



Facultad de Ciencias Humanas y Sociales

Grado en Relaciones Internacionales  
Trabajo Fin de Grado

**Comparativa entre la  
Unión Europea y  
Estados Unidos en la  
actividad, rendimiento y  
características de las  
IPOs.**

El caso de los REITs y las SOCIMIs

Estudiante: Jorge González del Monte

Director: Marcelino García Ramos

Madrid, junio, 2026

## **RESUMEN**

El siguiente Trabajo de Fin de Grado analiza de forma comparada los mercados de capitales de renta variable de la Unión Europea y Estados Unidos respecto a la actividad, características y rendimiento de las ofertas públicas iniciales (OPV) y, dentro de ellas, se analizará el sector cotizado inmobiliario: los REITs en Estados Unidos y las SOCIMIs españolas y sus equivalentes europeos. Partiendo de la teoría de la integración financiera (Bekaert y Harvey, 1995), se explica que la menor integración y profundidad del mercado europeo, junto a una regulación fragmentada y una base de demanda inversora muy inferior a la del mercado estadounidense, explican la menor actividad y tamaño de las salidas a bolsa.

**Palabras clave:** mercados de capitales; IPO; OPV; underpricing; REITs; SOCIMIs; Capital Markets Union; Unión Europea; Estados Unidos; liquidez

## **ABSTRACT**

This undergraduate thesis provides a comparative analysis of the equity capital markets in the European Union and the United States, focusing on the activity, characteristics, and performance of initial public offerings (IPOs). Within this framework, the analysis will examine the listed real estate sector: REITs in the United States and Spanish SOCIMIs and their European equivalents. Based on the theory of financial integration (Bekaert and Harvey, 1995), the thesis explains that the lower integration and depth of the European market, coupled with fragmented regulation and an investor demand base far smaller than that of the U.S. market, account for the lower activity and smaller size of IPOs.

**Keywords:** capital markets; IPO; underpricing; REITs; SOCIMIs; Capital Markets Union; European Union; United States; liquidity

# ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	9
1.1. Contextualización .....	9
1.2. Justificación del tema .....	11
1.3. Objeto de estudio .....	11
1.4. Pregunta de investigación.....	12
1.5. Hipótesis .....	12
1.6. Objetivos.....	13
2. METODOLOGÍA.....	13
2.1. Diseño de la investigación.....	13
2.2. Delimitación temporal y geográfica .....	14
2.3. Selección del caso de estudio: REITs y SOCIMIs .....	15
2.4. Fuentes de información .....	15
2.5. Limitaciones metodológicas .....	16
3. MARCO TEÓRICO .....	17
3.1. Mercados de capitales internacionales y desarrollo financiero .....	17
3.1.1. Dimensión de los mercados de capitales globales.....	18
3.1.2. Los emisores en los mercados de capitales .....	19
3.1.3. Los inversores en los mercados de renta variable .....	19
3.2. El Equity Capital Market (ECM).....	21
3.2.1. Ventajas e inconvenientes de la financiación vía <i>equity</i> .....	23
3.2.2. Intermediarios financieros en el ECM.....	24
3.3. Initial Public Offering (IPO).....	26
3.3.1. Definición y proceso.....	26
3.4. Teoría de la integración financiera y grados de integración y medición .....	28
3.4.1. Principales teorías sobre las Ofertas Públicas de Venta .....	30
3.4.2. Rendimiento a largo plazo (Ritter, 1991; Loughran y Ritter, 1995).....	32
3.4.3. Teorías específicas sobre las OPV de REITs .....	32
3.4.4. Aplicación al caso comparado UE-EE.UU.....	33
3.5. La Capital Markets Union (CMU).....	34
3.6. Vehículos inmobiliarios cotizados: REITs y SOCIMIs .....	34
3.6.1. REITs (Real Estate Investment Trusts).....	34
3.6.2. SOCIMIs y equivalentes europeos .....	35

3.6.3. Comparación REIT vs. SOCIMI .....	35
4. ANÁLISIS EMPÍRICO .....	36
4.1. Introducción al análisis empírico.....	36
4.2. Evolución de los mercados de <i>equity</i> : UE vs. EE.UU. (2008–2024).....	36
4.2.1. Capitalización bursátil: una brecha creciente .....	36
4.2.2. Profundidad del mercado: capitalización bursátil como porcentaje del PIB	38
4.3. Entorno de tipos de interés y su impacto en la actividad de IPOs.....	39
4.3.1. Política monetaria: Fed vs. BCE (2008–2024).....	39
4.3.2. Impacto diferencial sobre la actividad de IPOs .....	41
4.4. Análisis comparado de IPOs: EE.UU. vs UE .....	42
4.4.1. Actividad global: el ciclo de auge y caída .....	42
4.5. <i>Underpricing</i> y rendimiento posterior y reflejo en el sector de REITs .....	44
4.5.1. Evidencia en Estados Unidos y Europa.....	46
4.5.2. Cotizaciones transfronterizas: el efecto de atracción estadounidense .....	47
4.5.3. Registro IPOs en los últimos diez años en bolsas americanas y europeas ...	48
4.5.4. ¿Se refleja el patrón en el sector de REITs y SOCIMIs?.....	51
5. FOCO SECTORIAL — REITs (EE.UU.) vs. SOCIMIs (España/Europa) .....	53
5.1. El mercado REIT en Estados Unidos: dimensión y características.....	53
5.2. El mercado de REITs en Europa: fragmentación y menor profundidad.....	54
5.2.1. Dimensión comparada .....	54
5.3. Las SOCIMIs en España: un caso de estudio .....	55
5.3.1. Marco legal y evolución .....	55
5.3.2. Evolución y características del mercado .....	56
6. FACTORES EXPLICATIVOS DE LA BRECHA UE–EE.UU. ....	60
6.1. Factor 1: La fragmentación regulatoria y supervisora.....	60
6.2. Factor 2: Heterogeneidad Fiscal .....	62
6.3. Factor 3: La base de demanda inversora .....	62
6.4. El papel de los sistemas de pensiones .....	63
6.5. Barreras a la inversión minorista.....	63
6.6. La interacción entre los factores: el círculo vicioso .....	64
7. CONCLUSIONES.....	65
7.1. Líneas de investigación futura.....	67
8. BIBLIOGRAFÍA .....	69

## **TABLA DE ANEXOS (FIGURAS Y TABLAS)**

Figura 1: Evolución de la capitalización bursátil de EE.UU. y la UE (2007–2024) (p.37)

Figura 2: Evolución de capitalización bursátil/ PIB (%) (2007-2024) (p.39)

Tabla 1: Actividad global de IPOs (2020–2025) (p.42)

Figura 3: Actividad de IPOs en Estados Unidos y Europa (2021–2025)  
(p.44)

Figura 4: Evolución *underpricing* medio de IPOs en Estados Unidos (2021-  
2025) (p.45)

Figura 5: *Underpricing* medio en Europa. (p.46)

Tabla 2: Las diez mayores OPV en bolsas estadounidenses (2019–2025)  
(p.49)

Tabla 3: Las diez mayores OPV en bolsas europeas (2019–2025) (p.50)

Tabla 4: Principales OPV de REITs y SOCIMIs. (p.52)

Figura 6: Capitalización bursátil agregada de REITs en Estados Unidos por  
sector (\$B) (p.54)

Tabla 5: Tamaño del mercado CRE en Europa (p.55)

Figura 7: Distribución de las SOCIMIs por mercado de cotización (cierre  
2025) (p.56)

Figura 8: Capitalización del sector por año y mercado (cierre 2025) (p.57)

Figura 9: Inversión de capital por mercado y procedencia (cierre 2025)  
(p.59)

**ANEXO: Declaración de uso de herramientas de IA generativa**

<b>Nombre Grado/Máster:</b>	<b>ADE y Relaciones Internacionales (E_6)</b>
<b>Nombre Alumno:</b>	<b>Jorge González del Monte</b>
<b>Coordinador/a TFG/TFM:</b>	<b>Daniel Pérez Fernández</b>
<b>Nombre Director/a de TFG/TFGM:</b>	<b>Marcelino García Ramos</b>

Declaro que para la elaboración del presente Trabajo Fin de Grado / Trabajo Fin de Máster se ha utilizado inteligencia artificial generativa como herramienta de apoyo.	<b>SÍ</b>	<b>NO</b>
---	-----------	-----------

**1) Uso de la IA Generativo**

Si tu respuesta ha sido **SÍ**, contesta a las siguientes preguntas. Si has contestado **NO**, pasa al apartado 2.

**Uso ético**

	<b>SÍ</b>	<b>NO</b>
¿A la hora de usar la herramienta IA, en los <i>prompts</i> utilizados has incluido datos de carácter sensible o de carácter personal (fotos de personas reales, datos personales, etc.)? <i>Si tu respuesta es afirmativa especifica cuáles.</i>		<b>NO</b>
¿Has orientado tu uso a suplantar tu trabajo personal sin hacer una revisión crítica de la extraído en la herramienta IA? <i>Si tu respuesta es afirmativa especifica cuáles.</i>		<b>NO</b>
¿Has tenido en cuenta las recomendaciones académicas que te han hecho específicamente en el Grado/Máster sobre lo que está permitido o no con la IA?	<b>SI</b>	

**Uso técnico realizado:**

¿Qué herramientas has utilizado (ChatGPT, Copilot, Claude, Nano Banana...)? Especifica la versión o tipo de licencia.

**Marcar lo que corresponda:**

- Generación de texto (*Especificar qué herramientas*) → Claude, Chat GPT
- Reformulación (*Especificar qué herramientas*) → Claude, Chat GPT
- Traducción / corrección (*Especificar qué herramientas*) → Claude, Chat GPT
- Sugerencia de estructura (*Especificar qué herramientas*) → Claude, Chat GPT
- Apoyo metodológico (*Especificar qué herramientas*) → Claude, Chat GPT
- Buscar o citar bibliografía (*Especificar qué herramientas*) → Claude, Chat GPT
- Generar contenido audiovisual (videos, infografías, audios, imágenes, gráficos. *Especifica en concreto qué contenidos has generado con IA además de citarlo correctamente en el trabajo.*)
- Otros (*Especificar qué herramientas*) →

Confirmando que el contenido final ha sido revisado, corregido y validado íntegramente por mí como autor/a y asumo la plena responsabilidad académica del mismo.

La utilización de la IA no ha sustituido el análisis crítico, la reflexión personal ni el trabajo intelectual propio exigido en un TFG/TFM.

**Firma:**

Jorge González del Monte

## **GLOSARIO DE TÉRMINOS**

**BME:** Bolsas y Mercados Españoles

**CMU:** Capital Markets Union

**CRE:** Commercial Real Estate

**ECB:** European Central Bank

**ECM:** Equity Capital Markets

**EE.UU.:** Estados Unidos

**ESMA:** European Securities and Markets Authority

**Fed:** Reserva Federal de Estados Unidos

**IRA:** Individual Retirement Account

**NYSE:** New York Stock Exchange

**OCDE:** Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

**OPV/ IPO:** Initial Public Offering/ Oferta Pública de Venta

**REIT:** Real Estate Investment Trust

**SEC:** Securities and Exchange Commission

**SOCIMI:** Sociedad Anónima Cotizada de Inversión en el Mercado Inmobiliario

**STOXX Europe 600:** Índice bursátil compuesto por 600 grandes, medianas y pequeñas empresas europeas cotizadas

**UE:** Unión Europea

**USD:** Dólar estadounidense

## **1. INTRODUCCIÓN**

### **1.1. Contextualización**

Desde 2008, una marcada divergencia en el crecimiento económico ha caracterizado cada vez más a las economías de la Unión Europea (UE) y de los Estados Unidos de América (EE.UU.). Hasta ese año, estas dos economías tenían un tamaño muy similar, con la economía de la UE valorada en aproximadamente 16,2 billones de dólares y la de los EE.UU. en unos 14,7 billones de dólares (Bongiorno, 2022). Sin embargo, esta divergencia ha ido aumentando de forma acelerada. Según los datos del World Bank para 2024, la economía de EE.UU. alcanzó los 28,75 miles de millones de USD frente a los 19,5 miles de millones de USD de la UE.

Excluyendo el Reino Unido (UK), la economía estadounidense es hasta un 50% más grande que la economía de la UE. Esta brecha entre ambas economías es todavía más evidente respecto al PIB per cápita nominal. El PIB per cápita en Estados Unidos alcanzó los 84.534 dólares, frente a los 43.305 dólares de la Unión Europea (World Bank) y en términos reales el PIB per cápita aumentó entre 2012 y 2024 un 23,5% frente al 17,5% de la UE (World Bank).

Esta notable diferencia ha sido analizada por diferentes académicos, economistas y expertos con el objetivo de analizar las causas de esta divergencia y reconsiderar la competitividad de la UE. Este trabajo está enfocado en el rol que asumen los mercados de capitales, los cuales son esenciales para el crecimiento de las economías mundiales.

Los mercados de capitales facilitan una asignación de los recursos financieros eficiente, impulsan la inversión en innovación y apoyan a la estabilidad económica general. Los mercados de capitales estadounidenses se caracterizan por su elevada liquidez, la amplia base de inversores y un entorno dinámico que favorece el crecimiento y la capacidad de adaptación. Sin embargo, los mercados de capitales de la UE se ven lastrados por la fragmentación, la diversidad normativa y la exigente integración transfronteriza. Estos retos han frenado el crecimiento y la eficiencia de los mercados europeos, lo que ha contribuido de manera significativa a las disparidades económicas generales con respecto a Estados Unidos (Bongiorno, 2022).

Los Estados Unidos cuentan con 3 bolsas de cotización, 16 bolsas de negociación y 1 cámara de compensación mientras que en Europa hay 35 bolsas de cotización, 41 bolsas

de negociación y 18 cámaras de compensación. Muchas de estas bolsas europeas no compiten por atraer las mejores IPOs, ya que existe un sesgo muy marcado en los mercados nacionales, es decir la empresa española quiere salir al IBEX 35 y la empresa alemana quiere salir al DAX. Este sesgo perjudica a la profundidad, la actividad de las IPOs y la liquidez de dichas bolsas, que, en consecuencia, pierden competitividad en los mercados internacionales (Bongiorno, 2022).

Además, el régimen regulatorio europeo es complejo, ya que como veremos, la normativa de la UE se complementa con disposiciones nacionales y normas propias de cada bolsa de valores. Esto significa que cada cotización se rige por un entorno regulatorio diferente. Por último, la consolidación entre grupos bursátiles en Europa ha dado buenos resultados, pero no ha reducido el número de bolsas de valores existentes.

El segmento inmobiliario cotizado en los mercados de renta variable ofrece una perspectiva muy útil para analizar la brecha existente. Los *Real Estate Investment Trusts* (REITs) capitalizan más de 1,4 billones de USD y canalizan el ahorro de 170 millones de personas en EE.UU. hacia este sector a través del mercado de valores. Por otro lado, en Europa este tipo de vehículos de inversión se crearon mucho más tarde y presentan un tamaño mucho inferior. Concretamente en España, hay 159 SOCIMIs con una capitalización conjunta de 31.000 millones de euros, y apenas 186 REITs en toda la Unión Europea con 104.000 millones de dólares. La ratio de capitalización entre los vehículos estadounidenses y europeos presenta un abrumador dato de 13,5 a 1.

Esta brecha no es algo puntual, sino que responde a las profundas diferencias en las estructuras de mercado, la regulación, la fiscalidad y la cultura inversora, que constituyen el objeto de análisis de este trabajo. Hoy en día, la Unión Europea se encuentra en un debate sobre su futuro y su competitividad, especialmente en los mercados de capitales, sobre todo a través de iniciativas como la *Capital Markets Union* (CMU). El análisis de comparación realizado en este Trabajo de Fin de Grado sobre las salidas a bolsa en ambos mercados de sociedades cotizadas del sector inmobiliario es un área de estudio relevante tanto desde la perspectiva académica como desde la importancia del futuro de la política económica europea.

## **1.2. Justificación del tema**

La elección de este trabajo no es algo casual. Durante el verano de 2024, tuve la oportunidad de realizar unas prácticas en un fondo de capital riesgo dedicado al sector del *Real Estate*, enfocado en el sector residencial. Esta experiencia me mostró de primera mano cómo se estructuran las operaciones de inversión en el sector, la valoración de carteras de activos y cómo se negocian las decisiones de financiación. Pero, sobre todo, este periodo me planteó una gran duda: si el sector inmobiliario europeo gestiona billones de euros en activos, ¿por qué una proporción tan reducida de ese valor está canalizada a través de los mercados de capitales?

En este fondo de capital riesgo en el que trabajé se realizaban operaciones únicamente en el mercado privado a través de adquisiciones bilaterales, financiación bancaria y ventas de activos a otros inversores institucionales. Los mercados públicos de renta variable no eran una alternativa. Sin embargo, en EE.UU., los REITs son una vía habitual para el acceso al capital, la salida de inversores y la participación del pequeño inversor en el mercado inmobiliario. Esta asimetría me llevó a preguntarme qué factores estructurales explican las enormes diferencias que existen entre los dos mercados más desarrollados del mundo y cómo han desarrollado de forma diferente este modelo de inversión.

## **1.3. Objeto de estudio**

Este Trabajo de Fin de Grado se centra en el análisis comparado de los mercados de renta variable de EE.UU. y la Unión Europea, con especial atención a la actividad de salidas a bolsa o IPOs en inglés, concretamente centrándonos en el sector inmobiliario cotizado: los REITs en EE.UU. y las SOCIMIs en España y los vehículos correspondientes en Europa.

Este estudio combina tres dimensiones analíticas: Una dimensión estructural e institucional, que examina la organización de los mercados de capitales, las diferencias regulatorias y supervisoras entre la UE y EE.UU. y el papel de la *Capital Markets Union*. Una dimensión teórica y financiera, que aborda el funcionamiento del mercado de renta variable, las teorías sobre la infravaloración inicial de las OPV y la teoría de la integración financiera. Y una dimensión empírica, que analiza datos reales de OPV, capitalización bursátil, rentabilidad y comportamiento de los REITs y SOCIMIs.

#### **1.4. Pregunta de investigación**

Este Trabajo de Fin de Grado se articula en torno a dos preguntas de investigación principales:

- 1) ¿Qué diferencias existen entre la Unión Europea y Estados Unidos en la actividad, el rendimiento y las características de las OPV, especialmente en el segmento de REITs y SOCIMIs?

Esta pregunta trata de profundizar sobre las diferencias en volumen, tamaño medio e infravaloración inicial de las IPOs; los factores que explican un mayor desarrollo del mercado estadounidense en términos de liquidez, regulación y base de inversores; la evolución desde la crisis de 2008 y el efecto de la pandemia del COVID-19; las diferencias existentes respecto a la rentabilidad a largo plazo y la relación que existe entre actividad de OPV, el ciclo económico y los tipos de interés

- 2) ¿Qué lecciones puede extraer la Unión Europea del modelo americano para desarrollar un mercado de capitales más integrado y eficiente, enfocado en el sector inmobiliario cotizado?

Esta segunda pregunta aborda qué reformas estructurales serían necesarias, tanto desde el punto de vista regulatorio como fiscal, y en qué medida la CMU puede contribuir a cerrar esa brecha con EE.UU..

#### **1.5. Hipótesis**

La hipótesis principal de este Trabajo de Fin de Grado es que la menor integración y profundidad de los mercados de capitales de renta variable de la Unión Europea, además de una regulación fragmentada y una base de inversores fundamentalmente menor, explican la menor actividad y tamaño de las salidas a bolsa respecto al mercado de EE.UU., tanto a nivel general como aterrizando concretamente en el sector inmobiliario cotizado.

Esta hipótesis se fundamenta sobre la teoría de la integración financiera expuesta por Bekaert y Harvey (1995) y Baele et al. (2004) donde justifican que los mercados más integrados, es decir, aquellos en donde las barreras de integración son menores respecto a la circulación de capitales, son aquellos donde se da un menor coste de capital, mayor

liquidez y mejor acceso a la financiación, lo que se traduce en una mayor actividad de IPOs.

## **1.6. Objetivos**

El objetivo general de este análisis es exponer de forma comparada las diferencias de los mercados de capitales de renta variable de la Unión Europea y Estados Unidos, enfocándonos en las IPOs y concretamente en el sector inmobiliario cotizado con el fin de identificar las causas que determinan la brecha existente entre ambos mercados y las posibles vías de convergencia.

Con el propósito de ahondar en este estudio, hemos establecido diferentes objetivos específicos:

- 1) Contextualizar la evolución de los mercados financieros de renta variable de la UE y EE.UU. desde la crisis financiera de 2008, analizando las brechas de ambos mercados y el impacto de la evolución de los tipos de interés
- 2) Comparar la actividad de IPOs entre ambas regiones en términos de volumen, tamaño medio, infravaloración inicial, rendimiento a largo plazo,
- 3) Analizar en detalle el mercado inmobiliario cotizado: REITs en EE.UU. y el de SOCIMIs en España como caso de estudio comparando su dimensión, estructura, liquidez y actividad.
- 4) Identificar los factores estructurales que explican la brecha entre ambos mercados.

