Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
ICADE

Análisis comparativo de las OPAs hostiles en España: los casos de Endesa y Sabadell

Autor: Cristina Torrens Simarro

Director: Jesús Javier Reglero Sánchez

Madrid | Marzo, 2026

Resumen:

Las Ofertas Públicas de Adquisición hostiles constituyen uno de los fenómenos más complejos del mercado de control corporativo, en el que convergen variables financieras, de gobierno corporativo y político-regulatorias. Este trabajo analiza de forma comparativa dos casos de referencia en el contexto europeo reciente: la OPA de Enel y Acciona sobre Endesa (2005–2007) y la OPA de BBVA sobre Sabadell (2024–2025). Ambas operaciones, de naturaleza hostil y bajo un mismo marco regulatorio, presentan resultados diametralmente opuestos: una tasa de aceptación del 92,06% frente al 25,33%.

El objetivo principal es identificar las variables que determinan el éxito o el fracaso de una OPA hostil. La hipótesis central sostiene que la prima ofrecida y las sinergias proyectadas constituyen condiciones necesarias, pero no suficientes, y que el factor político-regulatorio, en interacción con la modalidad de la contraprestación y la estructura accionarial de la sociedad objetivo, se configura como la variable determinante del resultado final.

La metodología combina tres enfoques: análisis financiero fundamental basado en fuentes primarias, análisis de eventos bursátiles en los hitos clave de cada proceso y análisis institucional y regulatorio de las intervenciones de la CNMV, la CNMC, el BCE y el Consejo de Ministros.

Los resultados confirman la hipótesis: en el caso de Endesa, la intervención política fue caótica pero funcionalmente aceleradora; en Sabadell, en cambio, fue deliberada y obstructiva, reduciendo el valor actualizado de las sinergias al 26% del total proyectado. A ello se añaden la certidumbre del efectivo frente a la erosión del canje en acciones y la lealtad institucional del bloque cliente-accionista de Sabadell como mecanismo de defensa informal. El análisis concluye que ninguna prima es suficiente para compensar la concurrencia adversa de estas variables estructurales.

Palabras clave: OPA hostil, prima de control, factor político-regulatorio, gobierno corporativo, mercado de control corporativo.

Abstract:

Hostile takeover bids represent one of the most complex phenomena in the market for corporate control, where financial, corporate governance, and political-regulatory variables converge. This paper provides a comparative analysis of two landmark cases in the recent European context: the Enel and Acciona takeover bid for Endesa (2005–2007) and BBVA's hostile bid for Sabadell (2024–2025). Despite sharing the same regulatory framework and hostile nature, both operations resulted in diametrically opposed outcomes: a 92.06% acceptance rate versus 25.33%.

The main objective is to identify the variables that determine the success or failure of a hostile takeover bid. The central hypothesis argues that the offered premium and projected synergies are necessary but not sufficient conditions, and that the political-regulatory factor, in interaction with the form of consideration and the target firm's shareholder structure, constitutes the key determinant of the final outcome.

The methodology combines three approaches: fundamental financial analysis based on primary sources, event study analysis at key milestones of each process, and institutional and regulatory analysis of the interventions by the CNMV, CNMC, ECB, and the Council of Ministers.

The results confirm the hypothesis: in the Endesa case, political intervention was chaotic but functionally accelerating; in Sabadell, by contrast, it was deliberate and obstructive, reducing the present value of projected synergies to 26% of the total. Additional factors include the certainty of a cash offer versus the erosion associated with share-exchange offers, and the institutional loyalty of Sabadell’s customer-shareholder base as an informal defense mechanism. The analysis concludes that no premium is sufficient to offset the simultaneous adverse effect of these structural variables.

Keywords: hostile takeover bid, control premium, political-regulatory factor, corporate governance, market for corporate control.

ÍNDICE

1. Introducción ……..1

1.1 Justificación e interés del tema ……...1
1.2 Objetivos e hipótesis del trabajo……..2
1.3 Metodología u estructura del trabajo……...3

2. Marco Teórico: OPAs Hostiles y Valoración Corporativa……3

2.1 El mercado de control corporativo y la OPA hostil…….…….3
2.2 Valoración en M&A: prima de control, sinergias y maldición del ganador…….4
2.3 Estructura accionarial y gobierno corporativo en OPAs hostiles…….5
2.4 Marco regulatorio de las OPAs en España……6

3. Caso Endesa (2006–2007) ……7

3.1 Contexto estratégico y gobierno corporativo pre-OPA……7
3.2 Situación financiera pre-OPA……..……8
3.3 Análisis de la oferta……11
3.4 Reacción del mercado y factores determinantes del resultado……15

4. Caso Sabadell–BBVA (2024)……..20

4.1 Contexto estratégico y gobierno corporativo pre-OPA…….20
4.2 Situación financiera pre-OPA……22
4.3 Análisis de la oferta……...24
4.4 Reacción del mercado y factores determinantes del resultado……..28

