómeno en las OPV (2007). Para el *Lock-up period*, Chen et al. comprueban que este mecanismo está directamente ligado al *insider trading* y que este puede afectar el precio negativamente (2012). Al mismo tiempo, Narang y Pradhan demuestran que el aumento de la oferta debido a la venta de acciones después del período de bloqueo también tiene un efecto parecido (2021). En cuanto a los *Underwriter* OPV, su presencia se utiliza para explicar la existencia de *Underpricing*, como expone de nuevo Ljungqvist, aunque también sirven para estabilizar los precios y garantizar la demanda (2007 & Loo, 2023). Para el largo plazo, autores como Mun, Kish y Vasconcellos estudian el fenómeno de la sobrerreacción por parte de los inversores y su efecto sobre el rendimiento de las acciones en el largo plazo (2000).

En el caso de los *direct listings*, la literatura es por lo contrario más reducida. Se han escrito algunos estudios sobre el caso de Spotify como el escrito por Dunbar et al. al poco tiempo de la salida a bolsa de dicha compañía (2018). Existen asimismo numerosos artículos de páginas web especializadas y bancos de inversión que desarrollan las ventajas y desventajas de los *direct listing*, sin que estos incorporen un estudio cuantitativo. Por esta razón, la aportación de este trabajo de fin de grado es la elaboración de un análisis del *direct listing*, incorporando tanto un análisis numérico como cualitativo, que permita comparar las ventajas o desventajas de este método en relación con 4 conceptos identificados como diferenciales, además de 2 adicionales del análisis cuantitativo. Un análisis que además incorpora al estudio a todas las empresas que hoy han utilizado este método de salida a bolsa después del cambio legislativo de 2018 en el mercado americano.

Capítulo 4. Marco Teórico - *Direct listing* versus OPV Tradicional

En este apartado se resume en que consiste el método del *direct listing*, sus principales características y, sobre todo, las novedades normativas que se han desarrollado en el mercado americano. Reformas introducidas en el año 2018 que han supuesto un aumento de la utilización de este método desde entonces.

Por otra parte, y de acuerdo con la literatura existente, se identifican 4 áreas que afectan tanto a las OPV tradicionales como a los *direct listing* y conforman las diferencias principales que pueden ser los factores relevantes para que las empresas se decanten por un método u otro. Estas son el *Underpricing*, el *Lock-up period*, el *Underwriter* y la rentabilidad en el largo plazo.

4.1 *Direct listing*: definición, estructura y legislación

El *direct listing* está en permanente evolución. Una evolución alimentada por la competencia entre el New York Stock Exchange (NYSE) y el NASDAQ y por el aumento de la demanda por parte de las empresas, que buscan cambiar la legislación para adaptarla a sus necesidades. El *direct listing* se puede definir como un proceso de salida a bolsa en el cual no existe la figura de *Underwriter* y las acciones son puestas a la venta por la empresa misma.

El *direct listing* aparece mencionado por primera vez en el año 2008. En ese momento, la SEC aprueba que las bolsas saquen a cotizar a compañías sin necesidad de contar con un *Underwriter* que coloque dichas acciones en el mercado. Es relevante diferenciar un *direct listing* de un *listing by introduction*, en este último sistema, empresas que ya son públicas y cotizan en otra bolsa, pueden sacar sus acciones en otra bolsa sin necesidad de *Underwriter* y sin tener que ampliar capital.

Dicho listado venía acompañado de una serie de requisitos previos relacionados con el tamaño o la previa cotización los *Private Placement Markets* (colocación privada en una ronda de financiación). Requisitos complicados de cumplir para muchas empresas que limitaban su acceso a los mercados bursátiles. En concreto, la compañía en cuestión debía tener un valor de \$100 millones. El valor atribuido a la compañía sería igual a la menor cifra obtenida de entre dos cálculos diferentes. El primero, una valoración realizada por un tercero

independiente con reputación y experiencia. Siendo el segundo cálculo el valor presentado por dicha compañía en los *Private Placement Markets*, siempre y cuando dicho valor fuera consistente y reflejase el valor real de la compañía. Además, la compañía debía haber cotizado en dicho mercado durante un período determinado (Pitts et al., 2020).

El NYSE introdujo este cambio en octubre de 2012, mientras que el Nasdaq, con condiciones similares, lo introdujo en abril de 2011. Sin embargo, el *direct listing* pasó completamente desapercibido hasta los años 2017/2018. No fue hasta el año 2017, en el que la SEC recibió una petición por parte del NYSE para cambiar las condiciones. En concreto, se estableció una excepción para la valoración de la empresa candidata al *direct listing*. Para aquellas empresas que no tuvieran un historial dentro de los *Private Placement Markets*, se tomó como válido una valoración de al menos \$250 millones por parte de un tercero independiente. Es decir, se propone una valoración un 150% mayor que lo exigido anteriormente para así proteger tanto a accionistas como inversores. Dicho cambio se consolidó en octubre de 2018 para el NYSE y en enero de 2019 para el NASDAQ (SEC, 2018).

En cuanto al precio, tanto de referencia como el de apertura (conocido como open price), las diferencias con las tradicionales OPV son sustanciales. Mientras que en las Ofertas Públicas de Venta el precio al cual se venderán las acciones a los inversores institucionales está predeterminado y debe ser registrado, esta obligación no existe para los *direct listings*. En cambio, los asesores financieros de la compañía pueden establecer un rango de precio basado en las valoraciones de dicha compañía en los *Private Placement Markets*, si los hubiera, a modo de indicación. De la misma manera, tampoco es necesario establecer el número de acciones que serán vendidas por los accionistas de la empresa (Pitts, 2020).

Hay que resaltar que fue el NYSE que pidió a la SEC la aprobación de estos cambios para así establecer una serie de criterios a los que se podía adherir Spotify, que en esos momentos estaba en contacto con la bolsa y no podía sacar a bolsa sus acciones al no haber participado en una colocación privada y no disponía de una valoración, tal y como se exigía en la normativa.

4.1.1 *Direct listing with a capital raise*

Además de otros cambios menores, es importante destacar el más reciente, que verdaderamente coloca al *direct listing* como mecanismo más en línea con la salida a bolsa tradicional. Concretamente, el relacionado a la expansión del *direct listing* para permitir la ampliación de capital por parte de la propia empresa. Mediante la modificación legal², se permite no solo a los accionistas vender sus acciones, sino que también se posibilita una ampliación de capital sin la necesidad de un *Underwriter*. No obstante, ninguna empresa hoy en día ha utilizado esta herramienta para salir a bolsa.

Dicho cambio fue aprobado en mayo de 2021 para el NASDAQ y en diciembre de 2020 para el NYSE. En cuanto a sus especificaciones, para que una compañía pudiera vender acciones ella misma, debía cumplir una serie de requisitos en cuanto al precio. En primer lugar, las compañías deben establecer un rango de precio al cual vender dichas acciones. Además, en el caso del NASDAQ, el valor de las acciones que se hubieran vendido durante un periodo determinado y variable (*unrestricted shares*) más aquellas acciones que se fueran a vender en el día de la salida a bolsa tendrían que superar un valor de \$100 millones en la subasta realizada ese mismo día, utilizando la horquilla baja como precio de referencia. Si en dicha subasta el precio se situara fuera del rango o si no se llegase al baremo los \$100 millones, la compañía no podría salir a bolsa. En el caso del NYSE, el proceso es similar, aunque también incluye una provisión por la cual una compañía que no quiera vender acciones por un valor de \$100 millones pueda hacerlo siempre y cuando pruebe que las acciones totales que posee valen un total de \$250 millones (NYSE, 2020 & Nasdaq, 2023)

Estas reglas fueron las primeras establecidas para regular un *Direct listing with a Capital Raise*. Sin embargo, inmediatamente después de su aprobación por la SEC tanto el Nasdaq como el

² “Nasdaq Listing Rule IM-5315-2 sets forth listing requirements for a company that has not previously had its common equity securities registered under the Exchange Act to list its common equity securities on Nasdaq’s Global Select Market at the time of effectiveness of a registration statement, 12 pursuant to which the company will sell shares itself in the opening auction on the first day of trading on the Exchange (a “*Direct listing with a Capital Raise*”).

NYSE intentaron relajar las normas para flexibilizar el proceso y hacerlo asequible a más empresas. Ambas bolsas lo consiguieron en diciembre del año pasado, logrando que el precio establecido por la subasta inicial pudiera estar un 20% por debajo del precio mínimo establecido por el rango, o un 80% por encima del baremo superior.

Esta última modificación pone al mismo nivel al *direct listing* y a la OPV, permitiendo ambas tanto la venta de acciones ya existentes por parte de los accionistas como las ampliaciones de capital. Constituye un movimiento importante por parte de las bolsas y las empresas para flexibilizar y aumentar el número de mecanismos disponibles para estas últimas y pone de manifiesto la debilidad que está experimentando a día de hoy la OPV tradicional. No obstante, todavía no se ha dado ningún caso en el que se haya hecho uso de este mecanismo. Esto se puede deber en parte a la escasa actividad que ha tenido lugar en los mercados bursátiles en los años 2022 y 2023, con números muy bajos de salidas a bolsa (Spac analytics, n.d).

4.2 Oferta Pública de venta

A continuación, se realiza una exposición además de un análisis cualitativo de cuatro áreas principales que han sido estudiadas en profundidad por la literatura académica en el caso de las OPV. Son el *Underpricing*, los *Lock-up periods*, los *Underwriters* y la rentabilidad a largo plazo. Estas cuatro áreas suponen los vértices de muchas de las críticas que se han hecho a las OPV a lo largo de los años y que pueden ayudar a explicar las diferencias con los *direct listings* y el ascenso que estos han experimentado durante los últimos años.

4.2.1 Underpricing

Se entiende el *Underpricing* como la infravaloración consciente del precio de la acción en la primera ronda de venta de acciones de una OPV y es una de las cuestiones que más se han investigado en relación con las salidas a bolsa. “CEOs are fiduciaries to their business, so getting their shareholders a bad deal is unacceptable. Yet, every week, companies choose to debut on the public market and give away their shares at a discount.” Esto decía el CEO de Amplitude al respecto de su decisión de salir a bolsa mediante el *direct listing*, y no utilizando una OPV tradicional. También afirma, tal y como mencionó el CEO de otra compañía, que las OPV son las mayores oportunidades de arbitraje en el mundo de las finanzas. (Skates, 2022).

Si se toma este diagnóstico como cierto, se puede afirmar que las Ofertas Públicas de Venta no son adecuadas para establecer un valor más objetivo de las acciones de una empresa. Esto es consistente con lo dicho por Ljungqvist, que analiza las diversas teorías que se han desarrollado a lo largo de los años respecto al *Underpricing* o infravaloración de las acciones que a menudo viene asociada con este método de salida a bolsa (2007).

Teorías como la del principal-agente, por ejemplo. En las OPV, el precio de la acción es fijado por los bancos de inversión o *Underwriters* de la suscripción de las acciones. A continuación, los inversores institucionales, como los fondos de inversión, de pensiones o soberanos, compran estas acciones al precio fijado o *issue price*, antes de que la acción haya salido a bolsa. Tal y como explica Ljungqvist, esto da lugar a un posible conflicto de intereses donde el banco de inversión tiene incentivos para beneficiar tanto al inversor institucional como al emisor de acciones. Esto puede derivar en una bajada artificial en el precio de la acción, a cambio de futuros contratos o de comisiones, una práctica ilegal y multada (2007). Además, un estudio de Ljungqvist y Wilhelm afirma que aquellas salidas a bolsa en las cuales los *Underwriters* son también accionistas de la propia empresa tienen retornos en el primer día más bajos que la media, lo cual indica un menor grado de *Underpricing* (2003). De la misma manera, Ljungqvist asegura que una serie de OPV en el Reino Unido en los que la compensación del banco de inversión estaba ligada a la valoración de las acciones tuvo un *Underpricing* menor (2007).

Ljungqvist también habla del *Underpricing as a signal of firm quality*. Aquellas compañías que quieran ampliar su capital tienen un incentivo de establecer una buena relación con aquellos inversores institucionales que puedan seguir invirtiendo en ampliaciones futuras. Esto puede ser útil para aquellas compañías que sean conscientes de su potencial. Estas pueden devaluar sus acciones para así obtener una buena evolución del precio de su acción en el corto-medio plazo y realizar así ampliaciones sucesivas con mejores condiciones (2007). Esto lo avalan en un estudio Jegadeesh, Weinstein y Welsh, que descubren que aquellas empresas que sufren más infravaloración en el precio de sus acciones tienen más posibilidades de emitir nuevas acciones en el futuro próximo (1993).

4.2.2 Lock-up period

Otra cuestión diferencial que aporta el *direct listing* frente a las OPV tradicionales es el *Lock-up period*. Se entiende el *Lock-up period* como el número de días a partir de la salida inicial de la empresa a bolsa en el cual determinados accionistas de la empresa no tienen permitido vender sus acciones. El *lock-up* no es obligatorio en los EE. UU pero está presente en la mayoría de los acuerdos con los *Underwriters*. Aunque estos pueden establecer las condiciones que vean necesarias, dicho período tiene habitualmente una duración de 180 días. El *lock-up* afecta a los accionistas de las empresas que registren para la venta sus acciones en el documento presentado a la SEC y también a aquellos que tengan bajo su control un porcentaje considerable de las acciones con derecho a voto de la empresa. La existencia de este período se justifica como mecanismo para la estabilización de los precios. Los bancos de inversión las incluyen para no alterar la oferta, que podría aumentar enormemente si los accionistas mayoritarios vendieran sus acciones al inicio de la cotización. Esto es particularmente relevante en el caso de los *venture capital* (en adelante fondos de capital riesgo³) o *private equities* (Alleston, 2021).