## **2. METODOLOGÍA**

### **2.1. Diseño de la investigación**

Este Trabajo de Fin de Grado se realiza a través de una metodología cualitativa y cuantitativa de carácter comparativo, descriptivo y analítico donde se busca explicar las diferencias estructurales existentes entre ambos mercados de capitales de renta variable, prestando atención a la actividad, características y rendimiento de las ofertas públicas iniciales de acciones y, dentro de ellas, al caso específico de los vehículos inmobiliarios cotizados.

La elección de esta metodología corresponde con la propia naturaleza de la investigación. Este análisis identifica dos sistemas financieros desarrollados que comparten un alto grado de institucionalidad, pero que presentan profundas diferencias en la organización de sus mercados de capitales, marcos regulatorios, fiscalidad, etc. Esta comparación permite observar hasta qué punto la mayor profundidad, liquidez e integración del mercado estadounidense se traduce en una mayor actividad de OPV y en un sector inmobiliario cotizado más desarrollado.

Desde el punto de vista metodológico, el trabajo combina tres niveles de análisis. En primer lugar, un análisis macro centrado en la evolución de los mercados de renta variable de la Unión Europea y Estados Unidos tras la crisis financiera de 2008. En segundo lugar, un análisis de las salidas a bolsa en los mercados primarios de ambas regiones, donde se analiza el volumen de capital captado, el tamaño medio de las operaciones, la infravaloración inicial y el rendimiento posterior. En tercer lugar, un análisis más específico centrado en el sector inmobiliario cotizado donde se comparan los diferentes vehículos de inversión como casos de estudio.

## **2.2. Delimitación temporal y geográfica**

Este análisis se centra en el periodo situado entre 2008 y 2025. La elección del año 2008 como punto de partida se justifica por el impacto estructural que tuvo esta crisis sobre ambas economías y cómo afectó a los mercados de capitales de renta variable de ambas regiones. Desde entonces, Estados Unidos y la Unión Europea han seguido trayectorias diferentes como veremos a lo largo del trabajo. Sin embargo, el trabajo utiliza subperiodos en diferentes apartados en función de la disponibilidad de los datos y de la naturaleza del análisis.

Desde el punto de vista geográfico, el trabajo se estructura sobre dos regiones principales: Estados Unidos y la Unión Europea. A pesar de esto, se reconoce expresamente que ambas estructuras no son perfectamente equivalentes desde el punto de vista institucional. Estados Unidos constituye un mercado federal integrado con una entidad supervisora centralizada, una infraestructura de mercado más homogénea y una base de demanda inversora mucho más amplia, mientras que, en la Unión Europea, nos encontramos con 27 Estados miembros, cada uno con sus sistemas regulatorios, fiscales, de infraestructura de mercado, etc., lo cual acaba conduciendo a un mayor grado de heterogeneidad.

Respecto al análisis sectorial, el trabajo se centra en los REITs estadounidenses y en las SOCIMIS españolas. La elección de España como caso específico se justifica debido a la facilidad de acceso y disponibilidad de la información al realizar este trabajo en España y por el elevado número de vehículos existentes en comparación con otros países europeos. No obstante, se incorporan datos agregados del mercado europeo de REITs a partir de fuentes públicas.

### **2.3. Selección del caso de estudio: REITs y SOCIMIS**

El sector inmobiliario cotizado se utiliza como caso de estudio porque permite comparar de forma clara las diferencias estructurales entre ambos mercados de capitales. Los REITs y las SOCIMIS son vehículos comparables en cuanto a su finalidad económica: canalizar inversión hacia activos inmobiliarios generadores de rentas, ofrecer liquidez a una clase de activo tradicionalmente ilíquida y distribuir una parte significativa de sus beneficios a los accionistas. Sin embargo, su desarrollo histórico, su escala, su liquidez, su base inversora y su integración en los mercados públicos son muy diferentes.

Además, el caso de las SOCIMIS permite introducir una distinción metodológica fundamental: no todas las salidas al mercado de estos vehículos pueden considerarse OPV dado que muchas SOCIMIS acceden a cotización mediante negociación, sin que exista una oferta pública de venta amplia ni una captación de capital significativa. Esta diferencia es relevante porque impide comparar de manera mecánica todas las admisiones de SOCIMIS con las IPOs de REITs estadounidenses.

### **2.4. Fuentes de información**

Este Trabajo de Fin de Grado combina fuentes académicas, institucionales, regulatorias, estadísticas y profesionales. Esta pluralidad de fuentes responde a la naturaleza del análisis y la necesidad de comprender un fenómeno tan complejo que combina dimensiones financieras, jurídicas, regulatorias y macroeconómicas.

Para el desarrollo del marco teórico, se emplean numerosos artículos académicos sobre la integración financiera, actividad de IPOs, infravaloración inicial y rendimiento a largo plazo. Entre las principales contribuciones utilizadas se encuentran Bekaert y Harvey (1995), Baele et al. (2004), Rock (1986), Beatty y Ritter (1986), Benveniste y Spindt (1989), Ritter (1991), Loughran y Ritter (1995), Ritter y Welch (2002), Lowry (2003), Ling y Ryngaert (1997) y Chan, Chen y Wang (2013).

Para el análisis de los mercados de capitales, se ha utilizado fuentes institucionales y estadísticas como SIFMA, World Bank, CEIC Data, World Federation of Exchanges, Federal Reserve, Banco Central Europeo o ESMA, entre otras. Estas fuentes son clave para obtener datos sobre la capitalización bursátil, profundidad de mercado, participación de los hogares en activos financieros, integración financiera y estructura institucional de los mercados.

Para el análisis de la actividad de IPOs se emplean informes de EY Global IPO Trends principalmente y las bases de datos de Jay Ritter sobre *underpricing* y rendimientos de IPOs. Estas fuentes permiten analizar el número de operaciones, el volumen de capital captado, el tamaño medio de las operaciones y la evolución del mercado global.

Para el análisis específico de los REITs, se emplean datos de NAREIT, S&P Global Market Intelligence, EPRA o FTSE EPRA Nareit los cuales proporcionan información sobre capitalización bursátil, número de REITs, distribución sectorial, rentabilidad, dividendos y evolución del mercado inmobiliario cotizado en Estados Unidos y Europa.

Para el caso español de las SOCIMIs se emplean fuentes como la Ley 11/2009, la Ley 16/2012, BME, CNMV, Armanext, ASOCIMI, y estudios especializados sobre la evolución del sector. Estas fuentes permiten comprender el marco jurídico y fiscal de las SOCIMIs, su distribución por mercados, su capitalización agregada, el número de vehículos cotizados, la evolución de nuevas incorporaciones, etc.

Por último, para contextualizar las reformas europeas se utilizan documentos e informes de la Comisión Europea, el Banco Central Europeo, discursos institucionales, especialmente los de Christine Lagarde sobre la necesidad de canalizar el ahorro europeo hacia la inversión productiva y avanzar en la *Capital Markets Union*.

## **2.5. Limitaciones metodológicas**

El trabajo presenta diferentes limitaciones que deben ser tenidas en cuenta.

La disponibilidad de datos entre Estados Unidos y la Unión Europea no es la misma dado que el mercado estadounidense cuenta con bases de datos mucho más completas, series históricas más extensas y mayor transparencia respecto a las IPOs, su *underpricing* y el rendimiento posterior. En Europa nos encontramos con una fragmentación que dificulta la obtención de datos agregados comparables, en lo relativo a las OPV por país, la liquidez de los mercados secundarios y el rendimiento a largo plazo.

Algunos datos recientes de 2024 y 2025 proceden de informes profesionales y bases de datos de mercado que pueden ser revisados y reformados con posterioridad. Este tipo de limitación es habitual en estudios sobre mercados financieros actuales donde las cifras de OPV, capitalización y rendimiento pueden cambiar en función de la fuente utilizada, la fecha de corte, entre otros factores.

A pesar de estas limitaciones, este trabajo combina fuentes académicas, regulatorias, institucionales y de mercado que permiten construir un análisis suficientemente sólido para responder a las preguntas de investigación planteadas a través de la identificación de los mecanismos estructurales que han desarrollado ambos mercados de capitales, especialmente de REITs, y entender por qué Estados Unidos ha desarrollado un mercado mucho más profundo, líquido e integrado que el de la Unión Europea.

### 3. MARCO TEÓRICO

#### 3.1. Mercados de capitales internacionales y desarrollo financiero

Los mercados de capitales permiten a empresas y gobiernos obtener financiación a corto y largo plazo a partir de la emisión de valores financieros o *securities*, tanto instrumentos de deuda, como los bonos, como de *equity*, como las acciones de una compañía cotizada en un mercado secundario. Estos mercados ofrecen una gran variedad de productos financieros que permiten a los diferentes agentes económicos no solo poder levantar capital, sino protegerse frente a una multitud de riesgos.

Los mercados financieros desempeñan funciones vitales para el desarrollo del ecosistema financiero:

**Asignación de capital:** Los inversores canalizan sus ahorros a través de oportunidades de inversiones que, a su vez, permiten a las empresas financiar proyectos, expansiones de negocio o mejorar la operatividad del negocio. Este proceso de *capital allocation* promueve el desarrollo económico al dirigir los recursos económicos hacia aquellas inversiones que tienen un mayor potencial de retorno.

**Gestión del riesgo:** Los mercados de capitales ofrecen una amplia gama de sofisticados instrumentos financieros que facilitan la gestión del riesgo para particulares y empresas. A través de derivados, opciones, futuros y otros instrumentos, los inversores establecen

coberturas o *hedges* frente a la volatilidad de los mercados, protegiendo así el valor de sus inversiones.

**Descubrimiento de precios (*Price Discovery*):** Los mercados de capitales conectan oportunidad con capital, a entidades en busca de financiación con inversores, promoviendo así el crecimiento económico y la innovación. Las empresas utilizan dicho capital para el desarrollo de nuevas tecnologías, la expansión de oportunidades y la mejora de la productividad.

**Liquidez:** Los mercados de capitales facilitan la liquidez en el mercado al permitir la compraventa de activos de forma libre. Los mercados de acciones son los más líquidos, permitiendo al inversor deshacerse o comprar acciones rápidamente y a precios justos, promoviendo la eficiencia del mercado y reduciendo los costes de transacción.

### **3.1.1. Dimensión de los mercados de capitales globales**

Según datos del SIFMA Capital Markets Fact Book (2025), el mercado global de renta fija alcanzó los 145,1 billones de dólares (USD *trillions*) en valor pendiente, mientras que la capitalización bursátil global de renta variable fue de unos 126,7 billones de dólares. Esta diferencia refleja que la deuda es un instrumento de financiación utilizado en mayor medida por gobiernos y empresas debido a un menor coste y mayor accesibilidad.

Desde una perspectiva geográfica, Estados Unidos domina ambos mercados. Desde la renta variable, el mercado americano representa en torno al 50% de la capitalización bursátil global, con un valor cercano a los 60 billones de dólares. Mientras tanto, la Unión Europea solo representa el 9% de la capitalización global de renta variable, con aproximadamente 11 billones de dólares (SIFMA, 2025). Esta asimetría demuestra la brecha existente entre ambos mercados y constituye el punto de partida clave para el análisis comparativo que se busca realizar en este trabajo.

Esta brecha no se explica solo por el lado de la oferta (número y tamaño de las empresas que salen a cotizar), sino también, la demanda actúa de forma determinante. El mercado estadounidense cuenta con una base de inversores institucionales y minoristas mucho mayor al mercado europeo. Según datos de la Reserva Federal, el 58% de las familias estadounidenses invierte en renta variable, ya sea directamente o a través de fondos o planes de pensiones. En la zona euro, este porcentaje es mucho menor, dado que la mayoría de los inversores optan por guardar sus ahorros en forma de depósitos bancarios.

Esta diferencia de base sobre la demanda tiene consecuencias directas sobre la liquidez, la profundidad y la capacidad de los mercados europeos para financiar a las empresas a través del mercado de renta variable.

### **3.1.2. Los emisores en los mercados de capitales**

Los emisores son los agentes económicos encargados de la creación de activos financieros que posteriormente se negocian en los mercados de capitales. Hay dos grandes categorías: emisores públicos y emisores privados.

Los emisores públicos son fundamentalmente gobiernos y organismos públicos, que acuden a los mercados de capitales para financiar sus déficits presupuestarios y sus necesidades de gasto público a través de la emisión de instrumentos de deuda soberana (bonos del Estado, letras del tesoro, obligaciones). Los emisores privados son las empresas, que acuden a los mercados de capitales para financiar inversiones a través de instrumentos de deuda (bonos corporativos) como de *equity* (acciones).

Ambos emisores compiten por el mismo *pool* de capital inversor. Cuando los gobiernos emiten grandes volúmenes de deuda soberana, pueden generar un efecto desplazamiento o *crowding out* que encarece y dificulta la financiación para el sector privado, dado que los inversores pueden preferir la seguridad que tiene la deuda soberana frente a la deuda o *equity* corporativo.

Es importante diferenciar que estos emisores interactúan con los mercados de capitales a través de dos canales bien diferenciados. Por un lado, el mercado primario permite a los emisores colocar por primera vez sus valores entre los inversores. Es el mercado de las nuevas acciones donde las empresas captan nuevo capital a través de Ofertas Públicas de Venta (OPV) o colocaciones privadas de acciones y bonos. Por otro lado, el mercado secundario es el mercado donde los inversores negocian entre sí los valores que ya fueron emitidos en el mercado primario. Los mercados secundarios son claves para la liquidez de los inversores, permitiéndoles vender sus posiciones en cualquier momento, y reducen el riesgo percibido de invertir en nuevas emisiones.

### **3.1.3. Los inversores en los mercados de renta variable**

Un mercado de capitales no puede funcionar sin una base de demanda amplia; son los inversores la otra cara fundamental del mercado. Si la oferta no está desarrollada, la demanda tampoco lo estará, y viceversa.

Los inversores en los mercados de renta variable pueden clasificarse en dos grandes grupos: inversores institucionales o inversores minoristas. Según la OCDE, los inversores institucionales son aquellos importantes captadores de ahorro y proveedores de fondos para los mercados financieros. Su papel como intermediarios financieros y su influencia en las estrategias de inversión han crecido de manera significativa en los últimos años, en paralelo a la desregulación y la globalización de los mercados financieros. (OECD Institutional Investors Statistics, 2025)

Algunos de los inversores institucionales más importantes por tipología son:

**Fondos de pensiones:** son uno de los mayores bloques de demanda en los mercados de capitales a nivel global. Los fondos de pensiones de contribución definida, como los 401k e IRA en EE.UU., canalizan de forma automática una porción de los salarios de los trabajadores estadounidenses hacia inversiones en renta variable, generando así flujos de demanda regulares y predecibles. Tal es así, que Estados Unidos se ha beneficiado enormemente de los casi 40 billones de dólares (aproximadamente el 140 % del PIB estadounidense en 2023) en ahorros acumulados e invertidos a través de los planes de pensiones de los estadounidenses (Kirkegaard, 2025). Además, se estima que alrededor de 170 millones de estadounidenses invierten en REITs a través de fondos de inversión, fondos cotizados o sus planes de jubilación (NAREIT, 2024)

**Fondos de inversión y fondos cotizados (ETFs):** Los fondos de inversión colectiva y los fondos cotizados agrupan capital procedente de una gran base de inversores para invertirlo de forma conjunta en una cartera diversificada de activos financieros como acciones, bonos, u otros valores. Los fondos de inversión son instituciones de inversión colectiva (IIC) formadas por las aportaciones de los partícipes gestionados a través de una gestora donde cada partícipe es propietario de una parte del patrimonio de fondo en proporción al valor de sus aportaciones (CNMV - Fondos Inversión, 2020). Los fondos cotizados (*ETF, exchange traded funds*) son fondos que se negocian en bolsas de valores como si se tratara de acciones de una empresa. Su política de inversión consiste en reproducir la evolución de algún índice bursátil, nacional o internacional (CNMV - Otros Fondos de Inversión, 2020). Según el ICI Fact Book (2024), las sociedades de inversión registradas en EE.UU. registraban un total de 33,9 billones de USD a cierre de 2023, representando más de 120 millones de inversores minoristas. Los fondos de inversión poseían conjuntamente el 33% de todas las acciones de empresas estadounidenses en

circulación. Dentro de este ecosistema, los fondos indexados y ETFs pasivos han experimentado un crecimiento exponencial extraordinario. En 1996 representaban el 6% del mercado de renta variable frente al ya casi 60% que representaban a 2024 (American Century, 2024)

**Compañías de seguros y fondos soberanos:** Las aseguradoras de vida invierten en las primas que se reciben en activos a largo plazo. Los fondos soberanos con superávit fiscal como el de Noruega, Singapur o Abu Dhabi son inversores significativos en renta variable a nivel global. Sin embargo, la regulación de Solvencia II de la Unión Europea impone requisitos de capital elevados para las aseguradoras que quieran invertir en renta variable: el cargo de capital estándar para acciones cotizadas es del 49% más un ajuste asimétrico, lo cual desincentiva esta clase de inversión y reduce la demanda institucional europea de acciones (CVC Capital Partners, 2026)

**Inversores minoristas (*retail investors*):** Los hogares participan en los mercados de renta variable de forma directa (acciones) o de forma indirecta (*ETFs*, fondos de inversión o planes de pensiones). En EE.UU., se estima que un 62% de los adultos posee acciones de forma directa o indirecta en 2025, un nivel en máximos históricos desde 2008 (Gallup, 2025). Los inversores minoristas representan en torno al 21% del volumen de negociación en renta variable estadounidense, un aumento impresionante respecto al menos del 10% de hace una década (Citadel, 2026). Además, en la primera mitad de 2025, los inversores minoristas fueron compradores de 155.300 millones de USD en acciones, la cifra más alta registrada en un semestre (Vanda Research, 2025).

### 3.2. El Equity Capital Market (ECM)

El término de *Equity Capital Markets* (ECM) hace referencia al departamento de los bancos de inversión especializados en la originación, estructuración y ejecución de operaciones de emisión de acciones, principalmente salidas a bolsa (IPOs) y ampliaciones de capital. Opera fundamentalmente en el mercado primario. Por otro lado, las bolsas de valores son los mercados secundarios donde se produce la compraventa de acciones.

El mercado de renta variable se estructura en dos grandes submercados:

**Mercado primario:** El mercado primario permite a las compañías obtener financiación mediante la emisión de nuevas acciones. Es fundamental distinguir que en una Oferta Pública de Venta (OPV o IPO en inglés), la empresa solo levanta capital nuevo cuando

es ella misma quien emite acciones nuevas. Si los que venden son los accionistas existentes, como fundadores o inversores previos, la empresa no recibe capital adicional, sino que son estos accionistas quienes reciben liquidez por la venta de sus participaciones. El mercado primario se subdivide en:

- **Mercados de colocación privada:** permiten a las compañías levantar capital a través de acciones no cotizadas. Estos mercados son ilíquidos, de tal manera que este mayor riesgo que asumen los inversores es mitigado de cierta forma a través de primas de liquidez por compensación. Un ejemplo característico son las rondas de financiación en un *venture capital*: una empresa tecnológica que se encuentra en fase de crecimiento puede vender un porcentaje de su capital a este tipo de fondo de capital riesgo a partir de una valoración acordada entre las partes. Otro ejemplo frecuente son las colocaciones privadas aceleradas (*accelerated bookbuilds*), en las que un accionista significativo de una empresa ya cotizada vende un paquete de acciones a inversores institucionales previamente seleccionados a través de un proceso fuera de mercado (*off-market*).
- **Mercados públicos:** canalizan dos tipos de operaciones. Por un lado, IPOs, donde una compañía coloca acciones en el mercado por primera vez, y, por otro lado, las ampliaciones de capital, que son emisiones de nuevas acciones por parte de empresas que ya cotizan en bolsa.

**Mercados secundarios:** En el mercado secundario los inversores obtienen beneficios o asumen pérdidas a través de la negociación de acciones ya emitidas. Aunque el ECM se asocia directamente al mercado primario, los departamentos de banca de inversión también tienen un papel clave en los mercados secundarios. Por ejemplo, los bancos actúan con frecuencia como intermediarios para realizar operaciones en bloque o *block trades* donde un inversor institucional desea comprar o vender un paquete de gran tamaño de acciones de una empresa cotizada sin provocar un movimiento brusco en el precio de la acción. Aquí, el banco es el encargado de estructurar la operación, identificar las contrapartidas y ejecutar la transacción de forma correcta.

Otra modalidad de actividad bastante relevante en este tipo de mercados es la recompra de acciones propias (*buy-shares backs*). Mediante este mecanismo, una empresa cotizada destina parte de la caja que tiene en tesorería para ejecutar programas de recompra de sus propias acciones en el mercado, reduciendo así la cantidad de acciones que hay en

circulación. Estas recompras tienen diferentes finalidades: mejorar los ratios financieros por acción (como el beneficio por acción o BPA/*EPS*), devolver capital a los accionistas de forma fiscalmente eficiente, señalar confianza de la dirección en la valoración de la empresa o ajustar la estructura de capital. En Estados Unidos, las recompras de acciones han alcanzado volúmenes significativos durante la última década, superándose en algunos años el billón de dólares en recompras anuales entre las empresas del S&P 500.

El mercado secundario se divide en:

- **Bolsa de valores:** es el espacio donde se produce la negociación y el intercambio de acciones de compañías entre inversores. Cada bolsa establece sus propios criterios como niveles mínimos de beneficios, capitalización bursátil, activos tangibles netos o porcentaje de acciones en circulación.
- **Mercados no organizados (OTC):** son redes de intermediarios que facilitan la negociación bilateral de acciones sin que haya una bolsa centralizada. Al no estar centralizados ni regulados por un organismo vigilante, estos mercados presentan menor transparencia y son más susceptibles de ser manipulados.

### 3.2.1. Ventajas e inconvenientes de la financiación vía *equity*

Levantar capital en los mercados de *equity* presenta varias ventajas para una compañía:

**Reducción de riesgo de crédito:** Cuanto mayor sea la proporción de capital propio en la estructura de capital de una empresa, menor será su nivel de deuda, y menor riesgo se le asume a esta. Sin embargo, es necesario matizar que una empresa puede realizar una emisión de acciones precisamente con el objetivo de fortalecer su balance y tomar más adelante más deuda, por lo que la emisión de acciones no significa directamente una mejora en el perfil crediticio de la compañía.

**Mayor flexibilidad operativa:** Cuanto menor sea el ratio de deuda sobre recursos propios de una compañía (*Deuda/Equity*), mayor flexibilidad operativa tendrá esta empresa. Los accionistas, a diferencia de los acreedores, participan directamente sobre los beneficios potenciales de una compañía, vía dividendos o apreciación de las acciones. No obstante, un accionista puede perder la totalidad de su inversión si la empresa quiebra, ya que serían los últimos en ser pagados dentro de la jerarquía de los proveedores de capital (*capital stack*). Además, los emisores pueden utilizar instrumentos como las

recompras de acciones para gestionar sus ratios de capital, devolviendo capital a sus accionistas cuando la empresa dispone de excedente de caja en tesorería.

**Efecto señalización:** La emisión de acciones puede transmitir al mercado una señal positiva de la situación financiera de la empresa. Además, puede indicar que la compañía está preparando una nueva estrategia expansiva ya sea a través de operaciones de fusiones y adquisiciones (M&A), entrada en nuevos mercados, lanzamientos de nuevos productos o mejorar en la capacidad productiva.

Por otro lado, la financiación vía *equity* presenta importantes desventajas:

**Deducibilidad fiscal de los dividendos:** A diferencia de los intereses sobre la deuda, los pagos de dividendos no son deducibles a efectos fiscales, lo que encarece el coste de los recursos propios frente al coste de la deuda.

**Mayor escrutinio y transparencia:** Los inversores en los mercados de acciones dependen en gran medida del desempeño de las compañías y de sus estados financieros para tomar sus decisiones de inversión. Por ello, las empresas que cotizan en bolsa están sujetas a una regulación mucho más estricta y a un mayor escrutinio por parte del mercado y los reguladores.

**Dependencia de los accionistas:** Mantener un ratio de deuda/*equity* bajo implica que un mayor número de accionistas tiene derecho sobre los beneficios de la empresa. Esto puede obligar a la compañía a distribuir dividendos competitivos en el corto plazo, incluso a costa de reducir los beneficios retenidos y la capacidad de reinversión a largo plazo.

**Pérdida de control sobre el accionariado:** Una vez que las acciones cotizan en el mercado, la empresa no puede controlar quién se convierte en accionista. Esto puede dar lugar a la aparición de accionistas no deseados, incluidos inversores activistas o competidores, que pueden influir en la dirección estratégica de la compañía.

### 3.2.2. Intermediarios financieros en el ECM

El funcionamiento del mercado de *equities* depende en gran medida del rol que adoptan los intermediarios financieros. En primer lugar, los bancos de inversión actúan como asesores financieros y son los encargados de estructurar el proceso de emisión de las acciones. Su función principal es reducir las asimetrías de información entre la empresa y el mercado y facilitar el acceso al mercado público de acciones (Ritter y Welch, 2002).

En los procesos de salida a bolsa, los bancos de inversión y sus equipos de ECM se encargan de estructurar la operación, determinar los rangos de precios y distribuir las acciones entre los inversores institucionales interesados. A través del proceso de *bookbuilding*, se establece un rango preliminar del precio de la acción y, durante el *road show*, se presenta la compañía a inversores potenciales para calibrar la demanda de la acción (Ritter y Welch, 2002).

En segundo lugar, las bolsas de valores son la infraestructura fundamental y necesaria para la negociación de valores en el mercado secundario, facilitando la liquidez y el *price discovery* descrito anteriormente. Cada bolsa de valores establece sus propios requisitos de admisión a cotización, lo que determina qué empresas pueden cotizar y acceder al mercado público.

En tercer lugar, los reguladores establecen el marco normativo que garantiza la protección de los inversores, la integridad y transparencia del mercado, y la estabilidad del sistema financiero. Los reguladores deciden las normas del juego, como pueden ser los requisitos de divulgación, las normas de conducta, estándares contables y las condiciones de acceso al mercado.

Sin embargo, con el objetivo de que la regulación sea ejecutada correctamente, aparecen los supervisores, quienes se encargan de vigilar que los participantes del mercado cumplan con la normativa establecida, detectar conductas irregulares e imponer sanciones en función de las infracciones cometidas. Esta distinción entre regulación y supervisión es clave para entender el análisis comparado que estamos realizando en este Trabajo de Fin de Grado.

En Estados Unidos, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) concentra tanto las labores de regulación como de supervisión de los mercados públicos. Esta centralización facilita la coherencia y la aplicación uniforme de la normativa sobre todo el mercado estadounidense. Por otro lado, en la Unión Europea, la *European Securities and Markets Authority* (ESMA) desempeña las funciones de coordinación regulatoria a nivel europeo, pero la supervisión directa de los mercados recae sobre las autoridades institucionales de cada Estado miembro (como la CNMV en España, la BaFin en Alemania o la AMF en Francia). Esta fragmentación del modelo supervisor constituye uno de los principales factores que explican la menor integración del mercado de capitales de la UE (La Porta et al., 1998).

### 3.3. Initial Public Offering (IPO)

#### 3.3.1. Definición y proceso

Una Oferta Pública Inicial (OPV) o *Initial Public Offering* (IPO) es el proceso mediante el cual una empresa privada coloca por primera vez sus acciones en un mercado de valores público. Las empresas deciden salir a bolsa por múltiples razones: obtener financiación para nuevos proyectos, proporcionar liquidez a los accionistas existentes, aumentar la visibilidad y reputación de la compañía, o facilitar futuras operaciones corporativas de M&A.

El proceso de una IPO consta de varias fases diferenciadas. En primer lugar, la empresa selecciona uno o varios bancos de inversión quienes actúan como asesores y colocadores (*underwriters*) de esas acciones. Los asesores aconsejan sobre aspectos críticos como el número de acciones a vender, la estructura de la oferta y el mercado más conveniente para realizar la cotización. En paralelo, se lleva un proceso de auditoría legal y financiera (*due diligence*) y la preparación del folleto de emisión, un documento que contiene toda la información relevante sobre la empresa y las condiciones de la oferta.

Posteriormente, se establece un rango de precios preliminar y se realiza un *roadshow* donde el equipo directivo presenta la compañía a diferentes inversores institucionales con el objetivo de calibrar la demanda. El proceso de *bookbuilding* sirve para determinar la demanda que existe dentro del rango de precios que se han presentado a los inversores durante el *roadshow*. Aquí, los inversores indican cuántas acciones desean obtener y el precio que están dispuestos a pagar. Esta información es usada por el banco de inversión contratado por la empresa para determinar el precio de emisión. Finalmente, se asignan las acciones a los inversores y comienza la negociación de valores en los mercados secundarios.

Antes de iniciar el *roadshow* ante los inversores institucionales, la empresa y sus asesores deben construir lo que se conoce como *equity story*. Este concepto explica la narrativa que presenta la empresa ante el mercado como una oportunidad para los inversores presentando un plan de negocio ambicioso pero creíble, con hitos comprobables, objetivos medibles y palancas constatables. Los inversores no se fijan únicamente en los números sino también en la coherencia estratégica, la capacidad de ejecución y la potencial capacidad de generar valor.

El *equity story* trata de responder a la pregunta más básica: ¿Por qué podría tener sentido invertir en esta empresa ahora? Esto no es un simple resumen de estados financieros, sino que se trata de posicionar la compañía en el mercado de capitales en base a una serie de argumentos estratégicos que cubren múltiples dimensiones. En primer lugar, se debe explicar en qué consiste el modelo de negocio y su propuesta de valor, que le diferencia frente a los competidores y su ventaja competitiva. En el caso de un REIT, es fundamental comprender la calidad y ubicación de la cartera de activos, los niveles de ocupación, la duración media de los contratos de arrendamiento y la diversificación de inquilinos. El tamaño del mercado en el que opera la compañía, las expectativas de crecimiento de dicho mercado y sus tendencias y las posibles oportunidades de expansión son aspectos fundamentales del *equity story*. Por ejemplo, un REIT especializado en centros de datos construye su narrativa en base a la creciente y exponencial demanda de infraestructura digital impulsada por la inteligencia artificial y la computación en la nube.

El inversor también necesita entender donde se invertirían los fondos captados obtenidos de la IPO con el objetivo de conocer si su capital sirve para crear palancas de valor o simplemente permite a los accionistas originales monetizar su posición. Entender quién es el equipo directivo, su experiencia y trayectoria, es fundamental para la alineación entre el gobierno corporativo y sus accionistas

Uno de los conceptos centrales en toda IPO es el capital flotante o *free float*. El *free float* es el número de acciones de una empresa que se negocian en el mercado secundario y no están restringidas y son vendidas y compradas libremente por cualquier inversor. Estas se calculan restando del total de acciones emitidas en manos de accionistas estratégicos como directivos, fundadores, inversores, entre otros. El porcentaje de capital flotante que se coloca en el mercado tiene implicaciones directas sobre 3 aspectos fundamentales de la IPO:

En primer lugar, la liquidez, ya que cuanto mayor sea el capital flotante, mayor es el número de acciones disponibles en el mercado, lo que facilita la entrada y salidas de posiciones. Las principales bolsas establecen mínimos de capital flotante para que estas compañías sean admitidas a cotización: la NYSE exige un mínimo del 10% de las acciones en manos públicas, mientras que Euronext requiere al menos un 25% (o un 5% si el valor de mercado de las acciones en manos públicas supera los 5 millones de euros).

El tamaño del capital flotante afecta directamente a la valoración y los múltiplos que los inversores están dispuestos a pagar. Cuanto menor es el capital flotante, este suele cotizar con descuento respecto a empresas comparables con mayor liquidez, debido a que los inversores incorporan una prima de iliquidez en su precio objetivo. Esto es así porque estos inversores exigen una rentabilidad mayor como compensación frente a la dificultad de vender sus posiciones en un futuro.

Por último, el porcentaje de capital flotante influye directamente sobre los índices en los que cotizan. Los principales proveedores de índices (FTSE Russell, MSCI, S&P) ponderan las acciones de las empresas por su capitalización bursátil ajustada por capital flotante, no por su capitalización total. Como consecuencia, si una empresa tiene menor capital flotante, su peso en estos índices estará reducido y recibirá menos flujos de los fondos indexados y los fondos cotizados o ETFs que replican estos índices.

Un mecanismo habitual en las IPO es el *greenshoe* o sobreasignación. Es una práctica financiera donde se establece una cláusula contractual que permite al banco colocador vender un número adicional de acciones en caso de que la demanda supere las expectativas. El mecanismo funciona en dos direcciones: si el precio de la acción sube tras su debut, el banco ejercita esta opción y emite las acciones adicionales al precio de la IPO, satisfaciendo así la demanda excedente. Por el contrario, si el precio de la acción cae tras su debut, el banco puede recomprar acciones en el mercado para estabilizar la cotización de la acción. De este modo, el *greenshoe* actúa como un mecanismo de estabilización del precio durante los primeros días de la negociación, reduciendo la volatilidad de la acción y protegiendo a tanto emisor como inversores. Un ejemplo es la IPO de la SOCIMI española Merlin Properties en 2014, donde se incluyó un *greenshoe* de hasta 8 millones de acciones adicionales sobre los 125 millones de la oferta inicial.

### **3.4. Teoría de la integración financiera y grados de integración y medición**

La integración financiera internacional forma el marco teórico nuclear de este trabajo tratando de explicar el funcionamiento y el desarrollo de los mercados de capitales en las economías avanzadas. Esta teoría es clave para explicar por qué dos economías que hasta 2008 tenían tamaños similares, han desarrollado mercados de capitales tan diferentes en profundidad, liquidez y actividad de salidas a bolsa.

Se establece que el mercado financiero está integrado cuando se han eliminado las barreras que impiden la libre circulación de capitales entre los países y los inversores pueden acceder a diferentes mercados nacionales en igualdad de condiciones. En un mercado financiero plenamente integrado, los inversores valoran los activos que les interesan en función del binomio rentabilidad-riesgo que suponen, sin tener en cuenta el factor nacional del activo como una barrera. Como consecuencia, se facilita la total y libre movilidad financiera de los factores. Según Bekaert y Harvey (1995), la integración financiera debe entenderse como un proceso gradual y dinámico.

El modelo de integración financiera de estos autores se basa en una integración financiera basada en cambios de régimen condicional. La integración de los mercados de capitales no es un proceso binario, sino que es gradual, dinámico y reversible que varía con el tiempo. Bekaert y Harvey distinguen conceptualmente entre dos estados extremos. En un mercado totalmente segmentado, los inversores solo tienen acceso a los activos de su propio país, y el coste de capital de las empresas para financiarse depende de la prima de riesgo local. En un mercado plenamente integrado, los inversores pueden acceder a activos de forma libre de cualquier país, y el riesgo relevante para la fijación de precio es un riesgo sistemático global, es decir, la prima de riesgo se determina por la covarianza del activo con el mercado mundial, no con el mercado local (Bekaert y Harvey, 1995, p. 404). Este aspecto es fundamental para entender la actividad de IPOs en los mercados. En un mercado integrado, el coste de capital es menor porque los inversores pueden diversificar y el riesgo asumido es menor, la liquidez mayor, dada una mayor base de demanda de inversores y el acceso a financiación es más eficiente porque los emisores compiten en un mercado global.

Es importante aclarar que la integración financiera no implica que todos los activos ofrezcan el mismo rendimiento. Incluso en mercados financieros plenamente integrados, los activos presentarán unos rendimientos acordes a su riesgo de crédito, es decir, un bono alemán a 10 años seguirá ofreciendo un rendimiento diferente al bono español a 10 años porque el riesgo de crédito del emisor es diferente. Como consecuencia, la integración hace referencia a la eliminación de barreras regulatorias, fiscales e institucionales que impiden la libre circulación de capitales y no a la convergencia de los retornos. Aunque la UE ha eliminado formalmente las barreras de libre circulación de capitales mediante el mercado único y la unión monetaria, la fragmentación regulatoria, fiscal y de infraestructuras de mercado mantiene al mercado europeo en un estado de integración

incompleta que limita la actividad de salidas a bolsa y el desarrollo del mercado de renta variable.

Desde el punto de vista empírico, la integración financiera suele evaluarse a partir de la ley del precio único, la cual establece que activos con características similares deberían presentar precios o rendimientos similares en ausencia de barreras o fricciones. Sobre esta base, Baele et al. (2004) lograron crear un marco metodológico común con el objetivo de determinar la integración financiera de la eurozona, diferenciando tres grandes tipos de indicadores:

**Medidas basadas en precios:** analizan la convergencia de rendimientos y la reducción de diferenciales entre países, así como la dispersión de precios de activos comparables.

**Medidas basadas en noticias:** evalúan hasta qué punto los precios de los activos responden a shocks comunes frente a factores locales, permitiendo identificar si los mercados están integrados a nivel regional o global.

**Medidas basadas en cantidades:** se centran en el volumen de actividades transfronterizas, la composición internacional de las carteras y la reducción del sesgo doméstico en la inversión.

Desde un punto de vista teórico, la integración financiera aporta grandes y distintos beneficios económicos como la reducción del coste de capital, el aumento de la liquidez de los mercados, una asignación más eficiente de los recursos y una mayor capacidad de financiación en los mercados de *equity*. Estos efectos son fundamentales para las empresas que mediante emisiones de acciones y procesos de salida a bolsa buscan acceder a nueva financiación.

#### **3.4.1. Principales teorías sobre las Ofertas Públicas de Venta**

Uno de los fenómenos más estudiados en la literatura sobre OPVs es la infravaloración inicial (*underpricing*), que se define como la diferencia positiva entre el precio de cierre del primer día de cotización y el precio de emisión y el rendimiento inferior a largo plazo. Ambos fenómenos son paradójicos y nos surgen las siguientes preguntas: ¿por qué las empresas aceptan vender sus acciones a un precio inferior al que el mercado está dispuesto a pagar? ¿Y por qué, si las acciones suben el primer día, luego rinden por debajo del mercado a largo plazo? Existen varias teorías que tratan de explicar este fenómeno:

**Teoría de la asimetría informativa (Rock, 1986; Beatty y Ritter, 1986).** Según esta teoría, existe una asimetría de información entre los inversores informados y los no informados. Los inversores informados solo participan en las OPV que consideran infravaloradas, mientras que los no informados terminan adquiriendo una proporción desproporcionada de las OPV sobrevaloradas y al no estar informados pierden dinero. Para atraer a los inversores no informados y asegurar el éxito de la colocación, el emisor debe ofrecer un descuento sistemático que compense la pérdida captada por la “maldición del ganador”. Ese descuento es la infravaloración observada.

El modelo de Rock trata de predecir que la infravaloración debería ser mayor en mercados con mayor participación de inversores no informados, en este caso los inversores minoristas, y menor en mercados dominados por inversores institucionales sofisticados. Beatty y Ritter (1986) extienden este modelo añadiendo la relación entre la incertidumbre y el nivel de infravaloración. Existe una relación entre la incertidumbre ex ante sobre el valor de una empresa y el grado de valoración esperado donde a mayor incertidumbre, mayor debe ser el descuento para atraer a los inversores no informados.

**Teoría de la señalización (Allen y Faulhaber, 1989).** Esta teoría explica que las empresas de alta calidad pueden utilizar deliberadamente la infravaloración inicial como señal de confianza al mercado. Al aceptar dejar dinero sobre la mesa en la OPV, la empresa transmite la señal de que sus perspectivas futuras son lo suficientemente sólidas como para recuperar ese coste en futuras ampliaciones de capital a precios más elevados.

**Teoría del ciclo de mercado (Lowry, 2003).** Esta teoría aborda el por qué los volúmenes de IPOs varían tanto a lo largo del tiempo. En periodos de bonanza, el número de OPV en EE.UU. y la infravaloración media tienden a ser mayores, impulsado por tres factores: las necesidades de financiación de las empresas, el grado de optimismo de los inversores y las condiciones de información asimétrica. En este periodo de bonanza, estos tres factores ven como se alinean y generando una mayor actividad de salidas a bolsa.

**Modelo de compensación al inversor institucional (Benveniste y Spindt, 1989).** La infravaloración funciona como compensación a los inversores institucionales por revelar información veraz sobre su valoración de la empresa durante el proceso de construcción del libro de órdenes. Esta información es valiosa para que el banco de inversión fije un precio más preciso y la asignación de las acciones. De esta manera, el banco de inversión ofrece una compensación asignando acciones infravaloradas preferentemente a los

inversores que revelan información veraz. La infravaloración funciona, por tanto, como el precio que paga el emisor por obtener información precisa sobre la demanda real de sus acciones (Benveniste y Spindt, 1989, p. 344–347).

### **3.4.2. Rendimiento a largo plazo (Ritter, 1991; Loughran y Ritter, 1995)**

Frente al fenómeno de la infravaloración en el primer día, la literatura ha documentado ampliamente el fenómeno opuesto a largo plazo: el rendimiento inferior al mercado (Ritter, 1991). Las acciones de empresas que han realizado una OPV tienden a mostrar un rendimiento inferior al del mercado en los tres a cinco años posteriores a su salida a bolsa. Entre los factores que explican este fenómeno destacan los periodos de bloqueo de acciones (durante los cuales los accionistas originales no pueden vender sus títulos, normalmente entre 90 y 180 días), el ciclo de mercado en el momento de la emisión, la estructura de propiedad y las expectativas excesivamente optimistas de los inversores durante la fase inicial.

### **3.4.3. Teorías específicas sobre las OPV de REITs**

El sector de vehículos cotizados inmobiliarios presenta diferencias frente al mercado general de salidas a bolsa y hay dos teorías muy relevantes que necesitan ser exploradas en este trabajo:

Por un lado, tenemos la teoría de Ling y Ryngaert (1997) quienes documentan que las OPV de REITs presentan una infravaloración inicial sistemáticamente menor que las de otros sectores tras realizar un caso de estudio sobre una muestra de 85 OPV de REITs realizadas entre 1991 y 1994 en EE.UU.. La incertidumbre sobre el valor de un REIT es menor porque sus activos subyacentes son activos reales que pueden ser tasados de forma estándar y esta menor incertidumbre reduce la asimetría entre inversores informados y no informados (como explicaba Rock en su teoría), y por tanto se reduce el descuento necesario para atraer a inversores no informados.