Al mismo tiempo, este proceso está establecido para que el comportamiento de los *insider traders*, es decir, de aquellos que tienen más información confidencial acerca del estado actual y futuro de la empresa, no influya a potenciales accionistas. Si los accionistas mayoritarios de la empresa vendieran una gran cantidad de acciones, el mercado podría ver en esta conducta una falta de confianza en la empresa, lo que supondría una caída en la demanda de la acción. Esto también lo confirma Leland and Pyle que explican cómo los inversores ven más favorablemente a las empresas donde hay un mayor grado de propiedad por parte del fundador (Alleston, 2021 & Narang & Pradhan, 2021).

Sin embargo, no toda la literatura que hace referencia al *insider trading* es consistente. Por una parte, Field and Hanka afirman que en aquellas empresas en las que hay *insider-trading* al final del *Lock-up period*, el precio varía negativamente en un 5.1%, comparado con el -2% de variación que padecen aquellas empresas donde no ocurre este fenómeno (Narang & Pradhan, 2021). Otro artículo afirma sin embargo que, los ejecutivos de las empresas, que tienen información privilegiada y que por lo tanto están más informados que el inversor medio, se dividen en dos grupos, cada uno con un comportamiento diferente. En el caso de

³ El término fondo de capital riesgo se entiende que engloba a todas las empresas de este tipo

los ejecutivos de más alto nivel, su venta de acciones al final del *Lock-up period* es identificado por el mercado como una falta de confianza en su propia empresa. Estas muestran un desempeño peor en bolsa en el medio y largo plazo. Por otra parte, en los casos en los que la venta es hecha por ejecutivos de menor rango, se interpreta que hay un intento de diversificación y no hay una penalización en bolsa (Chen, Chen & Huang, 2012)

Haciendo referencia a la literatura, los efectos del *Lock-up period* son considerable también sobre el precio de la acción. Bradley, Jordan y Yi muestran empíricamente que existe una bajada de precio al final del *Lock-up period*, especialmente para las empresas tecnológicas sostenidas por fondos de capital riesgo. Las empresas de esta categoría muestran de media una caída anormal en el precio de la acción de entre 3 y 4 puntos. En el caso de los fondos de capital riesgo, la naturaleza misma del negocio explica el efecto amplificado sobre el precio. Dichos fondos, invierten en empresas para así desarrollarlas y más tarde vender sus participaciones una vez que estas salen a bolsa para así invertir sus ganancias en nuevos proyectos. Sin embargo, la imposibilidad de hacerlo en los primeros 180 días fuerza a dichas empresas a vender estas participaciones en el primer momento posible. Esto conlleva un aumento desmesurado de la oferta de acciones en un período de tiempo muy corto lo cual reduce el precio de la acción (2001).

Además, tal y como explica el CEO de Coinbase en una entrevista, una de las razones por las cuales su empresa desea salir a bolsa es para encontrar un valor de mercado preciso para su compañía (Armstrong, 2021). Valor que es difícil de encontrar en los mercados privados. Esto choca con los efectos generados por los períodos de bloqueo. Tal y como se refleja en la literatura, a pesar del conocimiento por parte de los inversores de la existencia de los *lock-up agreements*, estos no son capaces de tenerlos en cuenta a la hora de valorar correctamente a las compañías. Esto genera ajustes en el precio cuando terminan estos períodos. (Chen, Chen & Huang, 2012). Ajustes que demuestran las dificultades de los mercados para encontrar un precio preciso de las acciones.

4.2.3 Underwriter

Como ya se ha mencionado anteriormente, los *direct listings* no cuentan con un *Underwriter*. En el contexto de las OPV, estos tienen como uno de sus propósitos garantizar la demanda de acciones para el *issuer*, estabilizar el precio y evitar demasiada volatilidad (Rodgers & Cohen,

2019). Los *Underwriters* realizan esta labor de estabilización de precios a través de los *Lock-up periods*, ya explicados en un apartado anterior, el *greenshoe-option* y los *bought deals* entre otros.

En los *greenshoe-options*, los bancos de inversión se mantienen reservados el derecho de comprar un 15% más de acciones al *issue price* para después venderlas en el mercado en los casos en los que el precio de la acción sube. Esto permite a la empresa vender más acciones en situaciones de mucha demanda, además de generar un beneficio al banco de inversión por la diferencia en el precio. En los casos de bajada del precio de la acción, el banco de inversión compra acciones en el mercado para cubrir su posición corta para así elevar la demanda de la acción y subir el precio. Este mecanismo está permitido por la SEC (Loo, 2023).

Al mismo tiempo, los *bought deals* son contratos entre los *Underwriters* y la empresa con intención de salir a bolsa en el que se establece que el banco o bancos de inversión compran la totalidad de las acciones. A continuación, estos intentan vender estas acciones para ganar un beneficio. Muy a menudo esto supone un *issue price* más bajo debido al alto riesgo de la operación (Bischoff et al., 2012).

4.2.4 Resultados a Largo Plazo

Otra cuestión de importancia es el comportamiento del precio de la acción en el medio y largo plazo. Una de las críticas que históricamente ha recibido la OPV tradicional es su mala evolución en el precio posteriormente al gran salto experimentado en el primer día de cotización, o *IPO pop*.

Según un *paper* sobre las OPV de los años 1975 a 1984, las salidas a bolsa sí que muestran signos de bajo rendimiento en el medio/largo plazo. Concretamente, este efecto se ve amplificado en las épocas de mucha actividad en bolsa donde hay una sobreexcitación por parte de los inversores. Además, aquellas empresas más jóvenes también parecen tener un desempeño peor. También se menciona la posibilidad de una sobrerreacción por parte de los inversores en los primeros momentos de cotización, lo que supone una valoración incorrecta de estos activos. Este bajo rendimiento está presente durante los primeros tres años de cotización, cosa que también han constatado diferentes autores (Ritter, 1991).

Otra teoría muy extendida es la *Overreaction Hypothesis*. Según la definición del Nasdaq, se entiende como “The supposition that investors overreact to unanticipated news, resulting in exaggerated movements in stock prices followed by corrections” (Nasdaq, n.d). Es decir, los inversores reciben información que cambia sus expectativas sobre el precio de la acción, lo cual lleva a una sobrevaloración en el precio que eventualmente conlleva a una corrección en el medio/largo plazo. Es decir, se entiende que una de las causas del mal comportamiento a largo plazo de las OPV tradicionales en bolsa es la inflación en el precio que ocurre en el corto plazo.

Son muchos los estudios que afirman la existencia de este fenómeno. Por ejemplo, Mun, Vasconcellos y Kish investigan los retornos de portafolios de inversión contraria a diferentes plazos en los EE. UU y Canadá. Estos encuentran que los portafolios a corto plazo muestran retornos más altos que la media a pesar de tener el mismo riesgo. Es decir, encuentran que la rentabilidad no puede ser explicada únicamente por el riesgo. Además, hay una clara diferencia en los retornos, siendo los más altos los de las carteras a corto plazo, seguidos por los del medio plazo y finalmente por los retornos del largo. Es decir, no pudiendo explicarlos por el riesgo existente, la explicación que se toma como cierta es que efectivamente ha habido una sobrerreacción por parte de los inversores (2000). Se basa en la máxima de las finanzas de que no existe retorno sin riesgo. Esto además es consistente con el ya mencionado artículo del Nasdaq donde efectivamente se muestra la tendencia negativa del desempeño de las acciones a medida que se avanza en el tiempo.

Otra de las razones ligadas a la sobrerreacción de los inversores es el método de comunicación del *issue price* para las OPV tradicionales. En ellas, el *issue price*, aquel al que compran los inversores institucionales, se va actualizando a medida que se acerca el primer día de cotización para acomodar los cambios en la demanda que perciben tanto la compañía como los *Underwriters*. Estas revisiones en el precio, que muy a menudo son al alza, son públicas debido a la naturaleza del proceso. Estos cambios crean muchas expectativas entre los inversores, que reaccionan a las noticias aumentando de nuevo su demanda. Esto a su vez empuja a la empresa a subir el precio de su acción para llegar a un nuevo equilibrio (Erickson, 2020). Este proceso inflacionista puede suceder varias veces, como lo fue en el caso de Airbnb. Tal y como se explica en este artículo del New York Times, el precio inicial se situaba en el

rango de \$44 a \$50. Este subió hasta el \$56 - 60\$ y terminó finalmente en los \$68 (Griffith, 2020). Al día siguiente, el precio de cotización era de \$146.

Otra teoría, desarrollada más en detalle en el apartado de los fondos de capital riesgo, defiende que uno de los motivos por los cuales las empresas tienen un desempeño negativo en el largo plazo es el acaparamiento del valor por parte de los inversores privados. Al permanecer en manos privadas más tiempo, los períodos de mayor crecimiento, y, por lo tanto, de mayores ganancias potenciales, suceden en mayor medida antes de salir a bolsa. Esto permite a los fondos privados, que tienen acceso a las rondas de financiación tempranas, realizar las ganancias más grandes, dejando a los *retail investors*, una “porción del pastel” mucho menor (Hortz, B).

4.3 Direct listings

A continuación, se realizará un análisis cualitativo de las cuatro categorías expuestas anteriormente para los *direct listings*. A través de esta comparativa, se explorarán las diferencias entre ambos mecanismos de salida a bolsa, así como las ventajas y desventajas de cada uno.

4.3.1 Underpricing

En contraste a las OPV y haciendo referencia a los reglamentos tanto del Nasdaq como del NYSE, ya desarrollados en el marco teórico, el precio en los *direct listings* se determina mediante subasta. Aunque este precio no puede salirse de los límites impuestos por el precio de referencia previo a dicha subasta, el precio final no está sujeto a la voluntad de una entidad bancaria sino al mercado, lo cual elimina la posibilidad de subestimar el precio de la acción y presupone que dicho precio es más objetivo. Se podría por lo tanto afirmar que la teoría del principal-agente, desarrollada en el apartado 4.2.1, no es de aplicación. Esta es la lógica que alega el ya mencionado CEO de Amplitude, Spenser Skates (2022).

En cuanto al *Underpricing as a sign of firm quality*, la dinámica también es diferente para los *direct listings*. Aquellas empresas que utilicen este método no tienen control sobre el precio de salida a bolsa. De nuevo, mientras que en la OPV este es fijado por el banco de inversión en colaboración con la empresa misma, en el *direct listing* este se genera mediante subasta y no puede ser modificado una vez terminada (SEC, 2018). Por una parte, se elimina la tentación

de subestimar el precio de la acción para contentar así a estos inversores. Sin embargo, la potencial volatilidad en el precio por esta falta de control, cuestión comentada más tarde, podría también ahuyentar a los inversores.

4.3.2 Lock-up period

En el caso del *direct listing*, la cuestión del *Lock-up period* es completamente distinto. Como se mencionó ya en el marco teórico, la figura del *Underwriter* no existe y, por lo tanto, no hay presión por parte de este para hacer un *lock-up agreement* (contrato que fija el *Lock-up period*) con la empresa para que se limite la venta de acciones. Esto supone que, en la práctica, un *direct listing* no lleva asociado un período durante el cual esté prohibido vender un determinado número de acciones. Existe una excepción, el caso de Palantir Technologies, en el que se impidió a determinados accionistas vender más de un 20% de sus acciones durante el primer día de cotización, pudiendo vender el resto dos meses más tarde (Chapman, 2020).

En cuanto al efecto de la venta de acciones por parte del inversor con información privilegiada, este suceso no desaparece, sino que sucede antes en el tiempo, con un efecto potencialmente parecido. Mientras que, en las OPV, los *insider-traders* no pueden vender hasta el final del *Lock-up period*, en el *direct listing* tienen permitida la venta de sus acciones desde el primer momento de cotización. Este es el caso del CEO de Coinbase, que ingresó 300 millones de dólares por la venta de algunas de sus acciones. También vendió acciones el primer día, el hermano del CEO de Roblox, que engrosó su cuenta personal con más de 100 millones de dólares. Las empresas que salen a bolsa mediante el *direct listing* no son ajenas a la venta de acciones por parte de sus ejecutivos, con todas las consecuencias que esto conlleva. Sin embargo, no es posible analizar en este momento el desempeño de estas empresas en relación con el comportamiento de sus ejecutivos, debido al escaso tiempo transcurrido y la volatilidad actual del mercado. Dicho esto, no hay nada que indique que las consecuencias para los *direct listings* sean diferentes que para las OPV tradicionales. Es creíble que empresas que salgan a bolsa mediante el *direct listing* y que además experimenten una venta considerable de acciones por parte de sus altos ejecutivos, sean vistas por los inversores como peores inversiones a largo plazo, independientemente de si dichas ventas se realizan en el primer día de cotización, o 180 días después.

La ausencia de *Lock-up period* supone también, que el efecto negativo sobre el precio por el aumento de la oferta se traslade al primer día de cotización. Además, es interesante remarcar que salvo Thryv Holdings, todas las empresas tecnológicas que han realizado un *direct listing* tienen uno o varios fondos de capital riesgo entre sus inversores principales. Por esta razón, es posible que el efecto notado en las OPV se replique también en los *direct listings*.

Por último, en contraste con las OPV, en el *direct listing* todas las acciones están disponibles desde el minuto uno, lo cual elimina las potenciales variaciones que puedan surgir en el precio debido a cambios en la oferta. Por lo tanto, es verosímil asumir que el precio de las acciones de los *direct listings* tiene menos riesgo de sufrir variaciones por cambios en el número de título disponibles y que esto, además, lleva al mercado a valorar más objetivamente a estas compañías.

4.3.3 Underwriter

Las OPV tradicionales, como se puede comprobar, tienen varios mecanismos a su disposición, a través de la figura del *Underwriter*, que permiten garantizar la demanda de acciones además de estabilizar los precios. En el caso del *direct listing*, la ausencia de la figura del *Underwriter* supone la no disponibilidad de estas herramientas (*Greenshoe-option* y *Bought Deal*). Esto lo confirma en un comunicado la *Securities and Exchange Commission*, que alerta sobre la alta volatilidad que pueden padecer los *direct listings* por la falta de *Underwriter* aumento de oferta por la ausencia de *Lock-up period* y la alta demanda por el perfil de empresa que utiliza este método (Lee & Crenshaw, 2020).

4.3.4 Largo plazo

En los *direct listings*, como se ha explicado en el apartado 4.2.4, hay menos elementos presentes que puedan contribuir a la existencia de una sobrerreacción. Esto puede dar lugar a una valoración inicial de la empresa mucho más cercana a la real y llevar a menos correcciones en el precio en el medio y largo plazo. De la misma forma, el proceso de selección del precio no incita a sobrevaloraciones de este último.

Sobre todo, el proceso de tasación de la acción no empuja a los inversores a sobrevalorar el precio de la acción, utilizándose únicamente el precio establecido mediante subasta, siempre que este se sitúe dentro de los márgenes establecidos (Nasdaq, 2023). Es decir, no existen

revisiones de precio sucesivas y por lo tanto se evita la sensación por parte de los inversores de que existe más demanda de la que hay en realidad.

No obstante, es necesario recalcar que la teoría acerca de la concentración del valor por parte de los inversores privados sí que puede afectar a las compañías que utilicen los *direct listings*. Como se comprueba más tarde en el análisis cuantitativo, los fondos privados como los fondos de capital riesgo están muy presentes en las empresas que utilizan este método para salir a bolsa. Además, son empresas que han permanecido en manos privadas durante períodos de tiempo considerable y que han alcanzado un tamaño sustancial. Por esto, es razonable pensar que este efecto pueda darse tanto en las OPV como en los *direct listings*.

Después de haber realizado una recopilación y un análisis cualitativo, haciendo referencia a la literatura, de las principales diferencias entre la OPV tradicional y el *direct listing*, se pueden resumir las ventajas y desventajas de la siguiente manera:

Figura N.º 3 - Resumen y conclusión de la revisión de los 4 factores en la literatura académica para la OPV y el *direct listing*

	OPV	<i>Direct listing</i>
<i>Under pricing</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1) Colocación de acciones en dos fases, una antes de la salida a bolsa, a precio prefijado para los inversores institucionales. Este precio es de media menor que el de cierre del primer día de cotización, esta diferencia es el <i>Underpricing</i>. 2) Razones del <i>Underpricing</i>: teoría del principal agente (posible conflicto de intereses del <i>Underwriter</i>) y reducción de precio de salida al inversor institucional por parte de aquellas compañías que sean conscientes de su potencial. 	<ol style="list-style-type: none"> 1) Todas las acciones salen al mercado a un precio fijado mediante subasta, generando una menor volatilidad entre precio de referencia y cierre. 2) No hay un <i>Underwriter</i> que justifique un precio de adquisición con descuento. No hay una venta previa a precio prefijado. 3) Literatura académica pone en valor la posibilidad de vender desde el primer momento a un valor objetivo en el <i>direct listing</i> por no haber <i>Underwriter</i>, ni dos fases diferentes antes de la salida.
<i>Lock-up</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Práctica casi universal establecida por los <i>Underwriters</i> en las OPV, que prohíbe la venta de acciones durante un período de tiempo determinado. 2. Se justifica por su capacidad para influir en la estabilidad de precios, particularmente ayudando a controlar el <i>insider trading</i> 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Mecanismo prácticamente inexistente en los <i>direct listings</i>, debido en parte a la ausencia de <i>Underwriter</i>. 2. No existe, por lo tanto, la posibilidad de estabilizar la demanda con este mecanismo, tampoco se puede controlar la actividad de los <i>insider traders</i>.

	<ol style="list-style-type: none"> 3. El <i>insider trading</i> puede dar señales negativas a los potenciales accionistas, que ven en la venta de acciones una falta de confianza en la empresa. 4. Existen variaciones de precio al final del <i>Lock-up period</i> debido a la venta masiva de acciones al final de dicho período, particularmente en los casos de empresas sostenidas por fondos de capital riesgo. 5. La reducción artificial en la oferta de acciones que genera este mecanismo puede dificultar la fijación de un precio más objetivo 	<ol style="list-style-type: none"> 3. El aumento de oferta se traslada del final de <i>Lock-up period</i> al primer día de cotización, lo cual evita fluctuaciones en la oferta a partir de entonces, y permite obtener un precio más objetivo.
Under writer	<ol style="list-style-type: none"> 1. El <i>Underwriter</i> está presente en todas las OPV y tiene como objetivos estabilizar el precio y la demanda y reducir la volatilidad. 2. A su disposición tiene herramientas como el <i>Lock-up period</i>, el <i>greenhoe-option</i> o el <i>bought deal</i>. 3. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. No existe la figura del <i>Underwriter</i> 2. No existen tampoco los mecanismos que sí se tienen a disposición en la OPV, lo que potencialmente podrían llevar a problemas en cuanto a la estabilización del precio, la volatilidad de este mismo y a problemas de garantía de la demanda.
Largo plazo	<ol style="list-style-type: none"> 1. Mala rentabilidad de la acción en las OPV en el largo plazo. 2. Debido posiblemente a una sobre-reacción inicial por parte de los inversores, que se ven influenciados por el mecanismo de actualización del precio. 3. Estas sobre-reacciones generan correcciones en el largo plazo 4. Cabe la posibilidad de que debido al incremento en el tiempo que permanecen las empresas en manos privadas, permita a los inversores privados realizar ganancias mayores, dejando a los inversores en bolsa los períodos de menor crecimiento de las empresas 	<ol style="list-style-type: none"> 1. El método de fijación del precio se realiza mediante una única subasta, por lo que podría haber menos estímulos que lleven a una sobre-reacción por parte de los inversores. 2. Las empresas que salen a bolsa mediante <i>direct listing</i> también son más antiguas, por lo que son susceptibles de padecer el problema de la acaparación de valor por parte de los inversores privados.

Fuente: Elaboración propia, de acuerdo con la literatura académica y del mercado americano

Por lo tanto, lo que pone de manifiesto la investigación académica son una serie de ventajas del *direct listing* frente a la OPV. En primer lugar, la capacidad del *direct listing* de encontrar un precio de la acción más objetivo, ya sea por la reducción en el *Underpricing* y en las

sobrerreacciones. Al mismo tiempo, por las características de este método de salida a bolsa, se reduce el *Underpricing*, se puede mejorar la rentabilidad a largo plazo y se permite la venta de acciones desde el primer momento de cotización debido a la eliminación del *Lock-up period*. Este incremento en la flexibilidad viene acompañado de una menor capacidad para controlar los precios y garantizar la demanda, ambas desventajas para el *direct listing* frente a la OPV.

Además, es necesario destacar que, en relación con la rentabilidad a largo plazo, no hay estudios académicos para el caso de los *direct listings*, por lo tanto, este trabajo aporta un análisis empírico para confirmar si efectivamente existe una mejor rentabilidad a largo plazo para los *direct listings*. De la misma forma, tampoco se ha estudiado la presencia de *Underpricing*, por lo que también se investigará en el análisis empírico.

Capítulo 5. Análisis empírico de las OPV y *Direct listing* en el mercado americano

En este apartado se detalla la muestra seleccionada de las operaciones de *direct listing* así como las principales características de las mismas. Posteriormente se realiza un análisis cuantitativo de las mismas categorías analizadas cualitativamente en el capítulo 4. Estas variables son cuatro de las principales características de las salidas a bolsa tradicionales (*Underpricing*, *Lock-up period*, *Underwriter*, y rentabilidad a largo plazo), además del sector y el papel de los fondos de capital riesgo en estas operaciones. Para ello se realiza una comparativa entre las operaciones de OPV y *Direct listing* en el mercado americano (NYSE y NASDAQ) de 2018 a 2022.

5.1 Muestra del estudio

Para la realización del análisis cuantitativo, se ha seleccionado una muestra compuesta por todas las empresas que han hecho uso del *direct listing* desde el 2018 al 2022. Comenzando por Spotify en el año 2018 y terminando con Bright Green, en verano de 2022. Son trece empresas que han salida a bolsa en el Nasdaq o en el NYSE.

Figura N.º 4: Empresas que han utilizado el *direct listing* para salir a bolsa en los EE. UU: fecha, volumen de ventas y sector.

Empresa	Fecha de <i>direct listing</i>	Ventas (millones de \$)	Sector
1. Spotify	04/03/2018	4.090,00	Tecnológico
2. Watford Holdings	03/28/2019	575,00	Aseguradora
3. Slack	06/20/2019	400,00	Tecnológico
4. Asana	09/30/2020	76,77	Tecnológico
5. Palantir T.	09/30/2020	742,56	Tecnológico
6. Thryv Holdings	10/01/2020	1.420,00	Tecnológico
7. Roblox	03/10/2021	923,89	Tecnológico
8. Coinbase Global	04/14/2021	1.280,00	Tecnológico
9. SquareSpace	05/19/2021	621,15	Tecnológico/Banca
10. ZipRecruiter	05/26/2021	418,14	Tecnológico
11. Amplitude	09/28/2021	102,46	Tecnológico
12. Warby Parker	09/29/2021	393,72	Comercio online
13. Bright Green	05/17/2022	0	Comercio

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Ritter (2023).

5.2 Sectores de las operaciones de *Direct listing* en el mercado bursátil americano

En primer lugar, se analiza el sector en el que actúan las empresas que han optado por acudir al *Direct listing* en lugar de la OPV tradicional. Desde la primera operación en 2018, se ha asociado a este método con las empresas tecnológicas. Colin Stewart, asesor para Spotify y Slack entre otras, relaciona directamente en una entrevista para Morgan Stanley el concepto de *direct listing* y las empresas de este tipo (Morgan Stanley, n.d).

Esto se ve confirmado por los datos, ya que de las 13 compañías que han utilizado dicho método para salir a bolsa, 10 han sido compañías tecnológicas, entre ellas gigantes como Spotify, Coinbase o Roblox. Es decir, un 76.92% son tecnológicas frente al 29.39% en el período 2018-2022 para el resto de OPV tradicionales. Se puede ver por lo tanto una mayor popularidad del *direct listing* entre las compañías de este tipo. Sin embargo, no se puede hablar de exclusividad de las tecnológicas. Warby Parker, una compañía de venta de gafas, Watford Holdings, una aseguradora y Bright Green, una comercializadora de productos de cannabis también han salido a bolsa mediante el *direct listing*. Aunque hay una clara preponderancia de las tecnológicas, esta herramienta es utilizada por empresas de otros sectores.

5.3 Diferencias entre OPV y *Direct listing*: *Underpricing*, *Lock-up period*, *Underwriter* y Rentabilidad a Largo Plazo

A continuación, se realiza el análisis cuantitativo de las principales conclusiones que desde la literatura académica son consideradas posibles causas de la búsqueda de nuevos mecanismos para salir a bolsa, como el *direct listing* frente al método tradicional.

5.3.1. *Underpricing*:

Se entiende el *Underpricing* como la diferencia entre el precio de oferta (*offer price*), aquel establecido por los bancos de inversión y, el precio de apertura en el primer día de negociación en la salida al mercado. Este salto en el precio de las acciones, también conocido en su término en inglés como *IPO pop*, es el que se utiliza como prueba de la existencia

Underpricing. Dicha infravaloración tiene como consecuencia, según muchos de los estudios académicos, una enorme pérdida de dinero por parte de los oferentes de acciones, que dejan de ganar sumas considerables por el menor precio (Huang, Ritter & Zhang, 2023, 2023). El *Underpricing* en las OPV, descrito por las diferentes teorías, también se ve avalada por los datos. Según Ritter, y tal y como se puede comprobar en la figura N.º. 5, existe una considerable infravaloración en los precios de las acciones. Una infravaloración notable para el conjunto de las empresas y sobre todo para aquellas del sector de las tecnológicas. Además, es considerable el aumento que se ha experimentado desde 2018, donde la media ha subido en casi 15 puntos respecto del dato histórico. Por ejemplo, durante el año 2020, las empresas tecnológicas que salieron a bolsa mediante una OPV experimentaron un *Underpricing* del 41,6% (2023).

Figura N.º. 5 *Underpricing* en las OPV en los EE. UU de Nasdaq y NYSE, períodos 1980-2022 y 2018-2022, por sector.

	1980-2022	2018-2022
OPV	19.00%	32.94%
OPV - tech	31.20%	32.96%

Fuente: Elaboración propia a partir de Ritter (2023).

Figura N.º.6 *Underpricing* de OPV y *direct listing*, período 2018-2022 por sector de empresa

	2018-2022
OPV	32.94%
<i>Direct listing</i>	28.21%
OPV - tech	32.96%
<i>Direct listing -tech</i>	26.58%

Fuente: Elaboración propia a partir de Ritter (2023).