La otra teoría es desarrollada por Chan, Chen y Wang (2013) extienden el análisis de Ling y Ryngaert a una muestra global, analizando OPV de REITs en múltiples países. Estos confirman que la infravaloración de los REITs no es un fenómeno exclusivo de EE.UU., sino que demuestran que los mercados con marcos regulatorios más desarrollados y mayor profundidad de mercado presentan una infravaloración menor, mientras que las de

mercados menos desarrollados muestran una infravaloración mayor (Chan et al., 2013, p. 720–725).

#### **3.4.4. Aplicación al caso comparado UE-EE.UU.**

La aplicación de la teoría de la integración financiera al análisis que realizamos en este Trabajo de Fin de Grado permite identificar diferencias estructurales significativas. Estados Unidos posee un mercado de capitales federal, con un marco normativo regulado y supervisado por la SEC, una elevada homogeneidad institucional y una alta movilidad de capitales. Estas características favorecen un grado elevado de integración financiera, lo que se traduce en mercados primarios profundos, líquidos y accesibles en condiciones relativamente homogéneas.

Por el contrario, la Unión Europea presenta un mercado de capitales fragmentado, compuesto por una multitud de jurisdicciones nacionales con diferencias regulatorias, fiscales e institucionales. Aunque la integración del euro fue un paso determinante para la integración, estudios del Banco Central Europeo (BCE) demuestran que el grado de integración varía considerablemente entre los diferentes mercados de los Estados miembros y que, en particular, los mercados de *equity* siguen mostrando una integración incompleta, limitando la profundidad y la liquidez del mercado europeo de acciones.

En este contexto, la iniciativa de la *Capital Markets Union* (CMU) trata de avanzar hacia un grado de integración financiera más cercano al modelo estadounidense, mediante la reducción de barreras nacionales y el fortalecimiento de la financiación empresarial vía mercados de capitales. De acuerdo con la teoría propuesta por Bekaert y Harvey (1995), un mayor grado de integración financiera debería traducirse en un menor coste de capital y en una mayor actividad en los mercados de *equity*. Esta perspectiva sugiere que la menor integración del mercado europeo podría contribuir a explicar la menor actividad y el diferente comportamiento de las IPOs en la Unión Europea frente a Estados Unidos, hipótesis que será analizada en los capítulos siguientes del trabajo haciendo énfasis en un análisis empírico.

### **3.5. La Capital Markets Union (CMU)**

La CMU es una de las principales iniciativas estructurales de la Unión Europea en materia de integración financiera. La CMU tiene múltiples objetivos: la diversificación de las fuentes de financiación, la mejora al acceso de capital para todas las empresas, en particular las pequeñas y medianas empresas (pymes), y la reducción del coste de financiación. La CMU busca fundamentalmente que los sistemas financieros de la UE sean mucho más eficientes y resistentes, facilitando el crecimiento y reforzando la competitividad de Europa en la escena mundial (Bongiorno, 2022, p. 30).

La iniciativa fue lanzada en septiembre de 2015 por la Comisión Europea, liderada por Jean-Claude Juncker. Este hito marcó el nuevo camino hacia la integración hacia un único mercado financiero de capitales en la UE, facilitando el flujo de capitales entre los países miembros y el acceso a capital. La CMU apuesta por la eliminación de las barreras existentes que impiden la libre circulación de capitales e incentiva la creación de un mercado inclusivo que acoja una mayor participación. La CMU se articula en torno a varios ejes fundamentales: la armonización regulatoria y fiscal entre los Estados miembros, el fomento de las IPOs y de los mercados orientados a pymes (*SME Growth Markets*), la protección del inversor minorista y el refuerzo del papel de ESMA como coordinador de la supervisión a nivel europeo.

Sin embargo, la UE ha tenido numerosas dificultades a la hora de poner en marcha esta iniciativa dada la existencia de 27 mercados de capitales diferentes, cada uno con su tamaño, legislación y composición heterogénea. La creación de la CMU es un proyecto ambicioso y necesario por parte de la UE que enfrenta grandes obstáculos como la supervisión, la fiscalidad, la legislación concursal, el desarrollo de los mercados nacionales y la cultura financiera. Los logros alcanzados hasta la fecha han sido parciales y la brecha con Estados Unidos persiste.

### **3.6. Vehículos inmobiliarios cotizados: REITs y SOCIMIs**

#### **3.6.1. REITs (Real Estate Investment Trusts)**

Los *Real Estate Investment Trusts* (REITs) son vehículos de inversión inmobiliaria creados en Estados Unidos en 1960 mediante el *REIT Act*. Su principal característica es la obligación de distribuir al menos el 90% de los beneficios netos en forma de dividendos a los accionistas, a cambio de un régimen fiscal favorable que les permite evitar la doble

imposición a nivel corporativo. Los REITs cotizan en las principales bolsas estadounidenses (NYSE, Nasdaq) y canalizan el ahorro de inversores minoristas e institucionales hacia el sector inmobiliario, proporcionando una vía líquida de acceso a activos que, por su naturaleza, son ilíquidos.

### 3.6.2. SOCIMIs y equivalentes europeos

En Europa, diversos países han desarrollado marcos legales equivalentes al REIT estadounidense. En Francia, las *Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées* (SIIC) se crearon en 2003. En Alemania, los REITs alemanes (G-REIT) se introdujeron en 2007. En España, las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria en el Mercado Inmobiliario (SOCIMIs) fueron creadas mediante la Ley 11/2009, modificada posteriormente por la Ley 16/2012 para hacerlas más atractivas. El marco común de estos vehículos es una exención fiscal condicionada al cumplimiento de determinados requisitos de distribución de beneficios, cotización y composición de activos.

### 3.6.3. Comparación REIT vs. SOCIMI

La siguiente tabla resume las principales diferencias entre el modelo REIT estadounidense y la SOCIMI española, aunque más adelante entraremos en profundidad:

Característica	EE.UU. (REIT)	España (SOCIMI)
Años de historia	Desde 1960	Desde 2009
Obligación de distribución	90%	80%
Tributación	Exención si cumple requisitos	0% IS si distribuye
Tamaño medio IPO	Muy superior	Relativamente pequeño
Liquidez	Alta (NYSE/Nasdaq)	Limitada (BME <i>Growth</i> )

## **4. ANÁLISIS EMPÍRICO**

### **4.1. Introducción al análisis empírico**

El análisis empírico de este Trabajo de Fin de Grado tiene como objetivo contrastar la hipótesis planteada en el marco teórico: que la menor integración y profundidad del mercado de capitales de la Unión Europea, junto con una regulación mucho más fragmentada, explican la menor actividad y diferente comportamiento de las IPOs en comparación con EE.UU., tanto a nivel general como en el sector cotizado inmobiliario. Para esto, este análisis se estructura en cinco grandes bloques que abordan los factores explicativos de la brecha y las conclusiones.

El primer bloque está enfocado en el contexto macroeconómico, examinando la evolución de los mercados de renta variable de la UE y EE.UU. desde la crisis financiera de 2008, la brecha en capitalización bursátil y el impacto del entorno de tipos de interés sobre la actividad de salidas a bolsa. En el segundo bloque se analiza la evolución del mercado primario para comparar la actividad de OPVs entre ambas regiones en cinco dimensiones: volumen de operaciones, capital captado, tamaño medio, infravaloración inicial y rendimiento a largo plazo, incluyendo un análisis de las diez mayores OPV en cada mercado. En el tercer bloque nos centraremos en el segmento de los vehículos inmobiliarios cotizados, comparando en detalle el modelo REIT estadounidense con las SOCIMIs españolas en términos de dimensión, estructura, actividad de OPV, rentabilidad y liquidez. El cuarto bloque identifica y cuantifica los tres factores estructurales que explican la brecha: la fragmentación regulatoria y supervisora, la heterogeneidad fiscal y la debilidad de la base de demanda inversora. El quinto bloque recoge las conclusiones del análisis, la validación de la hipótesis y las recomendaciones derivadas.

### **4.2. Evolución de los mercados de *equity*: UE vs. EE.UU. (2008–2024)**

#### **4.2.1. Capitalización bursátil: una brecha creciente**

Si comparamos la capitalización bursátil de los mercados de renta variable de Estados Unidos y la Unión Europea observamos una divergencia clara y estructural que se ha acentuado de forma drástica en los últimos 15 años. Según datos del SIFMA Capital Markets Fact Book (2025), la capitalización bursátil global ascendió a 126,7 billones de dólares (USD trillions) a cierre de 2024, con un incremento interanual del 8,7%.

Dentro de este mercado global, la posición de Estados Unidos es aplastante. Según Visual Capitalist (2025), el mercado de renta variable norteamericano representó el 50% de la capitalización bursátil mundial con un valor cercano a los 62 billones de dólares (Siblis Research, 2025). Este porcentaje ha ido creciendo de forma significativa desde el 43% registrado en el 2023. En 2007, antes de la crisis financiera, Estados Unidos representaba el 30% de la capitalización bursátil global (The Globalist, 2025).

Sin embargo, la trayectoria de la Unión Europea es totalmente opuesta. Según los datos de *Visual Capitalist* (2025), la capitalización bursátil europea no alcanza el 10% de cuota en 2024, en un contexto de debilidad económica, inestabilidad política y salidas de flujos de capital del mercado europeo. La brecha con Estados Unidos no ha dejado de ampliarse: en 2007, la cuota europea alcanzaba un 16,8% del mercado global.

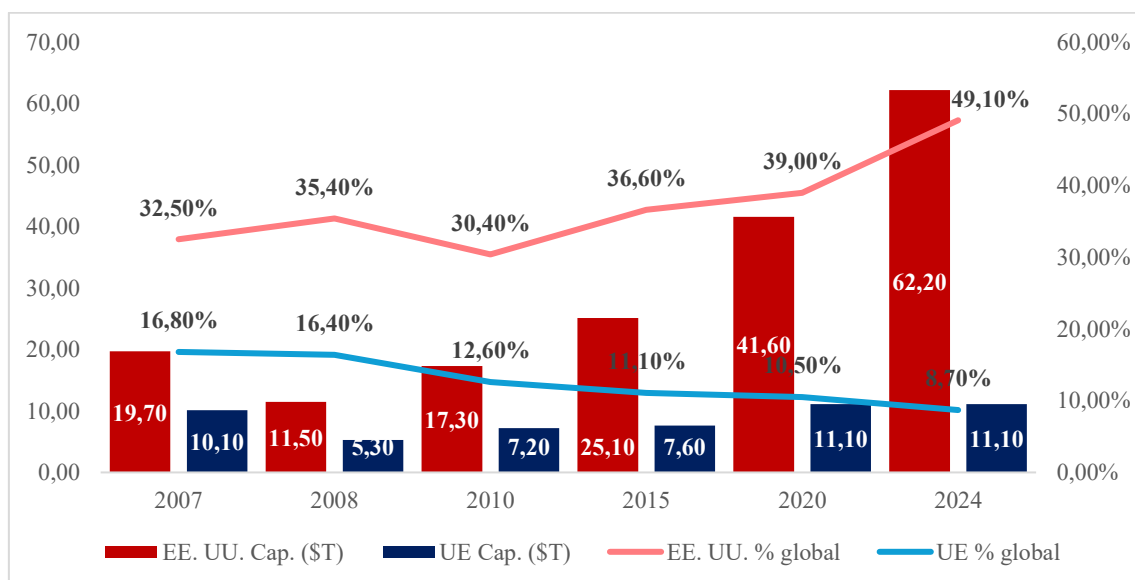


Figura 1: Evolución de la capitalización bursátil de EE.UU. y la UE (2007–2024). Fuentes: Elaboración propia a partir de SIFMA Capital Markets Fact Book, World Federation of Exchanges, Siblis Research, CEIC Data y Banco Mundial.

Como podemos ver en la tabla, la crisis financiera de 2008 demuestra trayectorias opuestas, multiplicándose por 6 veces la capitalización bursátil norteamericana desde 2008. Sin embargo, el mercado europeo apenas ha crecido, reflejo de que la crisis económica de 2008 y la posterior crisis de deuda soberana de 2010 propició un crecimiento económico mucho más lento, una menor penetración de la inversión en renta variable y la ausencia de un sector tecnológico dominante comparable al estadounidense.

#### **4.2.2. Profundidad del mercado: capitalización bursátil como porcentaje del PIB**

Un indicador clave para medir la profundidad del mercado de capitales de una economía es medir la relación entre este sobre el PIB, también conocido como el *Buffett Indicator*, en referencia a Warren Buffett, uno de los inversores más exitosos de la historia. Este ratio permite evaluar el tamaño relativo del mercado de renta variable respecto a la economía real, independiente del tamaño absoluto de cada economía.

Según los datos del Banco Mundial, la evolución de este indicador muestra una divergencia radical entre ambas regiones. En Estados Unidos, la ratio de capitalización bursátil sobre PIB alcanzó un máximo histórico del 216,3% en 2024, frente al 177% de 2023 y el 104,4% de media histórica desde 1975. Para poner en contexto, tras el estallido de la crisis financiera de 2008, este ratio cayó precipitadamente hasta el 80%. La recuperación fue progresiva impulsada por las políticas expansivas cuantitativas (QE) de la Reserva Federal, y posteriormente por el boom del sector tecnológico.

En la Unión Europea, este ratio alcanzó su máximo en 2007, con un 80% hasta desplomarse hasta un 30% debido a la crisis de 2008. Desde entonces, la recuperación ha sido irregular y lenta en 2017 se situó en torno al 77%, pero volvió a caer al 54% en 2018 (CEIC Data).

Los datos agregados de la UE son difíciles de obtener para años recientes. El último dato agregado disponible del Banco Mundial, vía CEIC Data, sitúa la ratio de capitalización bursátil sobre PIB de la UE en el 53,9% en 2018 (frente al 80,1% de máximo en 2007). Independientemente de la medida utilizada, la cifra europea es radicalmente inferior al 216,3% de EE.UU. en 2024 (TheGlobalEconomy.com, 2025; CEIC Data).

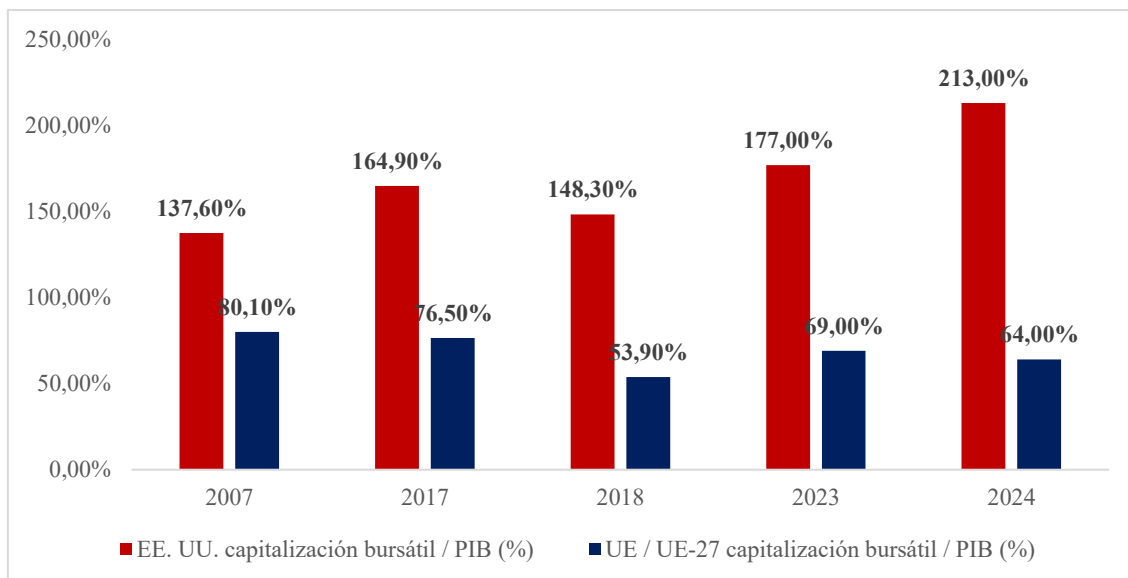


Figura 2: Evolución de capitalización bursátil/ PIB (%) (2007-2024). Fuentes: Elaboración propia a partir de World Bank/FRED, CEIC Data y European Capital Markets Institute (ECMI)

Como podemos observar, esta divergencia es uno de los indicadores más claros que demuestran la diferencia estructural entre ambos mercados. En Estados Unidos, el mercado de renta variable constituye una fuente de financiación central para la economía, mientras que, en la Unión Europea, las empresas dependen en gran medida de la financiación bancaria, factor que la CMU trata de corregir.

### 4.3. Entorno de tipos de interés y su impacto en la actividad de IPOs

#### 4.3.1. Política monetaria: Fed vs. BCE (2008–2024)

La política monetaria ha sido un factor determinante en la evolución de los mercados de capitales y la actividad de IPOs desde la crisis de 2008 hasta las fechas más recientes de las que se disponen datos. Tanto la Reserva Federal como el BCE han seguido trayectorias respecto a los tipos de interés similares en grandes líneas, pero cuyo impacto ha sido diferente sobre sus respectivos mercados.

**Fase 1: Crisis y tipos ultrabajos (2008-2015):** Tras la crisis de 2008, tanto la Fed como el BCE bajaron rápidamente los tipos de interés a mínimos históricos. Por un lado, la Fed llevo la tasa de fondos federal un rango de 0–0,25% entre 2008 y 2015, además de un programa masivo de QE (*Quantitative Easing*). Por otro lado, el BCE redujo progresivamente hasta el 0,05% en 2014 y en 2015, ejecutaría un programa de compra de activos. Este entorno de tipos de interés ultrabajos incentivó la búsqueda de rentabilidad

favoreciendo los activos de renta variable y propiciando condiciones idóneas para impulsar salidas a bolsa.

**Fase 2: Normalización gradual (2015-2019):** La Fed inició un ciclo de subidas de tipos en diciembre de 2015, llevándolos hasta rangos de 2,25–2,50% a finales de 2018. El BCE, en cambio, mantuvo los tipos en el 0% durante todo este periodo, reflejando la debilidad de la recuperación económica europea. En principio, los tipos bajos del BCE deberían haber favorecido los mercados de renta variable pero el efecto fue totalmente diferente debido a la brecha de tipos entre ambos lados del Atlántico, lo cual generaba un diferencial de rentabilidad que atrajo los flujos de capital hacia Estados Unidos. Los inversores globales veían que podían obtener tanto rendimientos superiores en los mercados de renta fija como valoraciones más atractivas dentro de la renta variable, impulsadas por el auge tecnológico. Los tipos bajos europeos reflejaban la debilidad de sus economías, un crecimiento pobre y unas expectativas empresariales mermadas poco atractivas. De esta forma, el capital que tendría que haber ido a parar a los mercados europeos, acabó al otro lado del Atlántico o permaneciendo en los depósitos bancarios, reforzando aún más la brecha entre ambos mercados.

**Fase 3: Pandemia y nueva relajación (2020-2021):** La pandemia del COVID-19 provocó una vuelta a los tipos ultrabajos que ya habíamos visto en 2008. La Fed redujo su tipo al 0–0,25% en marzo de 2020, mientras que el BCE mantuvo su tipo en el 0% y amplió sustancialmente su programa de compra de activos (PEPP). Este escenario de liquidez extrema impulsó un auge nunca antes visto en las salidas a bolsa a nivel global. En 2021, los volúmenes superaron los 450.000 millones de dólares, máximo histórico (EY Global IPO Trends, 2022).

**Fase 4: Endurecimiento agresivo (2022-2023).** Como consecuencia del conflicto ruso-ucraniano en 2022, la inflación se disparó y llevó a ambos bancos centrales a tomar gruesas medidas e iniciar un ciclo de subidas agresivas de tipos. La Fed subió su tipo hasta un rango de 5,25–5,50% entre marzo de 2022 y julio de 2023, mientras que el BCE elevó su tipo de depósito del -0,50% al 4,00% en el mismo periodo. Como consecuencia, la actividad de IPOs cayó un 60% entre 2021 y 2022, y otro 30% en 2023 hasta los 126.100 millones de dólares en términos de volumen (EY Global IPO Trends, 2024; White & Case, 2024). Los tipos elevados endurecieron la actividad y redujo la liquidez

de los inversores, encareciendo las valoraciones y haciendo que las empresas postergaran sus salidas a bolsa hasta que el entorno fuera más apropiado.

**Fase 5. Inicio de ciclo de bajadas (2024-2025):** La Fed inició un ciclo de recortes de tipos a partir de septiembre de 2024, mientras que el BCE comenzó a reducir sus tipos en junio de ese mismo año. En 2024, el mercado global registró 1.215 operaciones por 121.200 millones de dólares (EY Global IPO Trends, 2024), y en 2025, los volúmenes globales captados se incrementaron un 39% hasta 171.800 millones de dólares (EY Global IPO Trends, 2026).