En el caso de los *direct listings*, también se constata un *Underpricing* notable, si bien este es inferior al experimentado por las OPV. No obstante, dicho salto en el precio no conlleva, en contraste con las OPV, consecuencias negativas. En una OPV, un 90% de las acciones son compradas por inversores institucionales al precio de oferta (*issue price*), un precio menor como se puede constatar que el de apertura en el mercado (Fidelity, n.d). Según Ritter, esto ha supuesto una pérdida de más de 231 mil millones para las empresas en el período 1980-2022 (2023). Esta cantidad, también conocida en inglés como *money left on the table*, es una

transferencia de valor por parte de las empresas a sus inversores que generan beneficios por la venta de estas acciones infravaloradas en la colocación (Chemmanur, 2010). Además, esta problemática se ha acentuado en los últimos años, como se puede ver en la figura N.º.7, el período 2018-2022 supone más del 30% del dinero desde 1980.

En los *direct listings*, no hay pérdidas de recaudación por *Underpricing*, al no existir un precio previo de colocación en preapertura. A pesar del ya mencionado incremento de precio del 28,21%, todas las acciones se venden al precio de mercado y no al de referencia, que sería el equivalente al *issue price*. Este último sirve únicamente para establecer un baremo con el cual empezar la subasta que determinará el precio de apertura en bolsa (momento de la primera operación real de compraventa). Como se puede ver en la figura N.º 7 a continuación, la venta de las acciones al precio de referencia habría supuesto una pérdida de casi 17 mil millones de dólares.

Figura N.º. 7 Money left on the table para OPV y *direct listing* para los períodos 1980-2022 y 2018-2022 (en millones de dólares)

	1980-2022	2018-2022
OPV	231.000	72.620
<i>Direct listing</i>	-	17.000 (pérdida potencial estimada si hubiera sido una OPV)

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Ritter (2023)

Concluyendo, la diferencia de precio existente entre el *issue price*, o aquel al que compran los inversores institucionales, y el precio de apertura se puede considerar como un coste de oportunidad a las empresas, que salen a bolsa dejando de ganar miles de millones de dólares al año. Este importe es la ganancia para los inversores que acuden a la OPV en el periodo de suscripción, antes de la salida a Bolsa y garantiza la colocación de la ampliación de capital haciendo atractiva la compra. En el caso de los *direct listings*, a pesar de que sí hay una evidencia clara de un incremento de precio entre el precio de referencia y el de cotización, esto no supone ninguna pérdida monetaria para la empresa. Contrariamente a las OPV, el beneficiario de la subida de precio en el mercado frente al de referencia es el accionista previo a la salida a bolsa, que busca liquidez en el mercado. Este realiza una ganancia por la venta de sus acciones en el primer día de cotización.

Por lo tanto, en este caso lo que se pone de manifiesto es que para los accionistas de las empresas que acuden al *direct listing*, supone un beneficio claro el poder vender sus acciones a un precio mayor, de acuerdo con el mercado.

5.3.2 Lock-up period

Tal y como se describe en el apartado 4.2.2, la oferta adicional que tiene lugar cuando se agota el periodo de bloqueo de venta de acciones (*Lock-up period*) tiene efectos negativos en el precio para las OPV. Se podría, por lo tanto, esperar un efecto similar para los *direct listings* durante el primer día de cotización. Como se demuestra en el apartado 5.3.4, las empresas que utilizan este método para salir a bolsa experimentan una oferta mucho mayor durante el día inicial. En el caso de las empresas tecnológicas con financiación de fondos de capital riesgo (*VC- backing*), la diferencia entre el precio de referencia y el de cierre es de un 30,72%, parecido al 32.96% para las OPV tecnológicas entre 2018-2022. Si bien no se puede descartar que la oferta adicional por la ausencia de lock-up haya reducido el incremento de precio, pero incluso con ello, el efecto no ha frenado la evolución positiva del precio que han experimentado los *direct listings* hasta ahora.

Otro de los efectos más marcados del *Lock-up period* se debe a su existencia durante el período en el que el precio de las acciones es más alto. Tal y como se aprecia en la figura N.º 14 del apartado 5.3.4, el precio de la acción en la mayoría de las OPV tiene un rendimiento mejor durante los primeros 3 meses de cotización, empeorando notablemente a partir de entonces. La prohibición de venta de acciones en ese periodo supone que los accionistas pierden la oportunidad de vender sus títulos a un mejor precio, reduciendo sus expectativas de una mayor rentabilidad para sus inversiones. Esto tiene varias consecuencias. Tal y como se afirma en un artículo de Business Insider, los fondos de capital riesgo que participan en empresas además de otros inversores privados, están muy interesados en métodos de salida a bolsa como el *direct listing* (Bort, 2020). Efectivamente, las compañías que han usado este método de salida a bolsa tienen mayoritariamente inversores de este tipo (fondos de capital riesgo). Son claros los casos de Spotify, Asana o Roblox que tenían a un fondo de este tipo como inversor principal. La ausencia de *Lock-up period* permite a estos inversores vender sus acciones inmediatamente y a un precio mayor. No obstante, parecido a los OPV, los *direct*

listings tampoco tienen un desempeño en bolsa excesivamente positivo en el medio o largo plazo. Empresas como por ejemplo Amplitude, sufrieron una bajada del 63% respecto del precio de salida después de 6 meses de cotización, momento en el cual los inversores podrían haber vendido si hubiera un *Lock-up period*.

Adicionalmente, el efecto del *Lock-up period* ha supuesto una desventaja para las OPV tradicionales que han visto cuestionado en los últimos años esta cláusula y más concretamente en el caso del sector tecnológico. A pesar de la voluntariedad del *Lock-up period*, esta ha sido una práctica casi universal dentro de las OPV tradicionales. Sin embargo, durante los últimos años ha incrementado el número de salidas a bolsa donde se han hecho excepciones tanto para inversores como empleados. En el año 2021, un cuarto de las salidas a bolsa tuvo provisiones para sus períodos de bloqueo. Por ejemplo, Airbnb permitió a sus empleados vender el 15% de sus acciones durante los primeros 7 días de cotización (Loizos, 2022). Se podría por lo tanto considerar que una de las razones del éxito del *direct listing*, centrándose sobre todo en las compañías tecnológicas con inversiones de capital riesgo, es la ausencia de *Lock-up period*. Las críticas que existen dentro de este sector al *Lock-up period* se ven avaladas por la sobrerrepresentación de empresas financiadas por fondos de capital riesgo. En este contexto un método alternativo como es el *direct listing*, ofrece una alternativa menos restrictiva y más adecuada a su modelo de negocio.

5.3.3 Underwriter

El impacto de los *Underwriter* en el proceso de salida bolsa puede ser relevante debido a su rol en la fijación del precio de la acción de manera previa y a su labor de estabilización del precio, de garantía de la demanda y de reducción de la volatilidad. Relacionado con las actividades que desempeñan se analiza cuantitativamente dos cuestiones principales. En primer lugar, la volatilidad del precio de la acción en el día de la salida a cotización. En segundo lugar, el número de acciones vendidas durante el primer día de cotización y las implicaciones sobre la demanda.

Empezando por la volatilidad, lo cierto es que las advertencias por parte de la SEC, tal y como se desarrolla en el apartado 4.3.4, no parecen tener recorrido una vez analizados los datos. Entendiendo la volatilidad como la diferencia entre el precio de salida y el precio de cierre del primer día de cotización, ésta se sitúa en 2,79% para los *direct listings* en su conjunto y en -

2,91% para las compañías tecnológicas. Si bien hay dos casos, el de Bright Green que sufre un aumento del 57,88% y el de Thryv Holdings, que pierde un 20,89% de su precio inicial, el resto de los títulos se mantiene relativamente estable durante el día. Como se puede comprobar, la volatilidad es cercana al 0% de media. Si bien la muestra es escasa en número, los datos iniciales parecen desmentir la existencia de una gran volatilidad en el precio a pesar de no tener a su disposición mecanismos de estabilización del mismo. Esto se puede deber al procedimiento de fijación del precio que, tal y como se ha comentado anteriormente, es menos susceptible de sufrir una sobre-reacción o *Underpricing* y puede estar más cerca del precio real de la acción, lo cual explicaría una menor variación.

En cuanto a la demanda de acciones, se encuentran datos tanto positivos como negativos. Empezando por los últimos, los casos de Thryv Holdings o Watford Holdings ejemplifican casos de falta de demanda. Como se puede constatar en la figura N.º 8, ambas compañías experimentaron una demanda muy reducida, tanto en porcentaje sobre el total de acciones existentes como sobre el porcentaje de acciones registradas para la venta. Esto se puede deber en primer lugar a la falta de publicidad, que suele ser llevada a cabo por el *Underwriter* y también al escaso conocimiento por parte de los *retail investors* de las compañías y de sus modelos de negocio, según datos de Google Trends. Thryv, por ejemplo, es la empresa de las páginas amarillas en los EE. UU y Watford, una reaseguradora mediana, ambos modelos de negocio complicados, de escasa repercusión mediática y con marcas poco potentes.

Figura N.º. 8 Número de acciones de Thryv Holdings y Watford Holdings vendidas durante primer día de cotización

	Acciones vendidas	Acciones ofertadas (M)	Acciones totales (M)	Porcentaje sobre ofertadas (%)	Sobre total (%)
Thryv Holdings	9.569	26,7	30,8	0,036	0,031
Watford Holdings	121.131	3,6	3,6	3,59	3,59

Fuente: Elaboración propia a partir de Factset Research Systems (2023), (SEC, 2020) y (Watford Holdings LTD, 2019)

No obstante, salvando los casos de Thryv Holdings y Watford Holdings, los *direct listings* muestran resultados positivos, si bien diferentes que los de las OPV tradicionales. Tal y como se puede apreciar en la figura N.º 9, existe una clara diferencia en el porcentaje de acciones

ventas sobre el número de acciones registradas para la venta durante el primer día de cotización. Mientras en las OPV, esta cifra no baja del 90%, siendo las empresas con finanzas por fondos de capital riesgo las que experimentan una menor demanda, en los *direct listings* el dato oscila alrededor del 40%. Los datos incluyen a todas las empresas que han salido a bolsa en el NYSE y el Nasdaq, durante el período 2009-2022, sin incluir a las SPACs.

Figura N.º 9 Porcentaje de acciones vendidas respecto de las acciones registradas para la venta en Nasdaq y NYSE, para el período 2009-2022m sin SPAC.

	Todos (%)	Tech (%)	Tech con fondos de capital riesgo (%)
OPV	97,81	93,7	91,4
Direct listing	32,42	40,28	44,7

Fuente: Elaboración propia a partir de Factset Research Systems (2023).

En el caso de la OPV, la teoría es consistente con los datos. Prácticamente la totalidad de las acciones registradas para la venta por la compañía y su *Underwriter* son vendidas en el primer día de cotización. Se puede decir por lo tanto que efectivamente la venta de las acciones está garantizada.

Mientras que en las OPV tradicionales más del 90% de las acciones registradas para la venta son vendidas, en el caso de los *direct listings* este dato es sólo del 32,42% o del 40,28% para las empresas tecnológicas. Se constata, por lo tanto, una incapacidad de vender todas las acciones registradas para la venta. Esta incapacidad de garantizar la venta de las acciones muestra una de las desventajas que surgen por la falta de *Underwriter*. No obstante, en aquellas compañías más reconocidas, según *google trends*, el porcentaje de acciones vendidas es más alto. Compañías como Spotify, Coinbase o Slack cuentan con datos del 54,8, 70,6 y 48,6 por ciento respectivamente, lo cual puede indicar una menor necesidad de un mecanismo de garantía de la demanda para aquellas compañías con una marca más reconocida.

Al mismo tiempo, es interesante remarcar que las tres empresas con peores resultados en este ámbito son las únicas que no contaban con el apoyo de empresas de capital riesgo. Estas son tanto Thryv Holdings como Watford Holdings, además de Bright Green, que vendió un 0,2% de sus acciones registradas para la venta. Como se constata en el gráfico, las empresas con apoyo de estos inversores en particular venden casi un 42% de sus acciones.

5.3.4 Rentabilidad a Largo plazo

En la literatura académica se ha discutido la rentabilidad de las OPV en el largo plazo. Si bien en su mayoría se obtienen resultados positivos a corto plazo, la mayoría de los estudios muestran como en el largo plazo es negativa.

En este apartado se analiza la rentabilidad de la muestra seleccionada comparando el resultado para las empresas de *Direct listing* con las OPV tradicionales.

Para este análisis cuantitativo, se utiliza en primer lugar, la media, sin tener en cuenta tanto el 10% de valores más grandes, como el 10% más bajo, para eliminar así los *outliers*. Y por otra parte se calcula la mediana utilizando todos los valores disponibles. Se ha considerado para el análisis todos los datos para las OPV, incluyendo dividendos, que no se han podido eliminar por falta de datos.

Los cálculos se realizan para dos períodos diferentes, 2009-2022 y 2018-2022. Este último coincide con los años en los cuales han tenido lugar todos los *direct listings* y permite una comparativa en el mismo período, al estar incluidos en los datos los diversos *shocks* que han sufrido las bolsas americanas estos últimos años, además de reflejar empresas con una antigüedad similar.

Para el cálculo del rendimiento a largo plazo, se ha considerado la diferencia de precio entre el precio del primer cierre y su equivalente el día 9 de marzo de 2023, en las OPV tradicionales en el Nasdaq y NYSE (Factset Research Systems, 2023):

Figura N°.10 Rendimiento a largo plazo OPV Tradicionales en Nasdaq y NYSE de todos los sectores. De 2009-2022 y 2018-2022 (Sin SPACS)

Período	Media (%)	Mediana (%)
2009-2022	-17,51	-31,23
2018-2022	-51,15	-62,64

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Factset Research Systems (2023)

A continuación, se realizan los mismos cálculos, pero únicamente para las empresas tecnológicas para ver si hay diferencias para este sector o no. Si bien, los resultados son similares a la media de las OPV tradicionales. (figura N.º 11).

Figura N.º.11 Rendimiento a largo plazo OPV en Nasdaq y NYSE de empresas tecnológicas, períodos 2009-2022 y 2018-2022 (Sin SPACS)

Período	Media (%)	Mediana (%)
2009-2022	-13,30	-35,19
2018-2022	-52,73	-58,65

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Factset Research Systems (2023)

En relación con el análisis para para todas las empresas que optaron por el *direct listings*, se obtienen los siguientes resultados del conjunto de la muestra y el detalle para el sector tecnológico.

Figura N.º.12 Rendimiento a largo plazo de *direct listings* en Nasdaq y NYSE de empresas de todos los sectores, período 2018-2022

Período	Media (%)	Mediana (%)
2018-2022	-30,13	-41,91

Nota: El 10% superior e inferior también han sido eliminados de los cálculos de la media.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Factset Research Systems (2023)

Figura N.º.13 Rendimiento a largo plazo de *direct listings* en Nasdaq y NYSE de empresas tecnológicas, período 2018-2022

Para las empresas tecnológicas, los números arrojan los siguientes resultados.

Período	Media (%)	Mediana (%)
2018-2022	-26,17	-28,84

Nota: El 10% superior e inferior también han sido eliminados de los cálculos de la media.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Factset Research Systems (2023)

Además, como se explica en el análisis cualitativo, la sobrerreacción se demuestra empíricamente como mínimo durante los 3 primeros años. Por lo tanto, se ha calculado también la media para las empresas tecnológicas que han existido en bolsa durante al menos 3 años. Para estas compañías, el retorno a largo plazo es del 2,27%, sin excluir a ninguna empresa.

De los resultados obtenidos se obtienen las siguientes conclusiones del análisis:

a) A pesar del mal desempeño tanto de las compañías que salen a bolsa mediante una OPV, como aquellas que lo hacen a través del *direct listing*, sí que parece haber un mejor rendimiento para estas últimas. Además, los datos del *direct listing* no tienen en cuenta los dividendos pagados, dato que aumentaría las cifras positivamente para este grupo.

b) Es notable sobre todo la diferencia del período 2018-2022, que es significativamente peor que si se tiene en cuenta un periodo más amplio (del 2009-2022). Volviendo a la teoría, Ritter explica que el mal comportamiento en el precio de la acción existe durante los primeros tres años y puede desaparecer posteriormente. Por lo tanto, las compañías que iniciaron su cotización en el período 2009-2019 habrían corregido ya su sobrerreacción inicial. Por lo tanto, si entendemos este fenómeno como la causa de la mala evolución en el precio, ya estarían mostrando en bolsa un desempeño mejor que las empresas que salieron a bolsa en los últimos 3 años mejorando el resultado conjunto (Ritter, 1991). Al mismo tiempo, es indudable que el mayor tiempo de existencia como compañía cotizada amplía el impacto de los dividendos en el retorno total, lo cual también explica la considerable diferencia entre ambos períodos.

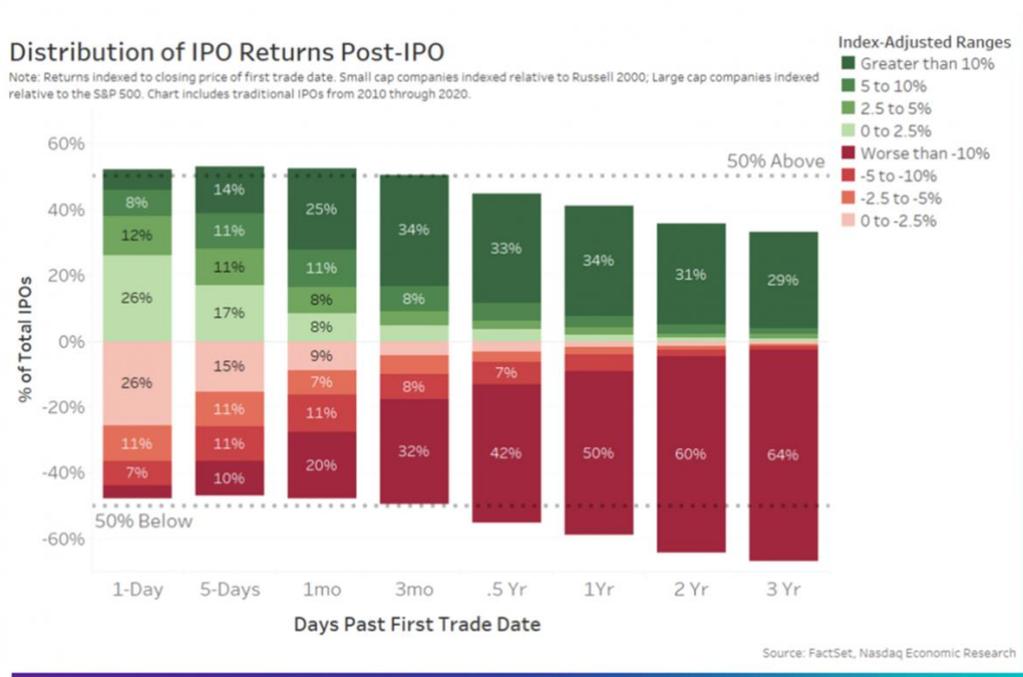
Sin embargo, a pesar de ello, los *direct listings* muestran un desempeño en bolsa muy superior a las OPV. Si bien, todos los resultados son negativos de media, el impacto del COVID-19, la subida en 2022 de los tipos de intereses y, aumento de la inflación y de la inestabilidad política con la guerra ruso-ucraniana parecen haber tenido más consecuencias en las OPV tecnológicas, donde el retorno a largo plazo es de media -52,73%, comparado con un -26,17% en el *direct listing*.

Si bien no es el objetivo de este estudio identificar la razón por la cual existe esta diferencia en los retornos entre ambos mecanismos de salida a bolsa, la diferencia de rentabilidad es un

hecho constatable. También hay que tener en cuenta en esta valoración que la muestra disponible para los *direct listings* es un número bajo, pero son toda la población muestral. Por otra parte, es necesario explorar los datos disponibles relacionados con la potencial sobrevaloración que se puede dar en las OPV. Una sobrevaloración inspirada principalmente por el mecanismo de comunicación y actualización del precio de salida (*issue price*).

Figura N.º 14: Distribución de retornos de las OPV durante los primeros tres años

Chart 3: Most IPO returns turn negative in the long run



Fuente: (Mackintosh, 2021)

Como se puede comprobar en la figura N.º.9, la rentabilidad de las OPV, tomando como punto de partida el primer precio de cierre, obtienen de media mejores resultados que el mercado durante el mes posterior a su salida a bolsa. Una mejora que se ve neutralizada a los 3 meses y que adquiere una evolución más negativa a medida que se avanza en el tiempo. Después de la sobrevaloración inicial, el mercado penaliza el precio de la acción para así valorar más objetivamente a la compañía (Mackintosh, 2021). Las empresas que cotizan tienen la obligación de comunicar sus resultados al final de cada trimestre en los EE. UU. Después de una potencial sobrevaloración por parte de los inversores, estos penalizan a la empresa al recibir los primeros resultados, tal y como se puede comprobar en la quinta columna (6

meses). En este momento se constata una bajada muy marcada en el conjunto de la rentabilidad de las OPV, debido a que los muchos inversores deshacen sus posiciones reduciendo una posible burbuja especulativa por la salida al mercado. En el caso de los *direct listings*, la presión existente para sobrevalorar las acciones es menor, lo que podría explicar el mejor desempeño en el largo plazo que se ha constatado en las figuras 10 y 11.

Es necesario resaltar que la ratio Capitalización Bursátil/Ventas para las compañías tecnológicas, es considerablemente superior en los *direct listings*. Concretamente, se está pagando 22,07 veces por las ventas del año anterior. Comparativamente, en las OPV tradicionales esta cifra es de 11,13 veces. Aparentemente, si bien no existen mecanismos que impulsen a la sobrerreacción de los inversores, sí parece haber una reacción fuerte por parte de estos, lo cual se transforma en una subida del precio de la acción y por lo tanto de la capitalización bursátil. Esto podría señalar la existencia de una sobrerreacción por parte de los inversores, que estarían pagando cantidades excesivas por un número de ventas limitadas. Además, es importante destacar que, si bien existe una diferencia palpable entre las ratios, las empresas tecnológicas que han salido a bolsa mediante el *direct listing* son de media de tamaño grandes y muy conocidas antes de su salida a Bolsa y tienen además muchas expectativas de crecimiento altas.

5.4 Empresas participadas por capital riesgo (Venture Capital)

Otra de las observaciones realizadas a partir de los datos es el considerable interés por parte de los fondos de capital riesgo por los *direct listings*. Un 90% de las compañías tecnológicas que han utilizado este método tenían a unos fondos de capital riesgo entre sus inversores principales, comparado con solo un 59,6% en las OPV tradicionales. Este interés puede ser explicado por una serie de factores, entre los cuales se encuentra el *Lock-up period*, la expansión del mercado de los capitales privados y el consiguiente aumento de la edad, de 8 a 11 años, a la cual las empresas salen a bolsa.

Los fondos de capital riesgo invierten en empresas con el objetivo de lograr un crecimiento importante, para después vender su participación en no más de 5 años. Una venta que muy a menudo pasa por una salida a bolsa (Zider, 1998).

Este proceso de creación de valor choca con el *Lock-up period* ya que este pospone la fecha de venta de las acciones. Para los fondos de capital riesgo, esto supone tener cantidades considerables de dinero atadas sin producir ningún retorno y que sólo podrá rentabilizar una vez expire el tiempo de espera, habitualmente 180 días. Además, tal y como se ha desarrollado anteriormente, debido a las sobrerreacciones y las buenas expectativas presentes en muchas de las salidas a bolsa, los precios más altos ocurren precisamente durante los primeros 6 meses de cotización. Por lo tanto, la imposibilidad de vender no permite a estos fondos maximizar sus beneficios.

Adicionalmente, la velocidad del proceso es otra cuestión de importancia que también puede suponer una ventaja para los fondos de capital riesgo. Mientras que el tiempo promedio de preparación y espera para salir a bolsa mediante una OPV es de 6 a 12 meses, los *direct listings* no tardan más de 6 en realizar todos los trámites (NYSE, 2020). Como en el caso de *Lock-up period*, una reducción en el tiempo de espera puede significar una mayor rentabilidad para los fondos de capital riesgo, que pueden vender sus participaciones antes. Además, según un documento presentado por Deloitte, las empresas consideran que el momento en el tiempo en el cual se sale a cotizar es crucial para su éxito (Deloitte, n.d). Las salidas a bolsa suceden más a menudo cuando la coyuntura económica es favorable. Un período de espera de un año puede coincidir con un cambio en los mercados o en otros factores que influyan negativamente en dicha salida y echar a perder una buena oportunidad para la empresa.

Adicionalmente, los datos avalan el interés de los fondos de capital riesgo en los *direct listings* por la ausencia de *Lock-up period*. Como se puede comprobar en la figura N.º 15, las empresas que salen a bolsa mediante *direct listing* se aprovechan de la ausencia de *lock-up* para vender sus acciones inmediatamente. Mientras que el porcentaje de acciones registradas para la venta en el caso de las OPV ronda el 20% en todas las modalidades del sector tecnológico, en los *direct listings* este mismo dato se sitúa alrededor del 50%.

Figura N.º 15. Porcentaje de acciones registradas para la venta sobre el total de acciones existentes para OPV Tradicionales y *direct listing* en Nasdaq y NYSE, sin SPAC.

	Todas (%)	Tech desde 2009 (%)	Tech 2018-2022 (%)	Tech con fondos de capital riesgo desde 2009 (%)	Tech con fondos de capital riesgo 2018-2022 (%)
OPV	28,62	21,05	22,55	18.41	19,22
<i>Direct listing</i>	59,13	-	49,77	-	45,67

Fuente: Elaboración propia a partir de Factset Research Systems (2023)

La diferencia en el número de acciones registradas para la venta entre la OPV y el *direct listing* es clara. Debido a la ausencia del *Lock-up period*, los inversores privados registran sus acciones para la venta en el primer momento disponible que se les presenta. Los fondos de capital riesgo tienen una existencia limitada en el tiempo, que no suele prolongarse más de 5 a 10 años. Por lo tanto, no tienen incentivos para mantener sus inversiones más tiempo de lo necesario. Esta voluntad de vender se ve reflejada en el altísimo porcentaje de acciones registradas para la venta, requisito previo para poder vender en bolsa.

Al mismo tiempo, es interesante comprobar la diferencia entre el porcentaje de acciones vendidas en las OPV para las tecnológicas con y sin el respaldo de fondos de capital riesgo. Si bien la diferencia es solo de entre 3 y 4 puntos, podría indicar unas condiciones del lock-up más severas debido a la tendencia natural de estos fondos a vender sus acciones en bolsa. Como se ha desarrollado en el análisis cualitativo, una de las razones por las cuales las empresas establecen los *lock-up* es para evitar una venta excesiva por parte de sus accionistas, ya que esto podría indicar a los nuevos inversores una falta de confianza en la empresa. Si esto fuera el caso, se podría explicar el interés mostrado por los fondos de capital riesgo en el *direct listing*.

Sin embargo, es necesario matizar que no todas las acciones registradas para la venta en los *direct listings* fueron compradas. Tal y como se ha estudiado en el apartado anterior, únicamente el 32,42% de estas acciones fueron vendidas durante el primer día de cotización. En el caso de las empresas tecnológicas con fondos de capital riesgo, un 41,8% encontraron comprador. Como ya se ha explicado, la ausencia de métodos de consolidación de la demanda no permite garantizar la venta de todas estas acciones.