#### **4.3.2. Impacto diferencial sobre la actividad de IPOs**

La relación entre los tipos de interés y la actividad de IPOs se manifiesta de forma clara con los datos. Durante periodos de tipos bajos, la actividad se dispara mientras que las subidas agresivas provocan fuertes caídas en la actividad. Sin embargo, el impacto en las regiones analizadas es asimétrico.

En Estados Unidos, el mercado de IPOs ha mostrado una mayor resiliencia y capacidad de recuperación. En 2024, las Américas registraron 205 IPOs por 33.100 millones de dólares en volúmenes, su nivel más alto desde 2021 (EY Global IPO Trends, 2024). No sólo eso, sino que el 55% de las salidas a bolsa que hubo correspondieron a empresas extranjeras, lo que demuestra el atractivo único del mercado de capitales norteamericano. En 2025, el número de salidas a bolsa y los volúmenes de estas aumentaron un 26% y un 52% respectivamente (EY Global IPO Trends, 2026).

Mientras en Europa estaba ocurriendo una evolución diferente. En 2024, la región EMEIA (Europa, Oriente Medio, India y África) lideró el mercado global por número de operaciones (522 salidas a bolsa, 53.200 millones de dólares), pero es importante notar que estas cifras incluyen India y Oriente Medio, que aportaron un volumen significativo. El componente estrictamente europeo fue menor, e India superó a Europa en número de OPV por primera vez en la historia (EY Global IPO Trends, 2024). La cuota de mercado de EMEIA por número de operaciones pasó del 30% en 2014 al 45% en el primer semestre de 2024, pero este crecimiento ha sido impulsado mayoritariamente por India y los mercados emergentes de la región, no por la UE en sentido estricto (EY Global IPO Trends Q2, 2024).

#### 4.4. Análisis comparado de IPOs: EE.UU. vs UE

##### 4.4.1. Actividad global: el ciclo de auge y caída

El volumen de salidas a bolsa es el indicador más directo sobre la actividad del mercado primario de renta variable. A nivel global, la actividad de IPOs ha seguido un ciclo muy marcado en el periodo que hemos ido analizando. Ya hemos respondido a la lógica de por qué esto ocurre, pero necesitamos poner cifras. En 2020 se registraron 1.452 IPOs equivalentes a 271.300 millones de dólares en volumen. En 2021, se alcanzó el máximo histórico, con 2.436 IPOs y 459.900 millones de dólares, impulsado por la liquidez extrema derivada de las políticas de tipos cero y la expansión cuantitativa masiva. A partir de 2022, el endurecimiento monetario provocó una caída drástica: 1.415 IPOs y 184.300 millones en 2022, seguidos de 1.351 IPOs y 126.100 millones en 2023. En 2024, el mercado registró 1.215 IPOs por 121.200 millones, ligeramente por debajo de 2023. Finalmente, en 2025, los volúmenes globales se recuperaron un 39% hasta 171.800 millones de dólares con 1.293 operaciones (EY Global IPO Trends, 2024; EY Global IPO Trends, 2026).

Año	Nº IPOs global	Volumen (\$bn)	Var. volumen YoY	Tamaño medio (\$M)
2020	1.452	271,3	—	186,8
2021	2.436	459,9	69,50%	188,8
2022	1.415	184,3	-59,90%	130,2
2023	1.351	126,1	-31,60%	93,3
2024	1.215	121,2	-3,90%	99,8
2025	1.293	171,8	41,70%	132,9

Tabla 1: Actividad global de IPOs (2020–2025). Fuentes: EY Global IPO Trends (varios años).

Ahora procederemos a realizar una comparación entre ambas regiones desde la época del COVID, donde comenzó el boom de las IPOs. En 2021, se registraron 416 salidas a bolsa con unos volúmenes de 155,8 miles de millones de USD. Al año siguiente, la situación se

altera drásticamente con caídas de casi el 80% en el número de operaciones y con una variación negativa del 94% en términos de volumen. En 2023, crece un 47% el número de IPOs respecto a los datos del año anterior y el número de *proceeds* experimenta un impulso hasta los 22,2 miles de millones de USD. En 2024, se registraron 183 IPOs, un 44% más que el año anterior recaudando 32,8 miles de millones en volúmenes, un 47% más que el año anterior. En 2025, el mercado estadounidense continuó su recuperación, con un aumento del 26% en número de IPOs y del 52% en volumen respecto a 2024. Este último año, las operaciones se orientaron hacia operaciones de mayor tamaño y mayor calidad, con un dominio de los sectores de inteligencia artificial (IA), activos digitales y defensa.

La situación en Europa es completamente diferente. En 2021, se registraron 503 IPOs que recogieron un total de 81,2 miles de millones en volumen. Como ocurrió en el otro lado del charco, el número de operaciones cayó hasta las 149 y un descenso del volumen hasta los 18 mil millones de USD, un -70% y -78% de respecto al año anterior. En 2023, se realizaron 136 operaciones de un volumen total de 13 mil millones de USD. Al año siguiente, se registraron 125 operaciones cuyo volumen ascendería hasta los 19,1 mil millones, un 41% de subida YoY (*Year on Year*). La estabilización de la economía, el descenso en los precios energéticos, la moderación de la inflación y el aumento sostenido de las ganancias han sido los factores que han impulsado el mercado europeo de ofertas públicas iniciales. La inflación se ha acercado al objetivo del 2 % gracias a la disminución de los precios de los servicios públicos y a las reducciones en las tasas del BCE, lo cual ha fortalecido la confianza. Pese a la incertidumbre provocada por las tensiones geopolíticas, los cambios normativos y las alteraciones en las políticas, el STOXX Europe 600 ha alcanzado niveles históricos máximos y de volatilidad moderados, lo que ha generado condiciones ideales. (EY IPO Global Trends, 2024).

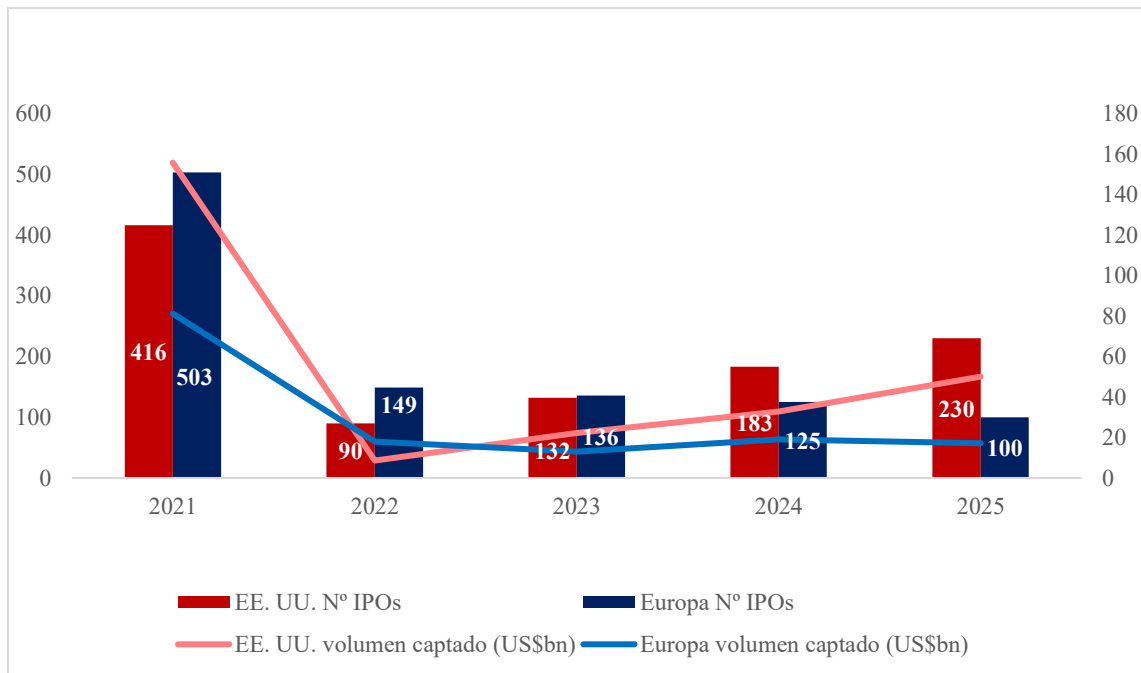


Figura 3: Actividad de IPOs en Estados Unidos y Europa (2021–2025). Fuentes: Elaboración propia a partir de EY Global IPO Trends 2022, EY Global IPO Trends 2024 y EY Global IPO Trends 2025.

#### 4.5. Underpricing y rendimiento posterior y reflejo en el sector de REITs

Según los datos de Ritter (actualizados a diciembre de 2025), el *underpricing* medio en EE.UU. muestra una elevada sensibilidad al ciclo del mercado. En 2021 (época de auge de IPOs), el retorno medio del primer día fue del 32,1%, impulsado por la elevada demanda de inversores, la elevada liquidez existente y valoraciones elevadas. En 2022, pese al colapso de actividad de IPOs, el *underpricing* medio se elevó hasta el 49,9%, aunque sobre una muestra mucho más reducida de solo 38 operaciones. En 2023, el retorno inicial se moderó hasta el 11,9% en 54 IPOs, mientras que en 2024 se situó en el 15,3% y en 2025 volvió a repuntar hasta el 29,3% con 90 operaciones. Para el conjunto promedio 1980-2025, se calcula un *underpricing* medio del 19% en las IPOs estadounidenses incluidas en su muestra (Ritter, 2026).

Esta evolución confirma que la infravaloración inicial no es un fenómeno constante, sino que varía en función del ciclo bursátil, la composición sectorial de las empresas que salen a bolsa, el apetito inversor y el tamaño de la muestra anual. En años de gran actividad, como el 2021, el *underpricing* muestra la presión que ejerce la demanda y la competencia por acceder a emisiones recientes. En años con menos actividad, por ejemplo, en 2022, la muestra puede estar compuesta predominantemente por operaciones limitadas que tienen propiedades particulares, lo cual incrementa la volatilidad del promedio. Por eso, es

necesario analizar el *underpricing* en conjunto con la cantidad de operaciones y el contexto macrofinanciero de cada año.

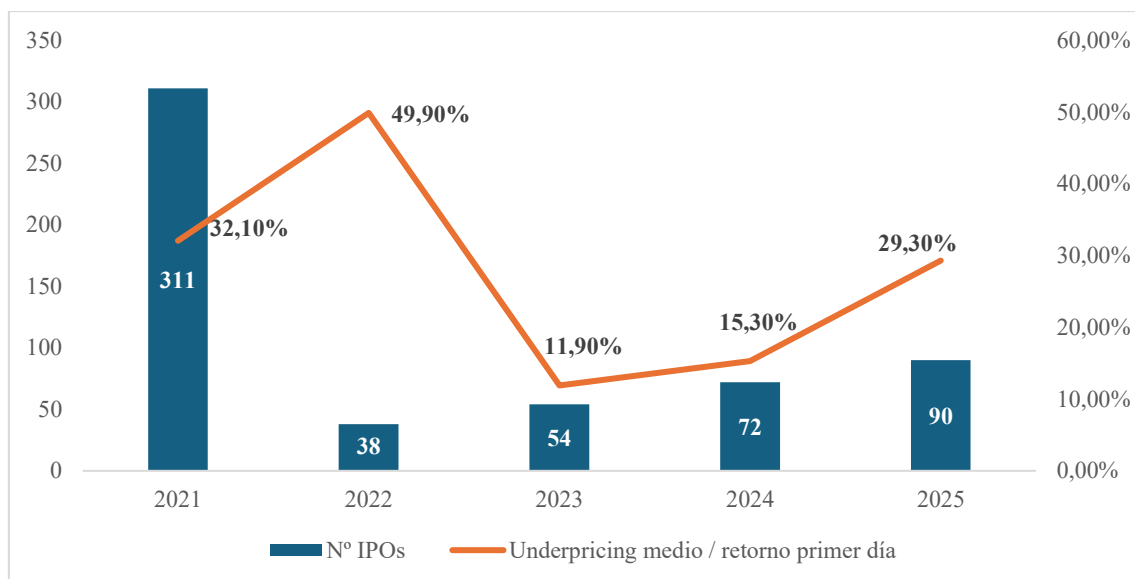
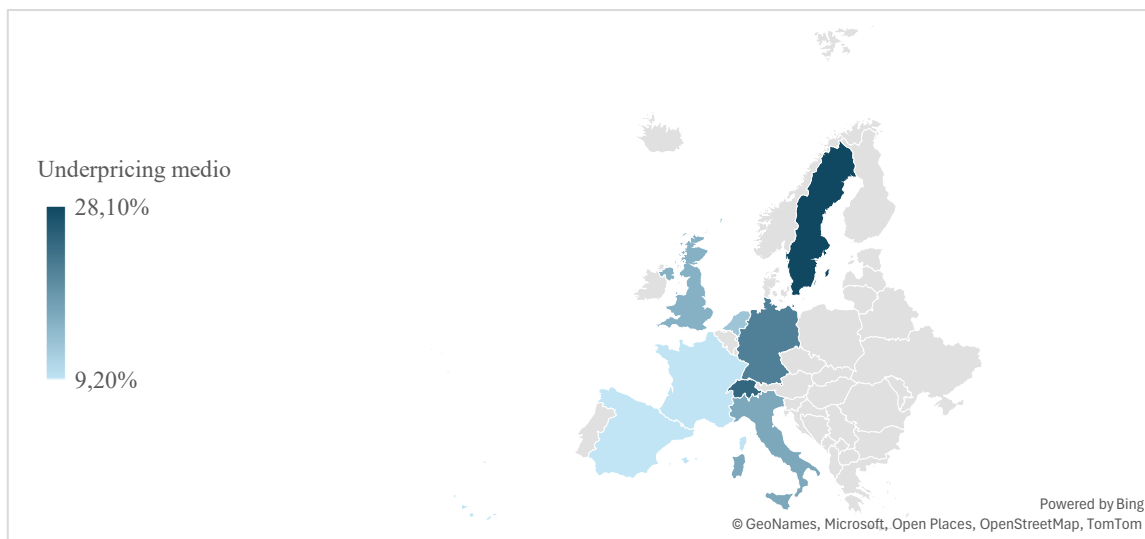


Figura 4: Evolución *underpricing* medio de IPOs en Estados Unidos (2021-2025). Fuentes: Elaboración propia a partir de Ritter (2026) y Loughran, Ritter y Rydqvist (2026). Nota: El *underpricing* se mide como el retorno inicial medio de las IPOs. Número de IPOs en función de la muestra del estudio.

Respecto a Europa, la base de datos Loughran, Ritter y Rydqvist proporciona información sobre el *underpricing* medio de las IPOs en 55 países. Los datos demuestran que los mercados europeos presentan una gran heterogeneidad, por lo que no puede afirmarse que el *underpricing* europeo sea siempre inferior al estadounidense. En la actualización de marzo de 2026, Estados Unidos registra un *underpricing* medio histórico del 17,7% para el periodo 1960–2025. Frente a este dato, algunos mercados europeos presentan niveles inferiores, como Francia (9,3%), España (9,2%), Países Bajos (13,0%), Reino Unido (15,5%) e Italia (16,5%). Sin embargo, otros mercados europeos muestran niveles superiores, como Alemania (21,3%), Suecia (28,1%) y Suiza (24,4%).

Esta evidencia demuestra que el mercado europeo de IPOs no puede analizarse como un bloque homogéneo, sino como un conjunto de mercados nacionales con características únicas institucionales, regulatorias y de liquidez diferenciadas (Loughran et al., 2026).



*Figura 5: Underpricing medio en Europa. Fuente: elaboración propia a partir de Ritter (2026) y Loughran, Ritter y Rydqvist (2026). Nota: El underpricing se mide como el retorno inicial medio de las IPOs. Los datos proceden de muestras nacionales con periodos temporales distintos, por lo que deben interpretarse como una comparación estructural de largo plazo, no como una media homogénea anual de la Unión Europea.*

#### **4.5.1. Evidencia en Estados Unidos y Europa**

Según un análisis del Bocconi Students Investment Club (2022), basado en una nota de Goldman Sachs, la mediana de las IPOs estadounidenses ha tendido a rendir por debajo del índice Russell 3000 durante el primer año posterior a la emisión en todos los subperiodos analizados desde 1995. El periodo entre 2020-2022 fue bastante negativo, con una infrarentabilidad mediana de 46 puntos porcentuales frente al índice. Esta evolución se explica por la rotación de los inversores desde compañías de crecimiento hacia compañías *value*, así como la mayor sensibilidad de muchas empresas recién salidas a bolsa a la negativa situación macroeconómica y la subida de tipos de interés (Bocconi Students Investment Club, 2022).

En el caso de Europa, se realiza el mismo análisis, pero para una muestra de 41 IPOs entre 2017-2022 con un volumen superior a 500 millones de euros, comparando su rendimiento del primer año con el índice STOXX Europe 600. Los resultados demuestran que las IPOs europeas entre 2017-2019 superaron al mercado en 11,4% en mediana y un 23% en media. Esta diferencia refleja el deterioro de la situación del mercado tras el *boom* del 2021.

Tres de las mayores IPOs europeas de 2021 ilustran esta dinámica. Wise, fintech británica, salió a cotizar con una capitalización de 8.750 millones de libras y en octubre de 2022

había reducido su capitalización hasta 7.100 millones. Oatly, compañía sueca de bebidas vegetales, pasó de un precio de salida de 17 dólares por acción a cotizar en torno a 2,1 dólares. Deliveroo, por su parte, cayó un 26% en su primer día de cotización y posteriormente acumuló una caída mucho mayor frente a su valoración inicial (Bocconi Students Investment Club, 2022).

La evidencia de Ritter refuerza la existencia de un problema de rendimiento a largo plazo de las IPO en el mercado estadounidense, aunque con matices en función del año, el sector y el tipo de empresa. Ritter muestra que las IPOs estadounidenses realizadas entre 1980 y 2024 han obtenido, durante los cinco años posteriores a la emisión, una rentabilidad media anual inferior en 3,6 puntos porcentuales a la de empresas comparables por tamaño. De esta forma, el rendimiento inferior a largo plazo no debe entenderse como una regla mecánica fija aplicable a todas las IPOs, sino como una tendencia empírica que varía en función del ciclo del mercado, la composición sectorial y la calidad de las empresas que salen a bolsa (Ritter, 2026).

#### **4.5.2. Cotizaciones transfronterizas: el efecto de atracción estadounidense**

Un dato relevante es la tendencia creciente de las empresas a cotizar fuera de su mercado nacional, y en particular la especial atracción del mercado estadounidense sobre los emisores internacionales. Según EY, las cotizaciones transfronterizas aumentaron de 83 operaciones en 2023 a 113 en 2024. Estados Unidos fue con diferencia el principal destino de estas operaciones, recibiendo 101 cotizaciones transfronterizas, casi el 90% del total mundial. En 2024 el 55% de las cotizaciones públicas en Estados Unidos correspondieron a emisores extranjeros, un máximo histórico reciente que confirma el atractivo internacional de sus mercados de capitales (EY IPO Global Trends, 2024).

Esto demuestra la capacidad del mercado de capitales estadounidense para atraer emisores internacionales gracias a una combinación de factores como una mayor liquidez, valoraciones más favorables, múltiplos bursátiles más elevados y una base inversora más amplia y especializada. En el caso de Europa, los menores niveles relativos de valoración siguen siendo preocupantes y han llevado a diferentes empresas a retrasar sus salidas a bolsa o plantearse su índice de cotización fuera de los mercados europeos donde hubiera condiciones más favorables.

La atracción estadounidense evidencia la existencia de un mercado de capitales más profundo, líquido e internacionalizado, mientras que la Unión Europea continúa enfrentándose a problemas de fragmentación, menor escala, menor liquidez y una base inversora más limitada. Esta dinámica constituye un indicador relevante de las dificultades del mercado europeo para competir como plataforma global de financiación vía *equity*.

#### 4.5.3. Registro IPOs en los últimos diez años en bolsas americanas y europeas

Las teorías sobre el rendimiento inferior a largo plazo de las IPOs expuestas en el marco teórico predicen que las acciones de las empresas que salen a bolsa tienden a mostrar un rendimiento inferior al del índice de referencia al que salen a cotizar en los 3 a 5 años posteriores a su salida. Para contrastar esta teoría expuesta por Ritter, en este apartado trataré de examinar las diez mayores IPOs realizadas en Estados Unidos y Europa entre 2019 y 2025 donde analizaré su rendimiento posterior y comprobar si este patrón se replica en los REITs durante el mismo periodo.

La siguiente tabla recoge las diez mayores IPOs que hubo en la bolsa americana entre 2019 y 2025, donde observamos el capital captado junto con su rendimiento aproximado entre su precio de salida en la IPO y el precio de cierre de año en 2025.