Al combinar ambos datos, tanto las acciones ofertadas para la venta como el porcentaje de éstas que han sido compradas, los resultados son los siguientes.

Figura N.º 16. Porcentaje de acciones vendidas sobre el total de acciones existentes para OPV y *direct listing*, Nasdaq y NYSE sin SPAC.

	Tech 2009-2022 (%)	Tech 2018-2022 (%)	Tech con fondos de capital riesgo 2009-2022 (%)	Tech con fondos de capital riesgo 2018-2022 (%)
OPV	19,72	21,10	17,17	17,57
<i>Direct listing</i>	-	16,57	-	18,41

Fuente: Elaboración propia a partir de Factset Research Systems (2023)

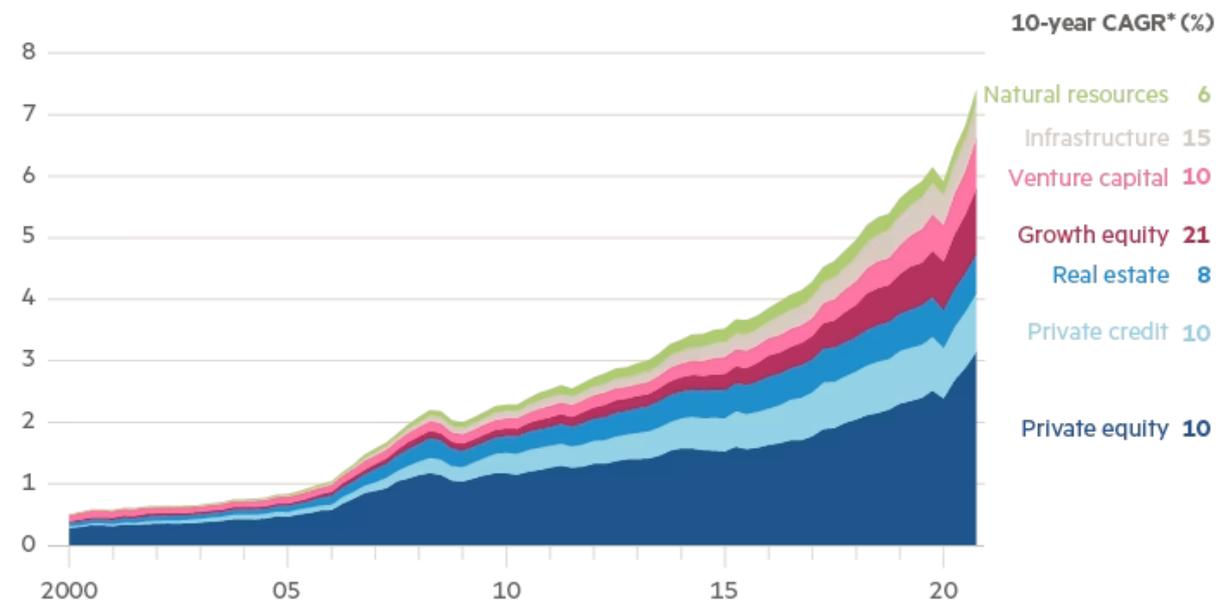
Se comprueba entonces, que la ausencia de un sistema de garantía de la demanda no conlleva una desventaja importante para los *direct listings*. Como se puede observar en la última columna de la figura N.º 16, el porcentaje de acciones vendidas sobre el total de acciones existentes es ligeramente superior para estos. En el caso de las empresas tecnológicas, con y sin fondos de capital riesgo, el dato de los *direct listings* es especialmente bajo debido a Thryv Holdings, que presenta cifras de ventas muy pobres. Estos datos son favorables, recordando además que no existe mecanismo de garantía de la demanda, cosa que sí está presente en las OPV. Además, es crucial recordar que las acciones vendidas en los *direct listings* son vendidas todas al precio de mercado, contrariamente a las OPV, donde se venden al *issue price*. Se podría decir que no solo existen niveles casi idénticos de demanda, sino que la demanda en los *direct listings* tiene lugar a precios de media mayores por no existir *Underpricing*. Mientras que en las OPV tradicionales los inversores institucionales pueden comprar las acciones a precios reducidos, en el *direct listing* están obligados a comprar al precio de mercado, sin que esto provoque bajadas en la demanda tal y como confirman los datos.

La segunda cuestión que ayuda a entender el interés de los fondos de capital riesgo en el *direct listing* es la expansión del mercado de capitales privados. Como se puede apreciar en el siguiente gráfico, el aumento de los activos bajo gestión en los mercados de capitales privados ha sido considerable.

Figura N.º 17 Evolución de los mercados de capitales privados en los EE. UU

The growing power of private capital

Assets under management (\$tn)



* Compound annual growth rate
Excludes secondary and fund of fund strategies
Sources: HLNE Cobalt data as of Dec 30 2020; Morgan Stanley Research
© FT

Fuente: (Wigglesworth, 2021)

Según un artículo de *The Economist*, esta expansión tiene dos explicaciones de fondo principales. En primer lugar, los tipos de intereses bajos, que desde la crisis del 2008 han ido bajando hasta llegar a tener tipos cercanos al 0%, lo que ha permitido a los fondos de capital riesgo o *Private Equities* financiarse a un bajo coste para así aumentar el número de inversiones. Además, esta facilidad para obtener dinero barato ha empujado a muchos inversores a buscar opciones con más riesgo, como lo son las inversiones en los mercados privados. En segundo lugar, los endurecimientos en la legislación para los bancos, redujo notablemente su papel como financiador, dejando espacio para los actores de los mercados privados (The Economist, 2022). También es importante destacar el *JOBS act*, una ley aprobada en el año 2012 en que flexibiliza la inversión en los mercados de capitales privados y reduce los requisitos necesarios para la obtención de fondos dentro del mismo (Aswani et al., n.d)

Este surgimiento de los mercados alternativos ha tenido varias consecuencias. Entre ellas encontramos el aumento de la edad media a la cual las empresas salen a bolsa. La mayor

disponibilidad de fondos ha permitido a los startups tecnológicos permanecer en manos privadas durante más tiempo, sin que ello conlleve problemas de liquidez o financiación, evitando además las obligaciones que tienen las empresas públicas (The Economist, 2022). Utilizando los datos provistos por Jay Ritter, se aprecia una clara progresión ascendente en la antigüedad de las empresas que deciden salir a bolsa, tanto en las OPV como en los *direct listings*.

Figura N.º 18 Edad media de empresas que han salido a bolsa en Nasdaq y NYSE, sin SPAC.

	Edad media 1980-1998	Edad media 2018-2022	Edad media tech 2018-2022	Edad media tech con FONDOS DE CAPITAL RIESGO2018-2022
OPV	9	9,6	12,4	-
<i>Direct listings</i>	-	11	12	12,56

Fuente: Elaboración propia a partir de Factset Research Systems (2023) y Ritter (2023)

Esta nueva realidad dentro del mundo empresarial cambia la perspectiva que tienen algunas compañías de la OPV tradicional. Históricamente, las salidas a bolsa han constituido el mecanismo principal de acceso a financiación. Sin embargo, el incremento de fondos disponibles en los mercados de capitales privados está modificando la razón por la cual las empresas salen a bolsa. En una entrevista de CNBC al CEO de Slack, una de las empresas que ha realizado un *direct listing*, este dice lo siguiente. “*That certainly is not the motivator, the big one for us was not having to raise new capital*”, haciendo referencia a la razón principal que les empujó a salir a bolsa (Butterfield, 2019). Algo parecido afirma el CEO de Coinbase, Brian Armstrong, que en otra entrevista para la misma cadena confirma que su compañía está interesada en los beneficios de salir a bolsa pero que debido a su balance saneado, no necesitan ampliar capital (Armstrong, 2021).

El incremento de financiación disponible en los mercados privados permite a las empresas considerar el *direct listing* como una alternativa viable a la OPV. Slack, realizó el 21 de agosto de 2018 su ronda octava ronda de financiación, en la que obtuvo de sus inversores \$427 millones, solo 10 meses antes de su salida a bolsa (Slack, 2018). Roblox, otra de las compañías que ha salido a bolsa utilizando el *direct listing*, consiguió \$520 millones sólo 3 meses antes de su salida en el NYSE (Levy, 2021). Para estas empresas, salir a bolsa mediante la OPV

tradicional y emitir nuevas acciones supone diluir la propiedad de la empresa para obtener un capital que no es necesario. También hay que destacar que de las 7 empresas que pudieron hacer uso del *direct listing* con ampliación de capital, ninguna optó por este camino.

Haciendo referencia a un artículo del Nasdaq, el período en el cual las empresas experimentan las fases más altas de crecimiento, coincide cada vez con el tiempo en el que estas existen como empresas privadas. Estas, además, empiezan a cotizar siendo mucho más grandes y necesitando menos capital para crecer. Desde el año 1980 hasta 2020, el valor mediano de las empresas que salían a bolsa era de \$105 millones, a día de hoy, el mismo dato es de \$1300 millones (Hortz, 2022). Debido a la iliquidez que a menudo tienen asociada la inversión privada, salir a bolsa se postula como una manera de vender las participaciones más fácilmente y no como una vía de acceso a financiación.

No obstante, es necesario tener en consideración que las razones que han propiciado el ascenso del mercado de capitales privados y, por lo tanto, del *direct listing*, están cambiando. El giro de política monetaria llevado a cabo por los bancos centrales para combatir la inflación está encareciendo el dinero. Esto afecta considerablemente a los fondos de capital riesgo, que han reducido sus inversiones en el año 2022 en casi un 50% (The Economist, 2023). Si bien esto no tiene que afectar las dinámicas que se han mencionado anteriormente, sí que puede tener un impacto sobre el número de salidas a bolsa, independientemente del método utilizado. Por ejemplo, en el año 2021 salieron a bolsa en los EE. UU más de 900 empresas, en 2022 este número fue de 149 (Scheid, 2023). Esta reducción en la actividad puede suponer una disminución en el número de *direct listings*, lo que puede dificultar el estudio del desarrollo de este mecanismo de cara al futuro.

Además, es necesario remarcar que, durante el año 2022, la edad media de las empresas tecnológicas que salieron a bolsa fue de 8 años, una reducción considerable y significativa a pesar de ser sólo un año. Mientras que el aumento de la capacidad financiadora de los fondos privados ha supuesto un incremento del tiempo que las empresas permanecen en manos privadas, la involución de los fondos de capital riesgo, que en el año 2022 ya estaba presente, puede tener el efecto contrario, limitando la utilidad del *direct listing*. Esta evolución es importante y ha de ser monitorizada de cara al futuro para confirmar si hay correlación entre la edad media de las empresas y el tamaño del mercado de capitales privados.

En resumen, en el Capítulo número 5, se han comentado las siguientes ideas.

Figura N.º 19 Tabla resumen del análisis cuantitativo de la OPV y el *Direct listing*

	OPV	<i>Direct listing</i>	<i>Conclusión</i>
Sector	-	<p>1. Predominan las salidas a bolsa de empresas tecnológicas</p> <p>2. También existen empresas de otros sectores que han utilizado este método para salir a bolsa.</p>	<p>1. El <i>direct listing</i> se postula como un mecanismo de salida a bolsa polivalente en cuanto al sector al que pertenecen las empresas, aunque sí es más popular para las empresas tecnológicas.</p>
<i>Underpricing</i>	<p>1. Existe <i>Underpricing</i> en las OPV, mayor en el caso de las empresas tecnológicas.</p> <p>2. Este <i>Underpricing</i> se ha reforzado en el período 2018-2022, aunque en el caso de las tecnológicas se ha mantenido estable.</p> <p>3. El <i>Underpricing</i> supone un coste de oportunidad considerable para las empresas, que venden casi un 90% de las acciones al issue price, un precio de media inferior al precio de salida.</p>	<p>1. También hay <i>Underpricing</i>, entendido como la diferencia entre el precio de referencia y el precio de cierre del primer día de cotización, no obstante, este es menor que el que se observa en las OPV.</p> <p>2. El <i>Underpricing</i>, sin embargo, no supone un coste de oportunidad al venderse todas las acciones al mismo precio, aquel calculado mediante subasta.</p>	<p>1. El <i>direct listing</i> beneficia a los accionistas ya existentes en el momento de salida a bolsa, particularmente a los fondos de capital riesgo, que pueden vender sus acciones y maximizar el precio al que venden.</p> <p>2. La OPV beneficia a los inversores institucionales, que tienen la oportunidad de comprar acciones infravaloradas que pueden vender posteriormente a un precio mayor. También se beneficia la empresa, que consigue atraer a más inversores a su ampliación de capital.</p>
<i>Lock-up period</i>	<p>1. El lock-up supone una prohibición de venta que no permite a los inversores vender sus acciones durante 180 días, habitualmente.</p> <p>2. Este período coincide con el período el cual los</p>	<p>1. La ausencia de <i>lock-up</i>, permite la venta inmediata de acciones, 12 de las 13 empresas que han salida a bolsa mediante un <i>direct listing</i> no tenían esta cláusula.</p> <p>2. El primer día de cotización se da un mayor registro de</p>	<p>1. La alta presencia de empresas tecnológicas sostenidas por fondos de capital riesgo, sabiendo además que el <i>Lock-up period</i> está altamente cuestionado en la industria, muestra que la ausencia de este mecanismo es uno de los mayores atractivos que</p>