Empresa	Año	Vol. (\$M)	Sector	Precio OPV	Precio dic. 2025	Rendimiento
Uber (UBER)	2019	8.100	Tecnología/transporte	\$45	\$81,71	+81,60%
Airbnb (ABNB)	2020	3.490	Tecnología/turismo	\$68	\$135,72	+99,60%
DoorDash (DASH)	2020	3.370	Tecnología/delivery	\$102	\$226,48	+122,00%
Rivian (RIVN)	2021	11.900	Vehículos eléctricos	\$78	~\$19,71	-74,70%
Coupang (CPNG)	2021	4.550	Comercio electrónico	\$35	\$24,05	-31,30%
DiDi Global (DIDI / DIDIY)	2021	4.400	Movilidad/ride-hailing	\$14	\$5,28	-62,30%

ARM Holdings (ARM)	2023	4.870	Semiconductores	\$51	\$109,31	+114,30%
Kenvue (KVUE)	2023	3.800	Consumo/salud	\$22	\$17,25	-21,60%
Lineage (LINE)	2024	4.450	REIT/almacenamiento refrigerado	\$78	\$35,00	-55,10%
Medline (MDLN)	2025	6.260	Salud/suministros médicos	\$29	~\$42,00	+44,80%

*Tabla 2: Las diez mayores OPV en bolsas estadounidenses (2019–2025). Fuentes: Elaboración propia a partir de comunicados corporativos, Reuters, S&P Global Market Intelligence, Yahoo Finance y Macrotrends. Nota: El volumen captado corresponde al importe inicial de la OPV, sin homogeneizar siempre el ejercicio posterior de la opción de sobreasignación. DiDi se incluye porque fue una OPV en la NYSE en 2021, aunque posteriormente dejó de cotizar en dicha bolsa y pasó al mercado OTC bajo el ticker DIDY.*

Esta tabla revela un patrón consistente con la teoría que hemos estado analizando, pero con matices relevantes en función del periodo de la emisión. Las IPOs realizadas durante los años de auge (2020 – 2021) presentan resultados muy diferentes entre ellas. Por un lado, Rivian, la mayor OPV del periodo con 11.900 millones de dólares captados, perdió más del 75% de su valor, mientras que Airbnb y DoorDash han registrado revalorizaciones muy significativas desde su salida a bolsa, con rendimientos del 99,6% y del 122,0%, respectivamente. Sin embargo, la mayoría de las mega IPOs sufrió de correcciones importantes confirmando la teoría de que las empresas que salen a bolsa en medio de un periodo de euforia bursátil tienden a obtener rendimientos inferiores al mercado.

Las IPOs realizadas entre 2023 y 2025 son realizadas en un entorno de mayor disciplina y con valoraciones más ajustadas y debido a ello muestran un comportamiento diferente. ARM Holdings (+114,3%) y Medline (+44,8% desde su IPO en 2025) registran fuertes revalorizaciones, lo que sugiere que el mercado ha discriminado a favor de empresas con modelos de negocio sólidos y ventajas competitivas claras.

Esta tabla recoge las diez mayores IPOs realizadas en bolsas europeas en el mismo periodo:

Empresa	Año	Volumen captado	Bolsa	Sector	Precio OPV	Precio dic. 2025	Rendimiento
JDE Peet's	2020	€2.587M	Ámsterdam	Consumo/café	€ 31,50	~€31,85 por oferta de adquisición	+1,1% aprox.
Allegro	2020	€2.318M	Varsovia	Comercio electrónico	PLN 43	~PLN 31–32	aprox. -25% / -30%
InPost	2021	€3.220M	Ámsterdam	Logística/paquetería	€ 16,00	€ 10,47	-34,60%
Volvo Cars	2021	€2.315M	Estocolmo	Automoción	SEK 53	SEK 30,70	-42,10%
Vantage Towers	2021	€2.217M	Fráncfort	Torres telecom.	€ 24,00	Excluida de bolsa en 2023 tras oferta a €32	+33,3% hasta la oferta
Porsche AG	2022	€9.400M	Fráncfort	Automoción/lujo	€ 82,50	~€45–50	aprox. -40% / -45%
Puig	2024	€2.740M	Madrid	Belleza/lujo	€ 24,50	€ 14,87	-39,30%
Galderma	2024	CHF 2.300M	Zúrich	Dermatología/salud	CHF 53	~CHF 165–170	superior a +200%
CVC Capital Partners	2024	hasta €2.300M	Ámsterdam	Capital privado	€ 14,00	~€13–15	aprox. plano / ligeramente positivo
Verisure	2025	€3.200M	Estocolmo	Seguridad/servicios	€ 13,25	~€13–14	aprox. estable / ligeramente positivo

*Tabla 3: Las diez mayores OPV en bolsas europeas (2019–2025). Fuentes: Elaboración propia a partir de PwC IPO Watch Europe, comunicados corporativos, Reuters, Euronext, BME, SIX, Nasdaq Stockholm, Deutsche Börse y datos históricos de mercado. Nota: Se excluyen cotizaciones directas sin captación de capital, como Wise, y se distingue el caso de Vantage Towers, que fue excluida de bolsa en 2023 tras una oferta pública de adquisición.*

En Europa la situación es muy diferente. La mayor IPO del periodo analizado es Porsche AG, que captó 9.400 millones de euros en la bolsa de Fráncfort en 2022, pero que ha perdido más de un 40% de su valor. Puig, la mayor IPO española de esta década, salió en

2024 a la Bolsa de Madrid captando 2.740 millones de euros, pero que acumula más de un casi otro 40% de pérdida a cierre de 2025.

De nuevo durante el periodo de 2020 y 2021, vemos que el auge de las salidas a bolsa no garantizó rendimientos positivos posteriores. InPost, Allegro y Volvo Cars cotizaban a cierre de 2025 por debajo de sus precios de IPO, mientras que Vantage Towers constituye un caso particular, ya que fue excluida de bolsa en 2023 tras una oferta pública de adquisición a 32 euros por acción, lo que impide compararla como una compañía cotizada ordinaria hasta 2025.

Las operaciones de 2024 y 2025 muestran una mayor dispersión. Nos encontramos con casos como Galderma, la cual registró una revalorización extraordinaria desde su IPO impulsada por la demanda estructural del sector dermatológico y de la medicina estética, o Verisure y CVC quienes presentaron una evolución más moderada.

Las compañías expuestas a sectores con demanda estructural clara, márgenes sólidos o eventos corporativos favorables han mostrado un mejor comportamiento, mientras que las empresas más dependientes del ciclo, de valoraciones exigentes o de expectativas de crecimiento elevadas han sufrido mayores correcciones. Lo que sugiere este patrón es que el mercado europeo de IPOs es más selectivo, menos profundo y más sensible a la calidad del emisor, a la liquidez existente y al contexto macroeconómico.

#### 4.5.4. ¿Se refleja el patrón en el sector de REITs y SOCIMIs?

Veamos ahora las principales IPOs del sector inmobiliario para comprobar si el patrón se repite en esta industria en específico:

Empresa	Año	Volumen captado	Bolsa	Subsector	País	Precio OPV	Precio dic. 2025	Rendimiento
Paramount Group (PGRE)	2014	\$2.600M	NYSE	REIT/oficinas	EE.UU.	\$17,50	\$6,60	-62,30%
Merlin Properties	2014	€1.250M	BME	SOCIMI/diversificado	España	€ 10,00	€ 12,43	+24,30%
Hispania	2014	€500–550M	BME	SOCIMI/hoteles-diversificado	España	€ 10,00	€18,25*	+82,50%

Lar España / Helios RE	2014	€400M	BME	SOCIMI/comercial	España	€ 10,00	€8,30*	-17,00%
Americold (COLD)	2018	\$834M	NYSE	REIT/almacenamiento refrigerado	EE.UU.	\$16,00	\$12,86	-19,60%
Lineage (LINE)	2024	\$5.100M	Nasdaq	REIT/almacenamiento refrigerado	EE.UU.	\$78,00	\$35,00	-55,10%
American Healthcare REIT (AHR)	2024	\$772,8M	NYSE	REIT/sanitario	EE.UU.	\$12,00	\$46,81	+290,10%

*Tabla 4: Principales OPV de REITs y SOCIMIs. Fuentes: Elaboración propia a partir de S&P Global Market Intelligence, Nareit, comunicados corporativos, CNMV, BME, EPRA, Yahoo Finance, Macrotrends y StockAnalysis. Nota: En Hispania y Lar España no se utiliza una cotización ordinaria a 31/12/2025, ya que ambas compañías fueron objeto de operaciones corporativas. En Hispania se emplea como referencia el precio final de la OPA de Blackstone en 2018. En Lar España se emplea como referencia el precio de la OPA de Helios RE en 2024. Las cifras de volumen captado se expresan en la moneda original de cada operación y pueden variar según se incluya o no la opción de sobreasignación o greenshoe.*

Los datos de la tabla muestran que el rendimiento posterior de las principales IPOs en el sector inmobiliario cotizado ha sido muy heterogéneo a cierre de 2025. En Estados Unidos, Lineage, la mayor IPO de un REIT realizada hasta la fecha, captó 5.100 millones de dólares en 2024, incluyendo la opción de sobreasignación. No obstante, su acción terminó el 2025 en 35 dólares, después de haberse cotizado a un precio de OPV de 78 dólares. Esto significa que hubo una bajada del 55,1% aproximadamente. Paramount Group muestra un desarrollo igualmente negativo: tras captar cerca de 2.600 millones de dólares y salir a bolsa en 2014, con una referencia de cierre de 17,50 dólares por acción, la cifra se ubica en 6,60 dólares por acción para el cierre del año 2025. Sin embargo, el patrón no es uniforme, ya que American Healthcare REIT, que salió a bolsa en 2024 a 12 dólares por acción, cerró 2025 en torno a 46,81 dólares, lo que supone una revalorización aproximada del 290,1%.

En España, las SOCIMIs que salieron a mercado presentan trayectorias diferentes. Merlin Properties, la operación más importante del periodo logró captar 1.250 millones de euros y realizó su oferta pública a un precio de 10 euros por acción. Sin contar los dividendos, el precio se revalorizó un 24,3% y estaba en 12,43 euros a fines de 2025. Hispania es una situación diferente, porque Blackstone la compró en 2018 a través de una OPA cuyo valor

final llegó a ser de 18,25 euros por acción, lo que equivale a un aumento del 82,5% con respecto al precio inicial. En España, enfocada en activos comerciales, experimentó un desarrollo menos robusto: sus acciones comenzaron a cotizar en bolsa a 10 euros y la referencia de su OPA de 2024 fue de 8,30 euros, lo que representa una disminución del 17% con relación al precio inicial sin tener en cuenta los dividendos.

En conjunto, la evidencia no permite afirmar que todos los REITs y SOCIMIs sufran necesariamente un rendimiento inferior a largo plazo, pero sí una dispersión en los resultados. El rendimiento dependerá del subsector inmobiliario, del nivel de apalancamiento, la calidad de la cartera, la liquidez de la acción. Por ello, el sector inmobiliario reproduce el patrón general de las IPOs: el tamaño de la operación no garantiza un buen rendimiento bursátil posterior.

## **5. FOCO SECTORIAL — REITs (EE.UU.) vs. SOCIMIs (España/Europa)**

### **5.1. El mercado REIT en Estados Unidos: dimensión y características**

Un *Real Estate Investment Trust* (REIT), es una sociedad que posee, gestiona y financia activos reales que generan ingresos. Los REIT han proporcionado históricamente flujos de ingresos regulares, diversificación del riesgo y revalorización sobre el capital invertido a largo plazo. La mayoría de los REIT son sociedades cotizadas en bolsa, pero existen otros tipos de REIT a disposición de los inversores. Estos constituyen el segmento más desarrollado y líquido del mercado inmobiliario cotizado en bolsa a nivel mundial. Fueron creados en 1960 mediante el *REIT Act* y hoy en día, se han convertido en uno de los pilares del sistema financiero norteamericano.

La capitalización bursátil de los REITs estadounidenses ha experimentado un crecimiento exponencial de apenas 9.000 millones de dólares en 1990 a más de 1,4 billones en 2024. Una de las características únicas del mercado de los REITs norteamericanos es su diversidad sectorial:

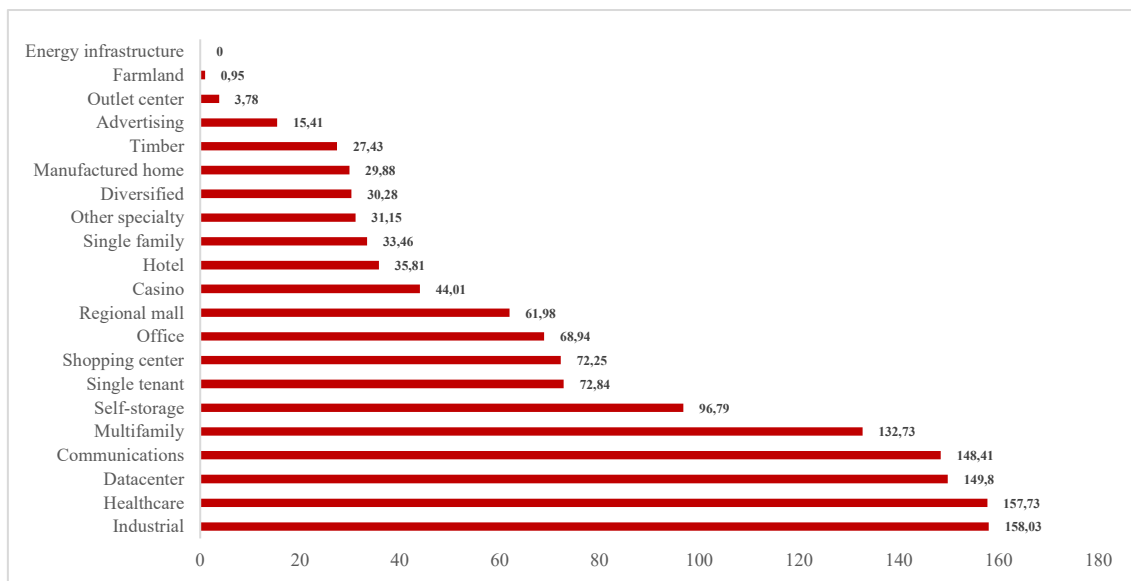


Figura 6: Capitalización bursátil agregada de REITs en Estados Unidos por sector (\$B). Fuente: Elaboración propia basado en datos de S&P Global Market Intelligence (2025)

Según datos de S&P Global Market Intelligence (2025), a cierre de 2024, los principales sectores por capitalización eran: industrial (\$158.000 millones, liderado por Prologis con \$97.900 millones), sanitario (\$157.700 millones), centros de datos (\$90.980 millones, Equinix como líder), torres de telecomunicaciones (\$85.710 millones, American Tower), residencial multifamiliar y *retail*. Debido a la demanda actual de servicios en la nube, Inteligencia Artificial, *streaming* y de servicios digitales, los sectores de centros de datos y telecomunicaciones han experimentado crecimientos significativos en el modelo REIT ya que han conseguido canalizar capital institucional hacia segmentos de inversión sobre activos inmobiliarios que no existían como clase de activo cotizado. Por otro lado, el sector de oficinas ha sufrido un desgaste importante tras la pandemia, perdiendo más del 50% de capitalización agregada entre 2019 y 2023, reflejo del gran impacto que ha tenido el teletrabajo post-pandemia sobre la demanda de espacios de oficinas (Statista, 2024).

## 5.2. El mercado de REITs en Europa: fragmentación y menor profundidad

### 5.2.1. Dimensión comparada

El mercado de sociedades inmobiliarias cotizadas europeo presenta un tamaño mucho menor al del mercado estadounidense. Según el EPRA Total Markets Table (Q4 2024), la UE cuenta con 186 REITs con una capitalización bursátil agregada de 104.000 millones de dólares, acompañados de 232 non-REITs (empresas inmobiliarias cotizadas sin estatus REIT). El sector inmobiliario cotizado en Europa Desarrollada (incluyendo Suiza y Reino

Unido) alcanza una capitalización de unos 424.000 millones de dólares, de los cuales el 61,5% está representado en el índice FTSE EPRA Nareit Developed Europe.

Los principales mercados europeos por capitalización en este sector son Suiza (\$96.000 millones), Alemania (\$73.400 millones), Reino Unido (\$67.900 millones), Suecia (\$64.400 millones) y Francia (\$57.200 millones) (EPRA Total Markets Table, Q4 2024).

El valor total del inmobiliario comercial o CRE (*Commercial Real Estate*) en Europa Desarrollada es de casi 10 billones de USD y el sector cotizado representa apenas el 4,3% de ese total, frente al 10% que representa en EE.UU., donde el CRE se estima en 13,2 billones de USD y su sector de REITs en 1,3 billones de USD.

#### Size of the total commercial real estate market - Developed Markets

EPRA	Dec-24	Dec-24	Dec-24	Dec-24	Dec-24	Dec-24	Dec-24	Dec-24	Dec-24	Dec-24	Dec-24	Dec-24
	GDP per Capita (\$)	GDP (\$ Bln.)	Commercial Real Estate (\$ Bln.)	Total Listed Real Estate (\$ Bln.)	Number of Companies #	REITs Market Cap (\$ Bln.)	Of which REITs #	Non-REITs Market Cap (\$ Bln.)	Of which Non-REITs #	Stock Market Size (\$ Bln.)	Listed RE/Stock Market %	Listed RE / Total CRE %
Austria	59,225.15	540.89	231.51	2.86	5	-	-	2.86	5	142.49	2.01%	1.24%
Belgium	55,536.22	655.19	282.60	21.78	27	19.15	17	2.63	10	372.06	5.85%	7.71%
Denmark	68,897.55	409.99	182.77	1.91	8	-	-	1.91	8	738.60	0.26%	1.05%
Finland	55,127.00	308.06	134.76	3.22	6	-	-	3.22	6	259.76	1.24%	2.39%
France	47,358.56	3,130.01	1,356.05	52.75	44	49.85	27	2.90	17	2,927.98	1.80%	3.89%
Germany	54,290.94	4,591.10	1,988.51	73.39	46	2.31	6	71.08	40	2,400.75	3.06%	3.69%
Ireland	106,058.58	564.02	246.34	0.50	1	0.50	1	-	-	81.69	0.61%	0.20%
Italy	39,579.56	2,328.03	1,006.75	0.51	7	0.29	1	0.22	6	721.22	0.07%	0.05%
Luxembourg	131,384.16	88.56	38.73	-	-	-	-	-	-	13.14	-	-
Netherlands	63,749.90	1,142.51	493.74	2.32	4	2.27	3	0.05	1	959.20	0.24%	0.47%
Norway	94,659.92	526.95	236.48	4.51	8	-	-	4.51	8	331.82	1.36%	1.91%
Poland	23,013.88	844.62	303.55	5.60	30	-	-	5.60	30	195.78	2.86%	1.85%
Portugal	28,969.29	298.95	117.76	0.18	4	0.17	3	0.01	1	71.90	0.25%	0.15%
Spain	34,045.17	1,647.11	687.05	28.60	97	25.52	87	3.08	10	788.85	3.62%	4.16%
Sweden	58,528.52	623.05	274.16	64.36	49	-	-	64.36	49	992.65	6.48%	23.48%
Switzerland	105,668.98	938.46	398.65	96.04	57	-	-	96.04	57	1,999.54	4.80%	24.09%
United Kingdom	51,074.79	3,495.26	1,876.37	67.01	59	62.47	43	4.54	16	3,058.29	2.19%	3.57%
<b>Total Europe</b>		<b>22,132.75</b>	<b>9,855.80</b>	<b>425.54</b>	<b>452</b>	<b>162.52</b>	<b>188</b>	<b>263.02</b>	<b>264</b>	<b>16,055.72</b>	<b>2.65%</b>	<b>4.32%</b>

Tabla 5: Tamaño del mercado CRE en Europa. Fuente: EPRA Total Markets Table Q4-2024

### 5.3. Las SOCIMIs en España: un caso de estudio

#### 5.3.1. Marco legal y evolución

Las SOCIMIS (Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario) fueron introducidas mediante la Ley 11/2009 con el fin de dinamizar el mercado inmobiliario español y dotar de liquidez a las inversiones inmobiliarias. Sin embargo, las restricciones impuestas a estas sociedades en dicha legislación hicieron que esta figura resultara poco atractiva, y los primeros REIT no llegaron a España hasta finales de 2013, como consecuencia de la modificación de dicha ley en 2012. La Ley 16/2012 introdujo una mayor flexibilidad, condiciones menos restrictivas y ciertas ventajas fiscales para este tipo de sociedades, lo que condujo a la creación de estos vehículos de inversión en España (Castaño et al., 2019). Los requisitos principales incluyen un capital social mínimo de 5 millones de euros, la inversión de más del 80% en activos

inmobiliarios destinados al alquiler, la obtención de más del 80% de los ingresos del alquiler, sus acciones deben estar admitidas a negociación en un mercado regulado y la distribución de los beneficios se ejercerá de la siguiente forma:

- 1) El 100 por 100 de los beneficios procedentes de dividendos o participaciones en beneficios distribuidos por las entidades aptas (Ley 11/2009, 2009)
- 2) Al menos el 50 por ciento de los beneficios derivados de la transmisión de inmuebles y acciones o participaciones (Ley 11/2009, 2009)
- 3) Al menos el 80 por ciento del resto de los beneficios obtenidos. (Ley 11/2009, 2009)

El principal atractivo de las SOCIMI es su régimen fiscal dado que tributan al 0% sobre el Impuesto de Sociedades. No obstante, existen gravámenes especiales: 19% sobre determinados beneficios distribuidos y 15% sobre beneficios no distribuidos en ciertos supuestos.