	<p>precios de cotización son mayores de media.</p> <p>3. En los últimos años, ha crecido la animosidad contra este mecanismo, que se ha ido flexibilizando en muchas OPV, particularmente en las tecnológicas.</p>	<p>acciones de lo que es usual en una OPV.</p> <p>3. La ausencia de este mecanismo beneficia particularmente a los fondos de capital riesgo, que puede maximizar más fácilmente la rentabilidad de sus inversiones.</p>	<p>tiene el <i>direct listing</i> para las empresas de este tipo.</p> <p>2. Los aseguradores, en el contexto de las OPV, deben revisar los <i>Lock-up periods</i> para adecuarlo a las demandas de las empresas.</p>
Underwriter	<p>1. La demanda de acciones está garantizada casi en su totalidad. Más del 90% de las acciones registradas para la venta son vendidas.</p> <p>2. En los casos en los que la empresa que sale a bolsa tiene como inversores principales a un fondo de capital riesgo, se venden un 91,4% de las acciones, el número más bajo para las OPV.</p>	<p>1. La demanda de acciones no está garantizada, menos del 50% de las acciones registradas para la venta son vendidas durante el primer día de cotización.</p> <p>2. Se puede dar casos de falta absoluta de demanda, donde se venden porcentajes ínfimos de acciones.</p> <p>3. Las empresas tecnológicas con fondos de capital riesgo son las que más demanda experimentan, con casi un 45%. Además, las empresas más conocidas también venden un porcentaje mayor.</p> <p>4. En cuanto a la volatilidad, esta es bastante reducida, contrariamente a lo expuesto por la literatura.</p>	<p>1. Se constata en este un caso una ventaja para las OPV. Gracias a la labor del <i>Underwriter</i>, se consiguen vender la inmensa mayoría de las acciones que se han registrado para ello, no es el caso para los <i>direct listings</i> en donde la figura del <i>Underwriter</i> no existe.</p> <p>2. La falta de demanda no es tan grave en los casos en los que la empresa es conocida o existe un fondo de capital riesgo.</p>
Largo plazo	<p>1. Rentabilidad a largo plazo muy negativa, tanto para las empresas tecnológicas como para las de los demás sectores.</p> <p>2. La rentabilidad es particularmente negativa para las empresas que han</p>	<p>1. Rentabilidad a largo plazo también negativa, si bien esta es mucho mejor que la existente en las OPV para el mismo período.</p> <p>2. Mejor evolución en el precio para las empresas tecnológicas, llegando incluso a ser positivo para aquellas empresas</p>	<p>1. Si bien la muestra es escasa, la salida a bolsa mediante <i>direct listing</i> no parece penalizar a las empresas, sino más bien beneficiarlas. Además, los datos son particularmente buenos para estas empresas, dado que no incluyen dividendos.</p>

	<p>salida a bolsa desde 2018, con un menos de un -50% de media.</p> <p>3. Sobrerreacción de los inversores debida al mecanismo de actualización del issue price puede ser la razón por la cual muchas empresas obtengan rentabilidades negativas al largo plazo. Dichas sobrerreacciones desembocan en correcciones del precio.</p>	<p>que han existido durante más de 3 años.</p> <p>3. La ratio de Capitalización Bursátil/Ventas es muy alto para los <i>direct listings</i>. Es decir, aparentemente, se está pagando el doble por las empresas que utilizan este método que aquellas que utilizan la OPV tradicional.</p>	
Fondos de capital riesgo	<p>1. Las empresas que salen a bolsa mediante OPV tradicional son cada vez más antiguas.</p> <p>2. El proceso de salida a bolsa es muy lento, llegando a tardar un año de media.</p> <p>3. Se registran alrededor de un 20% de las acciones totales para la venta en las OPV.</p> <p>4. El porcentaje de acciones vendidas durante el primer día de cotización oscila entre el 17% y el 21%.</p>	<p>1. Como en las OPV, las empresas que utilizan este método son cada vez más antiguas, particularmente las empresas tecnológicas con fondos de capital riesgo.</p> <p>2. El proceso de salida a bolsa es más corto.</p> <p>3. De media, se registran para la venta casi la mitad de las acciones totales.</p> <p>3. El porcentaje de acciones vendidas durante el primer día de cotización oscila entre el 17% y el 18%.</p> <p>4. Existe un interés claro de los fondos de capital riesgo por el <i>direct listing</i>. Un interés que viene dado por la alineación de los intereses de estos fondos y las características del <i>direct listing</i>.</p>	<p>1. El mercado de capitales privado ha aumentado considerablemente los últimos años, como también ha aumentado la edad media a la que salen a bolsa las empresas.</p> <p>2. La disponibilidad de financiación fuera de la bolsa permite a las empresas financiarse sin necesidad de ampliar capital.</p> <p>3. Ambas cuestiones favorecen al <i>direct listing</i>, que no requiere una ampliación de capital que diluiría el control de la empresa y permite además a los accionistas vender sus participaciones de manera inmediata por la ausencia de <i>Lock-up period</i>, lo cual es particularmente favorable para los fondos de capital riesgo.</p>

Fuente: Elaboración propia a partir del capítulo 5.

Capítulo 6. Conclusión

El análisis de las salidas a bolsa en el mercado americano a través del método de *direct listing* permite identificar unos cambios normativos, junto con unas ventajas de procedimiento y un contexto financiero de bajos tipos de interés, que explican el incremento de los últimos años de empresas que han optado por este mecanismo.

En el año 2018, Spotify empieza a cotizar en el NYSE y se convierte en la primera empresa en hacerlo utilizando la nueva normativa. Esto le permite sacar sus acciones a bolsa sin necesidad de ampliar capital ni de utilizar un *Underwriter* en la emisión, reduciendo los costes y eliminando el período de bloqueo de venta de acciones en el corto plazo. Spotify marca el inicio de una nueva tendencia que ha llevado a 12 empresas más a seguir sus pasos.

A partir del análisis tanto cuantitativo como cualitativo y haciendo referencia también a la literatura académica, las conclusiones de este trabajo son las siguientes. El análisis empírico se ha realizado de las salidas al mercado bursátil americano en el NYSE y NASDAQ analizando todas las operaciones mediante *direct listing* (13) y las OPV tradicionales (sin las SPACs) en el periodo de 2018 a 2022.

Dentro de las posibles ventajas del *direct listing* frente a la OPV, se destacan en la literatura tanto académica como especializada en el sector, 4 elementos que han sido analizados posteriormente de forma empírica (*Underpricing*, *Lock-up period*, *Underwriter* y Rentabilidad a largo plazo), además de otros 2 que son el sector y la participación de los fondos de capital riesgo. En cuanto al análisis empírico, se basa en las 13 empresas que han salido a cotizar mediante la metodología *Direct listing* y que constituyen todos los casos que ha habido desde el inicio del NYSE y el NASDAQ hasta el 2022. En relación con el análisis a largo plazo, no hay por lo tanto datos comparativos para periodos mayores a cuatro años dado el reciente crecimiento del *direct listing*. Al mismo tiempo, el COVID 19, ha coincidido en el tiempo durante la mayor parte de la existencia del *direct listing*, aumentando tanto la volatilidad como el nivel de minusvaloración de precios (Baig & Chen, 2022).

Teniendo en cuenta el estudio y sus limitaciones, se pueden extraer las siguientes conclusiones para los *direct listings* en comparación con las OPV tradicionales:

1. Hay consenso en la literatura de la existencia de *Underpricing* en las OPV tradicionales, debido a la presencia de *Underwriters* y la compra de acciones a un precio prefijado antes del primer día de cotización. Este *Underpricing* genera pérdidas mil millonarias potenciales para la empresa que sale a bolsa (se estima en 72.600 millones en el período 2018-2022). Esta situación no se da en los *direct listings* al haber una única fase de venta de acciones a un precio de mercado y por la ausencia de *Underwriter*.
2. El *Underpricing* también constituye un beneficio para las empresas que salen mediante OPV, ya que permite atraer inversión en las salidas a bolsa, generando ganancias para los que acuden a la suscripción previa en la mayoría de los casos. Por otra parte, el *direct listing* es ventajoso para los accionistas, ya que, al no existir un proceso previo de colocación, pueden generar un beneficio por la venta de sus acciones de manera inmediata, además de obtener liquidez a un precio de mercado en el corto plazo.
3. En cuanto al *Lock-up period*, es una práctica casi universal en las OPV, que prohíbe a determinados accionistas la venta de acciones durante los primeros 6 meses de cotización. La mayoría de los autores coinciden en que la prohibición de venta limita la capacidad que tienen los inversores para generar beneficios porque coincide con el momento en el tiempo donde la cotización de la acción es de media más alta. Además, las variaciones en la oferta de acciones conllevan variaciones bruscas en el precio que no permiten valorar objetivamente la empresa. Es una práctica cada vez más criticada que perjudica sobre todo a los fondos de capital riesgo, que buscan métodos alternativos sin *Lock-up period* como el *direct listing*. Esto se confirma por el altísimo porcentaje de acciones registradas para la venta, que en muchas ocasiones supera el 50% de las acciones totales, comparado con el 20% de media que existe en las OPV.
4. La existencia del *Underwriter* es una ventaja de la OPV frente al *direct listing* por su labor como garante de la demanda y estabilizador de los precios. En el caso de los

direct listings, se han dado situaciones como la de Thryv Holdings, en la que se vendieron un 0,031% de las acciones registradas para la venta. Mientras que en las OPV el porcentaje de acciones vendidas supera en todos los casos el 90%, en los *direct listings* este mismo dato oscila entre el 30% y el 45%. No obstante, es necesario mencionar que el porcentaje final de acciones vendidas sobre el total de acciones existentes es parecido en ambos métodos.

5. En el *direct listing* no hay una gran volatilidad, a pesar de la falta de *Underwriter*. Esto probablemente se debe al proceso de fijación de este precio mediante subasta que permite acercarse a un precio más objetivo en ese momento. La volatilidad es del 2,79% para el primer día de cotización.

6. Se constata un mal desempeño del precio de la acción en el largo plazo para las OPV. Esta se debe según muchos autores a las sobrerreacciones que experimentan los inversores en los momentos de salida a bolsa. Sobrerreacciones que generan correcciones a medida se van conociendo los resultados precisos de la empresa. Los datos lo confirman, las OPV de las empresas tecnológicas han experimentado de media una rentabilidad del -52,73 en el período 2018-2022. Los *direct listings*, sin embargo, presentan menos sobrerreacciones potencialmente, lo cual permite llegar a un valor más objetivo de la acción y evitar correcciones en el medio/largo plazo. Como se puede comprobar, el mismo dato en este caso es del -26,17%

7. La mayor parte de las empresas que salen a bolsa mediante un *direct listing* son empresas tecnológicas. Concretamente, 10 de las 13 empresas, que representan un 76,92%. Además, también existen empresas del sector de los seguros o del comercio online. En la literatura se resalta la omnipresencia de empresas tecnológicas, y se puede concluir que el *direct listing* tiene utilidad principalmente para este sector, si bien puede aplicarse a otros sectores no siendo exclusivo el de las tecnológicas.

8. Los fondos de capital riesgo están muy interesados por los *direct listings*. 9 de las 10 compañías tecnológicas que han utilizado este mecanismo están financiadas por un fondo con estas características. Un interés que tiene su origen en la ausencia de *Lock-up period* y en la posibilidad de salir a bolsa para así vender sus participaciones sin necesidad de ampliar capital y diluir sus participaciones.

9. Ligado a los fondos de capital riesgo, se confirma también la creciente importancia de los mercados de capitales privados, que durante la última década han aumentado su influencia y su posición como financiadores. Esto ha permitido a las empresas salir a bolsa más tarde. Tal y como confirman los datos, la edad media a la que las empresas están saliendo a bolsa ha crecido de 8 a 11 años tanto en las OPV como en los *direct listings*, llegando hasta los 12,56 años para las empresas tecnológicas con fondos de capital riesgo. La OPV ha sido una de las pocas vías de financiación para las empresas durante muchos años, la alternativa presentada en los últimos años por los fondos privados les permite crecer sin necesidad de salir a bolsa inmediatamente.

Estas consideraciones llevan a una última conclusión que engloba el trabajo. Primero con la llegada de las SPACs, que en el año 2021 supusieron el 59% de los listados totales (Mackintosh, 2022) y más tarde con la aparición de los *direct listings*, la OPV está perdiendo relevancia y amenaza en convertirse en un mecanismo obsoleto. Debido precisamente al cambio que se ha producido en la industria, los objetivos que llevan a las empresas a salir a bolsa son diferentes. La posibilidad de financiarse fuera de los mercados bursátiles está llevando a compañías importantes como Spotify, que fue la salida a bolsa más grande del año, a buscar maneras de cotizar más flexibles y adecuadas para su situación.

El *direct listing* capitaliza las debilidades que padece la OPV tradicional, debilidades que cada vez más fuerzan a las empresas a buscar herramientas alternativas. El *Lock-up period*, por ejemplo, supone pérdidas gigantescas para los fondos de capital riesgo, que se pierden las cotizaciones más altas y ven como su capital está atado durante 6 meses adicionales. Unos fondos y empresas privadas omnipresentes en todas las startups americanas, que tienen poder suficiente dentro de ellas para empujarlas a escoger métodos alternativos que estén más alineados con sus intereses.

De la misma manera, tal y como se ha comprobado en este trabajo, los *direct listings* tienen un mejor rendimiento durante el período de estudio (4 años) que las OPV. Adicionalmente, se ha comprobado que la volatilidad y la garantía de la demanda, ambos problemas que se le achacaban al *direct listing*, no son en la práctica significativos comparados con las OPV. El *direct listing*, por lo tanto, se postula como un método de salida a bolsa alternativo viable para un tipo de empresa según el análisis:

- Principalmente del sector de tecnológica
- De tamaño relativamente grande (ventas medias de \$922 millones)
- Sostenidas por inversiones de fondos de capital riesgo con intención de vender su participación en el corto plazo.
- Empresas sin necesidad de financiación inmediata (ampliación de capital) para acometer un crecimiento de esta
- Empresas preferiblemente reconocidas por el mercado o con un modelo de negocio fácil de entender. Habitualmente con una antigüedad de 11 años o superior

Y con independencia de las ventajas del *direct listing* para una determinada tipología de empresa, se pone de manifiesto en el estudio que la OPV tradicional requiere una modernización y adecuación a las nuevas necesidades de los mercados, inversores y las fuentes de financiación.

7. Bibliografía

- Alleston, P. (2021). *OPV Lock-up Agreements*. OPV Lock-up Agreements. Retrieved February 28, 2023, from <https://cdn.ihsmarkit.com/www/pdf/0721/OPV-Lock-Up-Agreements.pdf>
- Armstrong, B. (2021, April 14). *Coinbase CEO on the choice to go public through a direct listing*. CNBC. Retrieved March 11, 2023, from <https://www.cnbc.com/video/2021/04/14/coinbase-ceo-on-the-choice-to-go-public-through-a-direct-listing.html>
- Aswani, J., Gupta, S., Hasan, I., & Saunders, A. (n.d.). *The Impact of JOBS Act on M&As*. Jitendra Aswani. Retrieved March 11, 2023, from https://www.jitendraaswani.com/pdf/Jobs_act_July_2020.pdf
- Baig, A. S., & Chen, M. (2022, May). Did the COVID-19 pandemic (really) positively impact the OPV Market? An Analysis of information uncertainty. *Finance Research Letters*, 46(B). <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1544612321003743>
- Bischoff, S. S., Davenport II, K. A., & Bortner, B. J. (2012, March 15). *ClientAlert*. Latham & Watkins LLP. Retrieved March 10, 2023, from <https://www.lw.com/admin/upload/SiteAttachments/the-bought-deal-bible.pdf>
- Bort, J. (2020, September 6). *FONDOS DE CAPITAL RIESGO Who Backed Asana, Spotify Doesn't Care About Direct listings Vs OPV*. Business Insider. Retrieved March 3, 2023, from <https://www.businessinsider.com/vc-backed-asana-spotify-doesnt-care-about-direct-listings-OPV-2020-9>
- Bradley, D. J., Jordan, B. D., & Yi, H.-C. (2001, Winter). Venture Capital and OPV Lockup Expiration: An Empirical Analysis. *The Journal of Financial Research*, 24(4), 465-492. <https://web-s-ebSCOhost-com.proxy.lib.umich.edu/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=0&sid=a20b7223-653e-4b82-852a-96dfaf274ed3%40redis>

- Butterfield, S. (2019, June 20). *Slack CEO explains why the company chose direct listing over OPV*. CNBC. Retrieved March 11, 2023, from <https://www.cnbc.com/video/2019/06/20/slack-ceo-explains-why-the-company-chose-direct-listing-over-OPV.html>
- Chapman, L., & Roof, K. (2020, August 21). *Palantir Reports Losses, Adds Lockup Period Ahead of Listing*. Bloomberg.com. Retrieved March 2, 2023, from <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-08-21/palantir-investors-are-said-to-face-lockup-with-direct-listing>
- Chemmanur, T. J., Hu, G., & Huang, J. (2010, December). The Role of Institutional Investors in Initial Public Offerings. *The Review of Financial Studies*, 23(12), 4496-4540. <http://www.jstor.org/stable/40961321>
- Deloitte. (n.d.). *Private company OPVs: Is timing everything?* Deloitte. Retrieved March 20, 2023, from <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/audit/us-audit-private-company-OPVs-is-timing-everything.pdf>
- Dunbar, C. G., Foerster, S. R., & Mark, K. (2018, April 11). Spotify's Direct-Listing OPV. *Ivey Publishing, Ivey Business School Foundation*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3161747
- Erickson, D. (2020, December 15). *What's Wrong with the OPV Process and How to Fix It*. Knowledge at Wharton. Retrieved February 27, 2023, from <https://knowledge.wharton.upenn.edu/article/whats-wrong-OPV-process-fix/>
- Factset Research Systems. (2023). *IPO*. FactSet: Business Data & Analytics | Global Market Insights. Retrieved March 9, 2023, from <https://www.factset.com/>
- Greenspan, R. (2021, April 23). *Money for Nothing, Shares for Free: A Brief History of the SPAC*. Retrieved March 9, 2023, from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3832710
- Griffith, E. (2020, December 11). Airbnb Prices I.P.O. at \$68 a Share. *The New York Times*. <https://www.nytimes.com/2020/12/09/business/airbnb-OPV-price.html>

- Hortz, B. (2022, August 11). *As Companies Stay Private Longer, Advisors Need Access to Private Markets*. Nasdaq. Retrieved February 8, 2023, from <https://www.nasdaq.com/articles/as-companies-stay-private-longer-advisors-need-access-to-private-markets>
- Huang, R., Ritter, J. R., & Zhang, D. (2023, February 20). *OPVs and SPACs: Recent Developments*. The Harvard Law School Forum on Corporate Governance. Retrieved March 8, 2023, from <https://corpgov.law.harvard.edu/2023/02/20/OPVs-and-spacs-recent-developments/>
- OPV Share Allocation Process - Fidelity*. (n.d.). Fidelity Investments. Retrieved February 26, 2023, from <https://www.fidelity.com/learning-center/trading-investing/trading/OPV-share-allocation-process>
- Jegadeesh, N., Weinstein, M., & Welch, I. (1993). An empirical investigation of OPV returns and subsequent equity offerings*. *Journal of Financial Economics*, 34, 153-175. [https://pdf-sciencedirectassets-com.proxy.lib.umich.edu/271671/1-s2.0-S0304405X00X00967/1-s2.0-0304405X93900165/main.pdf?X-Amz-Security-Token=IQoJb3JpZ2luX2VjEJl%2F%2F%2F%2F%2F%2F%2F%2F%2FwEaCXVzLWVh c3QQtMSJHMEUCIE4ixq8PRxxBUuYQJz9Jad%2FnbcnvAYwsZpAOzeJ](https://pdf-sciencedirectassets-com.proxy.lib.umich.edu/271671/1-s2.0-S0304405X00X00967/1-s2.0-0304405X93900165/main.pdf?X-Amz-Security-Token=IQoJb3JpZ2luX2VjEJl%2F%2F%2F%2F%2F%2F%2F%2F%2F%2FwEaCXVzLWVh c3QQtMSJHMEUCIE4ixq8PRxxBUuYQJz9Jad%2FnbcnvAYwsZpAOzeJ)
- Lee, A. H., & Crenshaw, C. A. (2020, December 23). *Statement on Primary Direct listings*. SEC.gov. Retrieved March 7, 2023, from <https://www.sec.gov/news/public-statement/lee-crenshaw-listings-2020-12-23>
- Levy, A. (2021, January 6). *Roblox raises \$520 million ahead of planned direct listing*. CNBC. Retrieved March 11, 2023, from <https://www.cnbc.com/2021/01/06/roblox-raises-520-million-ahead-of-planned-direct-listing.html>
- Ljungqvist, A. (2007). *OPV Underpricing*. In *Handbook Of Corporate Finance* (pp. 357-422). https://mgetit.lib.umich.edu/resolve?ctx_enc=info:ofi/enc:UTF-8&ctx_id=10_1&ctx_tim=2023-02-20%2011:56:34&ctx_ver=Z39.88-2004&url_ctx_fmt=info:ofi/fmt:kev:mtx:ctx&url_ver=Z39.88-2004&rft_id=info:sid/primo.exlibrisgroup.com-elsevier&rft_val_fmt=info:ofi/fmt

Ljungqvist, A., & Wilhelm Jr., W. J. (2003, March 21). OPV pricing in the Dot-com Bubble. *The Journal of Finance*, 58(2), 723-752.

<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1540-6261.00543>

Loizos, C. (2022, January 4). *The year of the disappearing lock-up*. TechCrunch. Retrieved March 5, 2023, from <https://techcrunch.com/2022/01/04/the-year-of-the-disappearing-lock-up/>

Loo, A. (2023, February 16). *Overallotment / Greenshoe Option - Selling Additional Shares in an OPV*. Corporate Finance Institute. Retrieved March 7, 2023, from <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/equities/overallotment-greenshoe-option-OPV/>

Mackintosh, P. (2021, April 15). *What Happens to OPVs Over the Long Run?* Nasdaq. Retrieved February 21, 2023, from <https://www.nasdaq.com/articles/what-happens-to-OPVs-over-the-long-run-2021-04-15>

Mackintosh, P. (2022, January 6). *A Record Pace for SPACs in 2021*. Nasdaq. Retrieved March 12, 2023, from <https://www.nasdaq.com/articles/a-record-pace-for-spacs-in-2021>

Morgan Stanley. (n.d.). *Direct listings vs. OPVs, From a Banker*. Morgan Stanley. Retrieved March 16, 2023, from <https://www.morganstanley.com/ideas/what-to-know-about-direct-listings-from-a-banker>

Mun, J. C., Vasconcellos, G. M., & Kish, R. (2000). The Contrarian/Overreaction Hypothesis: An analysis of the US and Canadian stock markets. *Global Finance Journal*, 11(1), 53-72. 10.1016/S1044-0283(00)00011-9

Narang, S., & Pradhan, R. P. (2021, September 2). OPV lock-up: a review and assesment. *Decision*, 48, 343-369. Narang, S., Pradhan, R.P. OPV lock-up: a review and assesment. *Decision* 48, 343–369 (2021). <https://doi.org/10.1007/s40622-021-00286-6>

Nasdaq. (n.d.). *Overreaction hypothesis Definition*. Nasdaq. Retrieved March 12, 2023, from <https://www.nasdaq.com/glossary/o/overreaction-hypothesis>

- Nasdaq. (2023). *Rules | The Nasdaq Stock Market*. Rules | The Nasdaq Stock Market. Retrieved March 7, 2023, from <https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/nasdaq-5300-series>
- NYSE. (2020, August 26). *NYSE OPV Guide*. Latham & Watkins LLP. Retrieved March 20, 2023, from <https://www.lw.com/admin/upload/SiteAttachments/NYSE-OPV%20Guide.pdf>
- Petram, L. (2020, October 15). *The world's first OPV*. The World's First Stock Exchange. Retrieved February 20, 2023, from <https://www.worldsfirststockexchange.com/2020/10/15/the-worlds-first-OPV/>
- Pitts, A. J., Bennett, S., Mariani, M. E., & Cook, M. R. (2020, June 24). *DIRECT LISTINGS: GOING PUBLIC WITHOUT AN OPV*. *THE REVIEW OF SECURITIES & COMMODITIES REGULATION*, 53(12), 139-150. <https://conferences.law.stanford.edu/vcs2020/wp-content/uploads/sites/79/2020/09/Going-Public-Without-an-OPV.pdf>
- Ritter, J. R. (1991, March). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 46(1). <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/The-Long-Run-Performance-of-Initial-Public-Offerings-1991-03.pdf>
- Rodgers, G., Jaffe, M., & Cohen, B. (2019, December 17). *Evolving Perspectives on Direct listings After Spotify and Slack*. The Harvard Law School Forum on Corporate Governance. Retrieved March 7, 2023, from <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/12/17/evolving-perspectives-on-direct-listings-after-spotify-and-slack/>
- Scheid, B. (2023, January 12). *Global OPV activity cut nearly in half in 2022; just 20 launched in US during Q4*. S&P Global. Retrieved March 11, 2023, from <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/global-OPV-activity-cut-nearly-in-half-in-2022-just-20-launched-in-us-during-q4-73793488>
- SEC. (2018, February 28). *Form F-1*. SEC.gov. Retrieved March 8, 2023, from <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1639920/000119312518063434/d494294df1.htm>

- SEC. (2020). *Thryv Holdings, Inc. (Exact name of registrant as specified in its charter)*. SEC.gov. Retrieved March 7, 2023, from https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1556739/000114036120019569/nt10007762x12_s1.htm
- Skates, S. (2022, February 18). *Amplitude CEO: 'The traditional OPV process is a scam'*. Fortune. Retrieved February 21, 2023, from <https://fortune.com/2022/02/18/traditional-OPV-process-is-a-scam-markets-opinion-direct-listing-spac-leadership-amplitude-ceo-spenser-skates/>
- Slack. (2018, August 21). *Slack raises Series H round of financing from new investors*. Slack. Retrieved March 11, 2023, from <https://slack.com/blog/news/slack-raises-series-h-round-of-financing-from-new-investors>
- SPAC analytics. (n.d.). *SPAC and US OPV activity*. SPAC Analytics - Home. Retrieved March 20, 2023, from <https://www.spacanalytics.com/>
- The Economist. (2022, February 23). Private markets have grown exponentially. *The Economist*. <https://www.economist.com/special-report/2022/02/23/private-markets-have-grown-exponentially>
- The Economist. (2023, March 4). The Big Squeeze. *The Economist*, 51-53.
- Watford Holdings LTD. (2019, March 26). *Document*. Document. Retrieved March 7, 2023, from <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1601669/000162828019003516/watford424b3.htm>
- Wigglesworth, R. (2021, June 11). *Private capital industry soars beyond \$7tn*. Financial Times. Retrieved March 25, 2023, from <https://www.ft.com/content/4d0e6f18-2d56-4175-98c5-e13559bdbc25>
- Zider, B. (1998, November). How Venture Capital Works. *Harvard Business Review*. <https://hbr.org/1998/11/how-venture-capital-works>