### 5.3.2. Evolución y características del mercado

A cierre de 2025, existen 159 SOCIMIs en España, distribuidas entre los siguientes mercados: BME Growth (57 SOCIMIs, el 35,8% del total), Euronext Access (38, el 23,9%), BME Scaleup (37, el 23,3%), Portfolio Stock Exchange (24, el 15,1%) y el Mercado Continuo (3, el 1,9%). Esta distribución demuestra una fragmentación crucial del mercado inmobiliario cotizado sobre 5 mercados diferentes, lo cual tiene un impacto directo sobre la liquidez y dificulta la visibilidad del sector para los inversores institucionales.

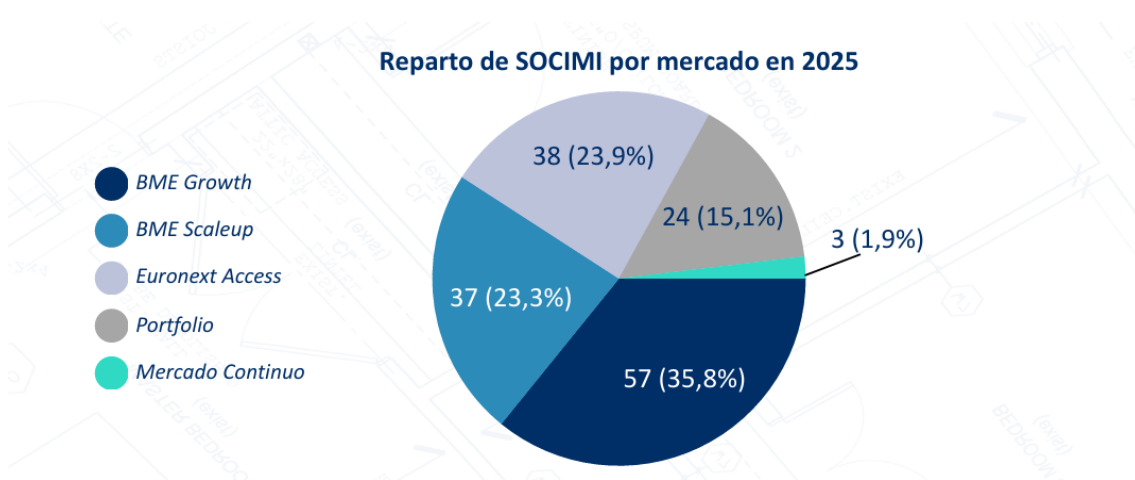


Figura 7: Distribución de las SOCIMIs por mercado de cotización (cierre 2025). Fuente: Armanext, X Estudio SOCIMI 2025.

A cierre de 2025, la capitalización total del sector se sitúa en 31.083 millones de euros, lo que supone un incremento del 18,7% respecto a 2024. Tras la leve caída registrada en 2023, el sector retoma una senda de crecimiento moderado. Este crecimiento interanual supera al de 2024, que quedó en 14% (Armanext, 2025).

El Mercado Continuo sigue siendo el principal mercado por capitalización con 11.438 millones de euros, aunque pierde peso de forma relativa respecto a los otros mercados, que pasa del 39 % en 2024 al 37 % en 2025. BME Growth mantiene un volumen elevado de 11.127 millones de euros, pero también reduce levemente su cuota del 40% al 36% (Armanext, 2025).

Además, destaca especialmente el crecimiento de BME Scaleup, donde vemos un crecimiento en tamaño de capitalización de 1.311 millones en 2024 a 2.919 millones en 2025, un aumento del 120%. Sin embargo, este crecimiento no se debe tanto a nuevas incorporaciones como a las migraciones desde otros mercados, un fenómeno que se analiza más adelante.

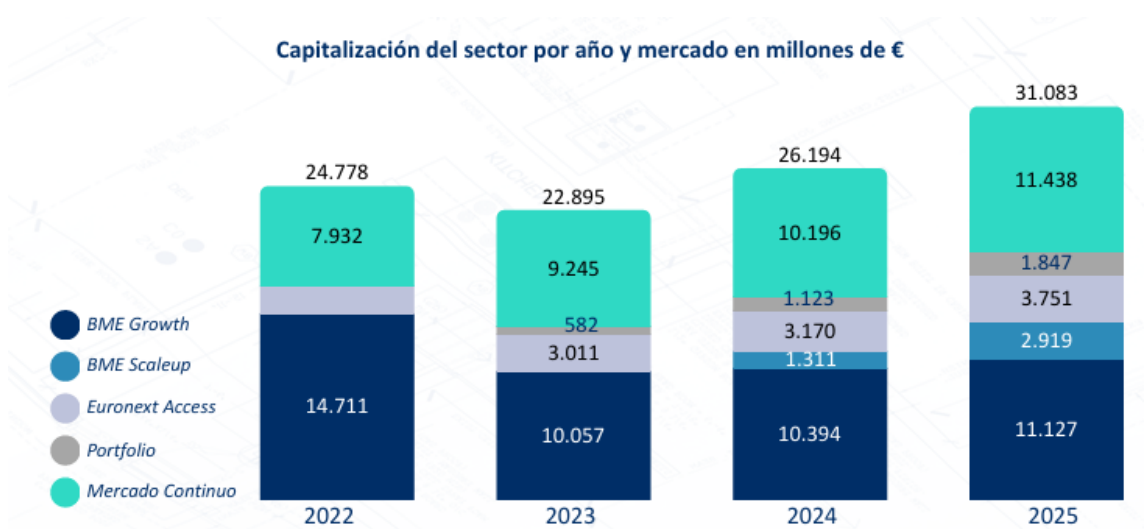


Figura 8: Capitalización del sector por año y mercado (cierre 2025). Fuente: Armanext, X Estudio SOCIMI 2025.

Un dato significativo es la concentración de la capitalización. Las 3 SOCIMIs más grandes en el Mercado Continuo: Merlin Properties, Inmobiliaria Colonial y, hasta su migración a BME Scaleup, Lar España, acumulan 11.438 millones de euros, el 37% del total del sector. El BME Growth concentra otros 11.127 millones (36%). Esto quiere decir que el 73% de la capitalización total se concentra en dos mercados que albergan solo 60

de las 159 SOCIMIs. Las 99 SOCIMIs restantes, repartidas entre Euronext Access, BME Scaleup y Portfolio Stock Exchange, suman los 8.517 millones restantes (27%).

En 2025 se incorporan 21 nuevas SOCIMIs a las distintas plataformas frente a las 31 incorporaciones de 2024 (año récord) y las 9 de 2023. Por mercados, 9 SOCIMIs se incorporaron a Portfolio Stock Exchange, 8 a BME Scaleup y 4 a Euronext Access. No hubo nuevas incorporaciones en BME Growth ni en el Mercado Continuo.

El valor total de los activos de las nuevas SOCIMIs incorporadas ascendió a 2.052 millones de euros, una cifra prácticamente igual a la de 2024 (2.100 millones). Para situar estos datos en perspectiva, las máximas incorporaciones se produjeron entre 2016 y 2018, cuando el sector superó los 5.000 millones de euros anuales en nuevos activos incorporados. El volumen de 2025 demuestra que el mercado es mucho más moderado, selectivo y maduro, donde el crecimiento no proviene ya tanto del número de nuevas incorporaciones al mercado sino de la calidad y el tamaño de las operaciones.

Uno de los fenómenos más relevantes fue la intensificación de la actividad corporativa. Se registraron 10 migraciones de SOCIMIs hacia BME Scaleup, con un valor agregado de 2.605 millones de euros, frente a solo 2 migraciones en 2024. La operación más significativa fue la migración de Lar España desde el Mercado Continuo a BME Scaleup, con un valor de activos de 1.339 millones de euros (el 51% de los activos migrados). Junto a Lar España, destaca la migración de Saint Croix Holding Immobilier (866 millones de euros). Además, se produjeron dos fusiones relevantes: JSS Real Estate absorbió a Árima Real Estate (ambas controladas por el banco suizo J. Safra Sarasin), y Vitruvio Real Estate adquirió Mercal Inmuebles.

Estas operaciones revelan una tendencia de consolidación en el sector. Las SOCIMIs de menor tamaño están siendo integradas para crear plataformas mucho más grandes y profesionalizadas, las estructuras societarias se simplifican (menos vehículos, de mayor tamaño) y la concentración accionarial aumenta en manos de inversores institucionales.

Por otro lado, debemos destacar el perfil de inversión extranjera que existe en el sector. A cierre de 2025, la inversión extranjera mantiene un peso muy relevante en el sector SOCIMI, aunque con comportamientos diferenciados por mercado. En BME Growth, el capital extranjero representa el 65% del total (5.141 millones de euros), frente al 35% de inversión nacional (2.826 millones de euros), consolidando a este mercado como principal vía de entrada de capital internacional. Una situación similar se observa en

Euronext Access, donde la inversión extranjera alcanza el 76% del total (2.219 millones de euros), frente al 24% de capital español (699 millones de euros) (Armanext, 2025).

Sin embargo, BME Scaleup presenta un perfil totalmente diferente. En este mercado, la inversión nacional concentra el 93% del total (2.468 millones de euros), mientras que la inversión extranjera se limita al 7% (189 millones de euros). (Armanext, 2025).

Este patrón confirma que frente a BME Growth y Euronext Access, más orientados a la captación del capital internacional, BME Scaleup se consolida como un mercado doméstico fundamental, enfocado en canalizar inversión española hacia activos inmobiliarios en España.

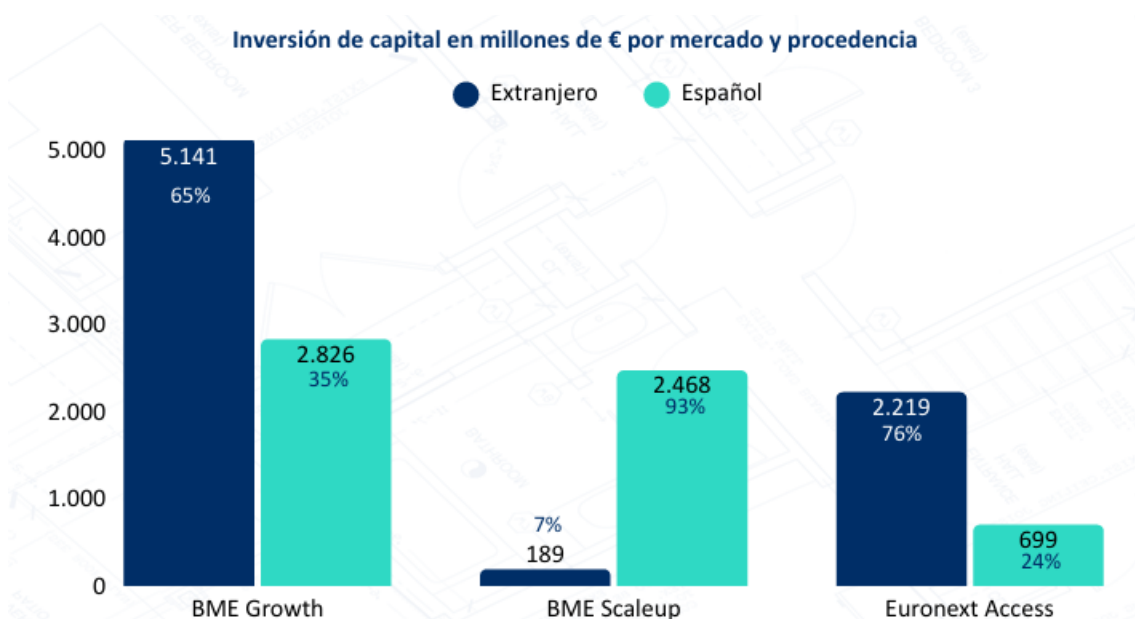


Figura 9: Inversión de capital por mercado y procedencia (cierre 2025). Fuente: Armanext, X Estudio SOCIMI 2025.

Con todos estos datos, se identifican diferentes tendencias que marcan la evolución del sector en España:

En primer lugar, el sector ha entrado en una fase de madurez. Tras más de una década desde la consolidación de la normativa y el gran ciclo de constitución de SOCIMIs (2016–2019), una parte relevante del capital ha alcanzado sus objetivos de rentabilidad. Es decir, el mercado está girando hacia la rotación: ventas, fusiones, reorganizaciones societarias y liquidaciones ordenadas. Esto no es un síntoma de agotamiento del sector, sino que esto indica que el modelo de SOCIMIs ha funcionado.

En segundo lugar, destaca el predominio del sector residencial en alquiler, el cual concentró el 22% de la inversión inmobiliaria en España, seguido del sector hotelero con un 15%. Además, la inversión inmobiliaria total en España alcanzó los 17.000 millones de euros en 2025, un 30% más que el año anterior.

En tercer lugar, la estabilidad regulatoria no muestra indicios de que haya reformas sustantivas en el corto plazo en esta categoría de mercado. Esto puede ser considerado como un factor positivo para el inversor: la ausencia de cambios reduce el riesgo regulatorio y refuerza la confianza del capital, especialmente del internacional. Al mismo tiempo, retrasa reformas como la posible inclusión de bienes rústicos en el objeto social de las SOCIMIs (las denominadas «SOCIMIs agrícolas»).

Por último, la llegada de vehículos inmobiliarios cotizados latinoamericanos (FIBRAS) a mercados europeos como una tendencia emergente, especialmente desde México, Perú y Brasil, atraídos por los estándares europeos de gobernanza y el acceso a inversores en euros.

## **6. FACTORES EXPLICATIVOS DE LA BRECHA UE–EE.UU.**

Durante los apartados anteriores hemos tratado de demostrar la brecha existente entre los mercados de capitales de renta variable de EE.UU. y la Unión Europea a través de diferentes dimensiones y enfocándonos en el sector inmobiliario cotizado.

Las hipótesis de este trabajo, fundamentadas en la teoría de integración financiera de Bekaert y Harvey (1995), predicen que las barreras de libre circulación de capitales en la UE generan un mayor coste de capital, menor liquidez disponible y debido a esto, una menor actividad de IPOs. Identificamos 3 factores estructurales que explican por qué esas barreras persisten: la arquitectura regulatoria y supervisora, el régimen fiscal y la base de demanda inversora.

### **6.1. Factor 1: La fragmentación regulatoria y supervisora**

Como hemos explicado anteriormente, Estados Unidos dispone de un modelo regulatorio y centralizado en la SEC, el cual engloba todas las funciones de regulación, supervisión y aplicación coercitiva de la normativa del mercado de valores a nivel federal. Las bolsas operan bajo un único conjunto de reglas iguales para todos y el sistema de posliquidación está integrado a través del DTCC (*Depository Trust & Clearing Corporation*), el cual

centraliza la compensación y liquidación de las operaciones en los mercados de renta variable. Este modelo centralizado garantiza la existencia de un marco normativo único, predecible y homogéneo para todos los actores del mercado.

Por otro lado, la UE presenta un modelo totalmente diferente. Según el ECB Occasional Paper n.º 369 (Arampatzi et al., 2025), a marzo de 2023 existían en la UE 295 plataformas de negociación, 14 entidades de contrapartida central (CCP) y 32 depositarios centrales de valores (CSD). El ESMA es el encargado de la coordinación regulatoria a nivel europeo, pero la supervisión directa sobre los mercados recae en las autoridades nacionales competentes de cada Estado miembro. Lagarde (2024) describió esta situación como “mosaico de legislaciones nacionales en materia de derecho societario, fiscal y de valores, con requisitos diferentes para acciones corporativas, servicios de custodia y obligaciones de información financiera”. Para ella, “las autoridades nacionales tienden a agravar el problema en lugar de reducirlo”, y que “todos los intentos significativos de armonización son bloqueados por intereses establecidos”. Esta fragmentación tiene consecuencias negativas sobre la liquidez y el atractivo del mercado.

Por un lado, según los datos de Euronext (2024) citados por Lagarde, el volumen medio diario de negociación por empresa es de 1,3 veces mayor para las empresas de gran capitalización y 2 veces mayor para las de mediana capitalización, en comparación con sus comparables europeos. La fragmentación de los servicios de posliquidación genera costes de transacción elevados lo que aumenta el sesgo doméstico de los inversores y reduce la liquidez disponible para emisores, inversores y bolsas (Lagarde, 2024).

Por otro lado, nos encontramos con que las empresas de primer nivel han sido excluidas en bolsas europeas o han trasladado su cotización principal a Nueva York. Varios ejemplos de esto son Flutter Entertainment, CRH, Linde, Rothschild & Co y Smurfit Kappa. Otras, como ARM Holdings, optaron directamente por cotizar en EE.UU. sin pasar por Europa. Se identificaron 43 empresas domiciliadas en la zona euro que tienen su cotización principal fuera de la UE, de las cuales 32 cotizan en EE.UU. y 7 en la Bolsa de Londres (Arampatzi et al., 2025). El 43% de las empresas cotizadas europeas están controladas por familias (posesión del 20% o más de los derechos de voto), frente al 22,4% en EE.UU. (Böninghausen et al., 2025). Esto provoca un desincentivo claro en la cotización en mercados públicos ya que las familias prefieren mantener el control de sus empresas antes que salir al mercado.

## **6.2. Factor 2: Heterogeneidad Fiscal**

En EE.UU., el régimen fiscal de los REITs es claro, uniforme y estable a nivel federal desde su creación en 1960. Un inversor estadounidense que desee invertir en un REIT nacional opera bajo un mismo marco fiscal, independientemente de la domiciliación del vehículo o del propio inversor. Sin embargo, en la UE cada país tiene desarrollado su propio régimen.

Esta heterogeneidad fiscal implica que un inversor institucional europeo que quiera invertir y construir una cartera diversificada de vehículos inmobiliarios cotizados de diferentes países de la UE debe tener en cuenta los diferentes marcos fiscales, requisitos de distribución, tipos impositivos y tratamientos diferentes de las plusvalías generadas. Esta complejidad desincentiva este tipo de inversión y refuerza el sesgo doméstico.

Otro obstáculo fundamental son las retenciones fiscales sobre dividendos. La propia Lagarde (2024) explica que los diferentes procedimientos de retención fiscal entre los países dificultan la capacidad de los inversores para evitar la doble imposición. Es decir, imaginemos que un inversor francés adquiere acciones de una SOCIMI española. Esta SOCIMI reparte dividendo y el inversor francés debe soportar una retención fiscal en España que deberá reclamar, lo cual es un proceso administrativo complicado y lento. Una de las iniciativas puestas en marcha por la Comisión Europea es la Directiva FASTER (*Faster and Safer Tax Relief of Excess Withholding Taxes*) la cual busca armonizar y acelerar los procedimientos de alivio del exceso de retenciones en origen sobre dividendos en inversiones transfronterizas de tal forma que permite reducir el coste y la incertidumbre fiscal del cobro de dividendos transfronterizos. Esto tiene un impacto directo al ampliar la base inversora, la mejora de la liquidez y el abaratamiento del coste de capital.

## **6.3. Factor 3: La base de demanda inversora**

En Europa, aproximadamente 11.500 millones de euros están depositados en efectivo y depósitos bancarios por parte de los hogares. Esta cifra representa un tercio del total de activos financieros de los hogares europeos. En Estados Unidos, la cifra equivalente es de apenas una décima parte (Lagarde, 2024).

Esta situación provoca dos consecuencias fundamentales en la economía europea. Primero, los europeos son mucho menos ricos de lo que podrían ser, mientras que los

estadounidenses son hasta tres veces más ricos desde 2009 (Lagarde, 2024). Segundo, el flujo de ahorro hacia los mercados de capitales es mucho menor. Según un análisis del BCE, si los hogares de la UE ajustaran su ratio de depósitos respecto a los activos financieros al de los hogares estadounidenses, se podría redirigir un volumen de hasta 8 billones de euros hacia inversiones a largo plazo basadas en el mercado, lo que supondría un flujo de alrededor de 350.000 millones de euros al año (Lagarde, 2024).

#### **6.4. El papel de los sistemas de pensiones**

El BCE identifica cinco prioridades estratégicas para la construcción de la CMU: Innovación, transición verde y digital, compartición privada de riesgos y resiliencia, pensiones y bienestar e inclusión y convergencia (Arampatzi et al., 2025). Dentro de estas prioridades, nos enfocaremos en la reforma del sistema de pensiones.

En la mayoría de los países de la UE, el sistema de pensiones se basa en un sistema de reparto en el que las cotizaciones de los trabajadores que están en activo son los que financian de forma directa las prestaciones de jubilación, sin generar ningún ahorro invertido en los mercados de capitales, situación opuesta como vemos en EE.UU., en donde los planes 401k o IRA funcionan como un canal automático que traslada el ahorro de los trabajadores hacia los mercados de capitales. Suecia y Países Bajos son las excepciones dado que ambos países disponen de sistemas de pensiones de capitalización significativos y no por casualidad, tienen los mercados de renta variable más profundos de la UE en relación con su PIB.

Para enfrentar esta situación, se propone la creación de un producto pan europeo de pensiones (PEPP en inglés) sin embargo, a fecha de hoy esta iniciativa ha fallado las expectativas dado a las complejidades del diseño del producto.

#### **6.5. Barreras a la inversión minorista**

Para Lagarde (2024) existen tres barreras principales que explican por qué los inversores minoristas no participan en el mercado de capitales europeo y prefieren guardar sus ahorros en sus cuentas corrientes.

En primer lugar, Lagarde explica que los inversores minoristas ven al mercado europeo como fragmentado, opaco y caro. Cada país tiene sus propios productos, distribuidores y regulaciones, lo que dificulta la comparación y el acceso transfronterizo. En segundo

lugar, la inversión en Europa para los minoristas es complicada y donde el intermediario es una figura que no transmite confianza sobre el inversor minorista europeo. El 45% de los inversores afirman que no confían que el asesoramiento que reciben por los intermediarios son para su mejor interés (Eurobarometer, 2023). En tercer lugar, los inversores minoristas europeos no suelen tener el mejor acuerdo en referencia a las comisiones que pagan a los fondos de inversión. Se estima que pagan hasta un 60% más en comisiones que sus homólogos estadounidenses (ESMA, 2023)

Como consecuencia de estas barreras, muchos europeos deciden depositar su dinero en cuentas de ahorro garantizadas en lugar de canalizar el ahorro hacia los mercados de capitales. Este comportamiento afecta directamente a la base de la demanda del mercado de IPOs, reduciendo la liquidez del mercado secundario y desincentivando nuevas salidas a bolsa.

#### **6.6. La interacción entre los factores: el círculo vicioso**

Los tres factores identificados interactúan de forma conjunta, reforzándose mutuamente y formando un círculo vicioso.

La fragmentación regulatoria genera una serie de costes de transacción para la negociación transfronteriza que reduce la liquidez del mercado secundario. Esta menor liquidez desincentiva a las empresas a salir a bolsa porque enfrentan valoraciones menores y un mercado con una gran dificultad para absorber operaciones de gran tamaño como vemos en EE.UU. Esta escasez de IPOs reduce las opciones de inversión de los inversores minoristas, quienes prefieren mantener su dinero en depósitos bancarios. Esta baja participación de los inversores en el mercado secundario ahonda todavía más en el problema de demanda que tienen los mercados de capitales europeos y perpetua la baja liquidez de sus mercados. Además, los diferentes sistemas fiscales añaden una capa de coste adicional y complejidad a todo el sistema.

En el mercado REIT estadounidense, por el contrario, el círculo es virtuoso: 170 millones de inversores canalizados a través de planes 401k y fondos indexados generan una demanda estructural que sostiene la liquidez, justifica las OPV de gran tamaño y mantiene la inclusión de 28 REITs en el S&P 500.

Este círculo vicioso es especialmente visible en el segmento de las SOCIMIs españolas. Según el X Estudio de Armanext (2026), la mayoría de las SOCIMIs acceden a cotización

mediante admisión a negociación sin oferta pública de venta, con un capital flotante prácticamente nulo y sin base de inversores minoristas. La ausencia de demanda condena a estos vehículos a una liquidez inexistente, lo que los hace invisibles para los inversores institucionales y los excluye de los índices. La tendencia a migrar hacia mercados con menores exigencias de transparencia (como BME Scaleup, que recibió 10 migraciones en 2025 por 2.605 millones de euros) agrava el problema, porque reduce aún más la información disponible para los inversores potenciales.

## **7. CONCLUSIONES**

La hipótesis de este trabajo sostenía que la menor integración y profundidad de los mercados de capitales de la Unión Europea, junto con una regulación más fragmentada y una base de demanda inversora mucho menor a la estadounidense, explican la menor actividad y las diferencias en el comportamiento de las salidas a bolsa, tanto a nivel general como en el sector inmobiliario cotizado.

En primer lugar, hemos visto cómo la brecha existente entre ambos mercados es real y creciente. El mercado de renta variable estadounidense representa el 50% de la capitalización bursátil mundial frente al 9% de la UE. El ratio de capitalización sobre el PIB en Estados Unidos alcanza el 213% frente a niveles del 50-70% en los principales países de la UE, lo que demuestra la importancia de los mercados de capitales en la financiación empresarial estadounidense. En el segmento inmobiliario cotizado, la brecha es todavía más grande, los REITs estadounidenses capitalizan más de 1,4 billones de dólares, mientras que las 159 SOCIMIs españolas suman 31.083 millones de euros y los 186 REITs de la UE apenas 104.000 millones de dólares.

En segundo lugar, la actividad de salidas a bolsa es asimétrica y muestra que el mercado estadounidense presenta una mayor capacidad de recuperación, absorción de operaciones de gran tamaño y atracción de emisores internacionales. El ciclo de auge de 2020 y 2021, seguido por la fuerte contracción de 2022 y 2023, afectó a ambas regiones, pero la recuperación posterior fue más sólida en Estados Unidos.

En tercer lugar, hemos explicado los factores que provocan esta brecha. La fragmentación regulatoria, la heterogeneidad fiscal, la debilidad de la base de demandantes operan de forma acumulativa creando un círculo vicioso que la CMU trata de romper. Estados Unidos es el mercado de capitales más grande del mundo y genera las mayores salidas a

bolsa del mundo atrayendo a millones de inversores de multitud de mercados. Europa presenta un mercado fragmentado con operaciones de menor tamaño y concentradas en unos pocos mercados de capitales.

La comparación del *underpricing* muestra que no existe una única pauta. Estados Unidos presenta niveles elevados de infravaloración inicial, coherentes con un mercado más profundo, mayor base de inversores y mayor competencia por acceder a nuevas emisiones. Sin embargo, Europa no puede tratarse como un bloque homogéneo dado que hay países como Francia, España o Países Bajos presentan niveles medios inferiores a los estadounidenses, mientras que otros mercados como Alemania, Suecia o Suiza registran niveles superiores. Esta heterogeneidad demuestra que la Unión Europea no funciona como un mercado de capitales integrado, sino como un conjunto de mercados nacionales con diferencias respecto a la profundidad, liquidez, regulación y demanda.

En quinto lugar, el análisis del rendimiento posterior de las mayores IPOs obliga a matizar la teoría del rendimiento inferior a largo plazo. No se puede afirmar que todas las empresas que salen a bolsa rindan peor de forma sistemática, sino que existe una gran dispersión de resultados. El rendimiento posterior no depende únicamente del hecho de salir a bolsa, sino de una combinación de factores como valoración inicial, ciclo de mercado, sector, calidad del emisor, liquidez de la acción y expectativas incorporadas en el precio de salida.

El análisis que hemos realizado nos permite extraer importantes lecciones de cara al futuro de la competitividad de los mercados de capitales europeos.

En primer lugar, no hay oferta sin demanda. El éxito del modelo REIT americano no se explica por un marco regulatorio favorable sino porque existe una base de demanda inversora estructural enorme. Hasta que la UE no desarrolle sistemas similares, como el canalizar los ahorros automáticamente hacia los mercados de capitales desde los sistemas de pensiones, la base de demanda seguirá siendo un obstáculo para el desarrollo del mercado.

En segundo lugar, se demuestra que la fragmentación regulatoria es un problema muy importante para el desarrollo de un mercado de capitales que pueda competir. Estados Unidos tiene un modelo centralizado que genera eficiencia a través de un marco único,

predecible y de baja complejidad administrativa. La UE necesita avanzar hacia un supervisor único de mercados.

En tercer lugar, la escala genera círculos virtuosos. El mercado REIT estadounidense ha alcanzado una masa crítica (1,4 billones de dólares, 28 REITs en el S&P 500) que genera círculos virtuosos: mayor liquidez atrae más inversores, más inversores permiten OPV más grandes, OPV más grandes generan mayor cobertura de analistas, mayor cobertura atrae más inversores. Las SOCIMIs españolas, dispersas entre cinco mercados y con un tamaño medio reducido, no han alcanzado esa masa crítica.

Los datos de este trabajo muestran que la brecha existente no es accidental, sino que corresponde a diferencias estructurales profundas que se refuerzan mutuamente. Las herramientas para cerrar esta brecha existen y apuntan en la dirección correcta: un supervisor único, un producto de ahorro paneuropeo, la simplificación fiscal y la integración de las infraestructuras de mercado. La pregunta no es qué hacer, sino si Europa será capaz de hacerlo con la rapidez que la situación exige. Como advertía Lagarde en noviembre de 2024, citando a Martin Luther King, «mañana es hoy». El coste de no actuar no es la inmovilidad, sino la ampliación progresiva de una brecha que ya compromete la capacidad de la Unión Europea para financiar su economía a través de los mercados de capitales.

### **7.1. Líneas de investigación futura**

El trabajo abre varias líneas de investigación futura que podrían profundizar en los hallazgos obtenidos.

En primer lugar, desarrollar un análisis econométrico de causalidad. Un modelo de regresión que vinculara la actividad de OPV con variables de integración financiera, tipos de interés, participación de hogares y profundidad de mercado permitiría cuantificar la contribución de cada factor explicativo y establecer relaciones causales.

En segundo lugar, se debería hacer un seguimiento de las reformas de la CMU. La implementación de producto europeo de ahorro e inversión (SIA), la iniciativa FASTER de simplificación de retenciones fiscales, el posible refuerzo de ESMA como supervisor único y otras alternativas deberían ser observadas y reforzadas durante los próximos años. Un estudio sobre el impacto de estas reformas sobre la actividad en las salidas a bolsa y

la participación de los inversores minoristas en renta variable tendría un alto valor académico y político.

En tercer lugar, realizar este estudio, pero comparando la actividad en la región de Asia Pacífico. El mercado inmobiliario cotizado en Australia, Japón y Singapur ha alcanzado un grado de desarrollo significativo sin compartir todas las características del modelo estadounidense. Una extensión del análisis a estas jurisdicciones permitiría identificar qué factores del éxito de los REITs son específicamente estadounidenses y cuáles son replicables en otros marcos institucionales.

## 8. BIBLIOGRAFÍA

Allen, F. y Faulhaber, G. R. (1989). Signalling by *underpricing* in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, 23(2), 303–323.

American Century Investments (2024). «Has Passive Investing Gotten Too Big?». Avantis Investors Insights, octubre 2024. Disponible en: <https://www.americancentury.com/institutional-investors/insights/has-passive-investing-gotten-too-big/>

Arampatzi, A. S. et al. (2025). Capital markets union: a deep dive – Five measures to foster a single market for capital. ECB Occasional Paper No. 369.

Armanext (2025). IX Estudio sobre la evolución de las SOCIMI. Publicado enero 2025.

Baele, L., Ferrando, A., Hördahl, P., Krylova, E. y Monnet, C. (2004). Measuring financial integration in the euro area (ECB Occasional Paper No. 14).

BCE (2024). Financial Integration and Structure in the Euro Area 2024. Banco Central Europeo.

BCE (2024). The Asset Holdings of Euro Area Households. ECB Economic Bulletin, Issue 5/2024.

BCE (2025). Advancing the capital markets union in Europe: a roadmap for harmonising securities post-trading. ECB Economic Bulletin, Issue 4/2025.

Beatty, R. P. y Ritter, J. R. (1986). Investment banking, reputation, and the *underpricing* of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 213–232.

Bekaert, G. y Harvey, C. R. (1995). Time-varying world market integration. *The Journal of Finance*, 50(2), 403–444.

Benveniste, L. M. y Spindt, P. A. (1989). How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. *Journal of Financial Economics*, 24(2), 343–361.

Bergmeyer, M. y Johansson, E. (2025). European REIT performance by country: A comparative analysis.

Bocconi Students Investment Club. (2022, October 30). *Analyzing European IPO performance*. <https://bsic.it/analyzing-european-ipo-performance/>

Bongiorno, R. (2022). Bridging the capital market gap between Europe and the United States of America. *Sciences Po*.

- Böninghausen, B., Evrard, J., Gati, Z., Gori, S., Lambert, C., Legran, D., Schuster, W. E., & van Overbeek, F. (2025). *Should we mind the gap? An assessment of the benefits of equity markets and policy implications for Europe's capital markets union* (Occasional Paper Series No. 373). European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op373.en.pdf>
- Castaño, L., Farinós Viñas, J. E., & Ibañez, A. M. (2019). The *Underpricing* of Spanish REITs when going public. Available at SSRN 3577594.
- CEIC Data. (2026). *European Union market capitalization*. <https://www.ceicdata.com/en/indicator/european-union/market-capitalization>
- CEIC Data. (2026). *European Union market capitalization: % of GDP*. <https://www.ceicdata.com/en/indicator/european-union/market-capitalization--nominal-gdp>
- CEIC Data. (2026). *United States market capitalization: % of GDP*. <https://www.ceicdata.com/en/indicator/united-states/market-capitalization--nominal-gdp>
- Chan, S. H., Chen, J. y Wang, K. (2013). Are REIT IPOs unique? The global evidence. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 47(4), 719–759.
- Citadel Securities (2026). Estimación de participación minorista en el volumen de negociación de renta variable estadounidense. Citado por Yahoo Finance, 9 de enero de 2026. Disponible en: <https://finance.yahoo.com/news/retail-investors-extend-us-stock-180315451.html>
- CNMV - *Fondos inversión*. (2020). Cnmv.es. <https://www.cnmv.es/porta/inversor/fondos-inversion?lang=es>
- CNMV - *Otros fondos de inversión*. (2020). Cnmv.es. <https://www.cnmv.es/porta/inversor/fondos-otros?lang=es>
- CVC Capital Partners (2026). «Private *Equity* for Insurers: Unlocking Capital Efficiency under Solvency II». CVC Insights, mayo 2026. Disponible en: <https://www.cvc.com/media/insights/2026/private-equity-for-insurers-unlocking-capital-efficiency-under-solvency-ii/>
- Draghi, M. (2024). The Future of European Competitiveness. Comisión Europea, septiembre 2024.

El Español / Invertia (2026). El mercado de las socimis se consolida y ya valen más de 31.000 millones en España. Publicado 19 enero 2026.

EPRA (2024). Total Markets Table Q1 2024. European Public Real Estate Association.

Euronext (2024). Demystifying the liquidity gap between European and US equities.

Euronext Equities: Liquidity Analysis, abril 2024.

European Commission. (2023). *Monitoring the level of financial literacy in the EU*. Eurobarometer.

European Commission. (2025). Faster and Safer Tax Relief of Excess Withholding Taxes (FASTER) – Directive. Taxation and Customs Union. [https://taxation-customs.ec.europa.eu/taxation/business-taxation/faster-directive\\_en](https://taxation-customs.ec.europa.eu/taxation/business-taxation/faster-directive_en)

European Securities and Markets Authority. (2023). *Costs and Performance of EU Retail Investment Products 2023*. ESMA Market Report.

EY (2024). EY Global IPO Trends 2024. Ernst & Young Global Limited.

EY (2024). EY Global IPO Trends Q2 2024. Ernst & Young Global Limited.

EY (2026). EY Global IPO Trends 2025. Ernst & Young Global Limited.

Federal Reserve Bank of St. Louis. (2024). *Stock market capitalization to GDP for United States*. FRED. <https://fred.stlouisfed.org/data/DDDM01USA156NWDB>

Gallup (2025). «What Percentage of Americans Owns Stock?». Economy and Personal Finance Survey, mayo 2025. Disponible en: <https://news.gallup.com/poll/266807/percentage-americans-owns-stock.aspx>

Gati, Z. et al. (2024). Examining the causes and consequences of the recent listing gap between the United States and Europe. En: *Financial Integration and Structure in the Euro Area 2024*, BCE.

*GDP (current US\$) - United States, European Union | Data*. (n.d.). Data.worldbank.org. <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=US-EU>

Grant Thornton / ASOCIMI (2024). Las SOCIMI españolas: factores y requisitos para una cotización de éxito.

Grupo Inmobiliario Ares (2022). SOCIMI en España: ¿serán rentables en 2023–2024?

Investment Company Institute — ICI (2024). *2024 Investment Company Fact Book: A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry*. 64th edition.

Washington, DC. Disponible en: <https://www.ici.org/system/files/2024-05/2024-factbook.pdf>

Investment Company Institute. (2024). *2024 Investment Company Fact Book: A review of trends and activities in the investment company industry*

JLL / BME (2023). El valor en bolsa de las 112 SOCIMIs en España es de 23.520 M€. Publicado enero 2023.

Kirkegaard, J. F. (2025). The real obstacle to EU capital market integration is unreformed pension systems. *Bruegel First Glance*. <https://www.bruegel.org/first-glance/real-obstacle-eu-capital-market-integration-unreformed-pension-systems>

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155.

Lagarde, C. (2024). Follow the money: channelling savings into investment and innovation in Europe. Discurso en el 34th European Banking Congress, 22 de noviembre de 2024.

Lagarde, C. (2025). Out of the Comfort Zone: Europe and the New World Order. Discurso en el 34th European Banking Congress.

Letta, E. (2024). Much More Than a Market: Speed, Security, Solidarity. Institut Jacques Delors.

Ling, D. C. y Ryngaert, M. (1997). Valuation uncertainty, institutional involvement, and the *underpricing* of IPOs: The case of REITs. *Journal of Financial Economics*, 43(3), 433–456.

Loughran, T., Ritter, J. R., & Rydqvist, K. (2026). *Initial public offerings: International insights* [Updated March 30, 2026]. University of Florida, Warrington College of Business. <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPOs-International.pdf>

Lowry, M. (2003). Why does IPO volume fluctuate so much? *Journal of Financial Economics*, 67(1), 3–40.

NAREIT (2024). *170 Million Americans Own REIT Stocks*. Nareit Research Note, enero 2024. Disponible en: <https://www.reit.com/research/nareit-research/170-million-americans-own-reit-stocks>

NAREIT (2024). Global REIT and Real Estate Performance and 2024 Expectations.

- NAREIT (2024). The Global REIT Evolution: Megatrends and 2025 Performance.
- NAREIT (2025). REIT Industry Financial Snapshot. Datos a febrero 2026.
- NAREIT (2025). REITs by the Numbers: Key Metrics & Market Insights.
- Noyer, C. (2024). Developing European capital markets to finance the future. Informe para la Comisión Europea.
- OECD *Institutional Investors Statistics*. (2025). OECD. [https://www.oecd.org/en/publications/oecd-institutional-investors-statistics\\_2225207x.html](https://www.oecd.org/en/publications/oecd-institutional-investors-statistics_2225207x.html)
- Rankia (2022). Socimis en España: ¿Qué son y cómo invertir en ellas?
- Reserva Federal (2024). Survey of Consumer Finances. Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 46(1), 3–27.
- Ritter, J. R. (2026). *Initial Public Offerings: Underpricing*. University of Florida. Actualizado diciembre 2025.
- Ritter, J. R. (2026). *Initial public offerings: Updated long-run statistics*. University of Florida, Warrington College of Business. <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPOs-long-run-returns-on-IPOs.pdf>
- Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *The Journal of Finance*, 57(4), 1795–1828.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 187–212.
- Rossovski, E. et al. (2025). Determinants of IPO Overpricing. *British Journal of Management*.
- S&P Global Market Intelligence (2025). Prologis tops list of largest US *equity* REITs by market cap in 2024.
- Securities Industry and Financial Markets Association. (2025). *2025 Capital Markets Fact Book*. SIFMA. <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2024/07/2025-SIFMA-Capital-Markets-Factbook.pdf>

Siblis Research. (2026). *Total market value of the U.S. stock market*. <https://siblisresearch.com/data/us-stock-market-value/>

SIFMA (2024). Capital Markets Fact Book. Securities Industry and Financial Markets Association.

Spendelow, R. (s.f.). Capital Markets. Corporate Finance Institute.

Statista (2024). Market cap of REITs in the U.S. 2019–2023. Fuente: NAREIT.

The Globalist. (2025, January 17). *How the U.S. beats the world*. <https://www.theglobalist.com/united-states-stock-market-market-capitalization-sp500-dow-jones-capitalism/>

TheGlobalEconomy.com. (2026). *USA: Stock market capitalization, percent of GDP*. [https://www.theglobaleconomy.com/USA/stock\\_market\\_capitalization/](https://www.theglobaleconomy.com/USA/stock_market_capitalization/)

Thomadakis, A., & Trevisan, L. (2025). *2024 ECMI Statistical Package: Key findings*. European Capital Markets Institute. <https://cdn.ceps.eu/wp-content/uploads/2025/02/ECMI-Stat-Pack-2024-Key-findings.pdf>

Vanda Research (2025). Retail investor flow data, H1 2025. Citado por ARC Group (2025), «Retail Investors Driving Recent Bull Market». Disponible en: <https://arc-group.com/retail-investors-recent-bull-market/>

Visual Capitalist (2025). The \$127 Trillion Global Stock Market in One Giant Chart. Datos de SIFMA, julio 2025.

Visual Capitalist. (2025, February 26). *The \$124 trillion global stock market, sorted by region*. <https://www.visualcapitalist.com/124-trillion-global-stock-market-by-region/>

White & Case (2024). Market overview: The global IPO landscape. Publicado en abril de 2024.

World Bank. (2026). *Market capitalization of listed domestic companies (current US\$)*. World Federation of Exchanges database. <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD>

World Economic Forum (2024). How capital market finance can boost European businesses. Marzo 2024.

World Federation of Exchanges (WFE). Statistics portal.

WorldMetrics (2025). IPO Statistics: Market Data Report 2026.