5. Análisis Comparativo……..32

5.1 Justificación del análisis y metodología comparativa……...32
5.2 Tabla resumen comparativa……...32
5.3 Comparación punto por punto……...33
5.4 El factor político-regulatorio como variable determinante……36
5.5 Síntesis: condiciones de éxito en OPAs hostiles……...39

6. Conclusiones……41

7. Referencias……..44

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Principales indicadores financieros de Endesa…….9

Tabla 2. Múltiplos implícitos en cada oferta sobre Endesa……...13

Tabla 3. Evolución de la cotización de Endesa en los hitos clave del proceso……15

Tabla 4. Principales indicadores financieros de Banco Sabadell……..22

Tabla 5. Evolución de la prima implícita en la oferta de BBVA sobre Sabadell……...25

Tabla 6. Variación bursátil de BBVA y Sabadell en hitos clave del proceso……28

Tabla 7. Variables clave: Endesa 2007 vs. Sabadell 2025……..33

Tabla 8. Indicadores financieros comparables pre-OPA……..33

ÍNDICE DE GRÁFICAS

Escalada de precios y primas e n la OPA sobre Endesa……12

Event study: evolución de la cotización de Endesa en los hitos clave……...16

Evolución de la prima implícita en la OPA de BBVA sobre Sabadell……..25

Event study: evolución de la cotización de BBVA y Sabadell en los hitos clave……29

1. Introducción

Las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) hostiles constituyen una de las manifestaciones más complejas y exigentes del mercado de control corporativo. Se trata de operaciones en las que una empresa adquirente intenta hacerse con el control de una sociedad cotizada sin el respaldo de su consejo de administración, trasladando la decisión directamente a los accionistas mediante una oferta económica que compite con la confianza institucional existente. Este tipo de procesos no se limita a una dimensión estrictamente financiera, sino que integra múltiples ámbitos interrelacionados, como la valoración empresarial, el gobierno corporativo, el derecho societario, la regulación de los mercados y, de manera creciente, la intervención política bajo criterios de interés nacional o estabilidad económica. En consecuencia, las OPAs hostiles no solo representan un objeto de estudio financiero, sino también un indicador del grado de autonomía real de los mercados frente a la actuación de los poderes públicos.

1.1 Justificación e interés del tema

El presente trabajo aborda el análisis de dos operaciones que se han consolidado como casos de referencia en el contexto europeo reciente. Por un lado, la OPA sobre Endesa (2005–2007), considerada uno de los procesos corporativos más prolongados y disputados del sector energético europeo en las últimas décadas, caracterizado por la participación de múltiples oferentes, intensas controversias regulatorias y judiciales, y una escalada significativa en la prima ofrecida. Por otro lado, la OPA de BBVA sobre Sabadell (2024–2025), que representa el episodio más reciente dentro del proceso de consolidación bancaria europea, marcada por el rechazo inicial del consejo de administración de la entidad objetivo, la progresiva pérdida de atractivo de la oferta y una notable influencia del entorno institucional y político. A pesar de las similitudes estructurales entre ambas operaciones —carácter hostil, relevancia estratégica de las compañías implicadas y contexto regulatorio exigente—, sus resultados finales difieren de manera significativa, lo que plantea una cuestión central que guía este trabajo: ¿qué factores explican el éxito o el fracaso de una OPA hostil?

La elección del tema se justifica desde tres perspectivas complementarias. En primer lugar, desde un enfoque académico, las OPAs hostiles permiten contrastar los postulados de la teoría financiera clásica, como la eficiencia de los mercados, la teoría de agencia o la hipótesis de creación de sinergias, con la evidencia empírica de procesos en los que las

variables institucionales pueden alterar de forma sustancial los resultados esperados. En segundo lugar, desde una perspectiva profesional, su análisis requiere la integración de competencias clave en el ámbito de la administración y dirección de empresas, incluyendo la valoración financiera, el análisis estratégico, el conocimiento del marco regulatorio y la comprensión del comportamiento de los distintos agentes del mercado. Finalmente, desde el punto de vista de la actualidad económica, el resurgimiento de procesos de concentración en sectores estratégicos como el energético y el bancario otorga a este tipo de operaciones una relevancia indiscutible.

1.2 Objetivos e hipótesis del trabajo

El objetivo principal del trabajo es identificar y analizar las variables que determinan el éxito o fracaso de una OPA hostil, a partir del estudio comparado de dos casos con características similares pero resultados divergentes. Para alcanzar este propósito, se plantean varios objetivos específicos: en primer lugar, evaluar la situación financiera de las sociedades objetivo en el momento previo a la oferta, determinando si el precio ofrecido resulta justificable en términos de valoración relativa y prima de control; en segundo lugar, analizar la estructura de cada oferta, prestando especial atención al tipo de contraprestación, efectivo o acciones, y su impacto en el valor percibido por los accionistas; en tercer lugar, examinar la reacción del mercado ante los principales hitos de cada proceso mediante un análisis de eventos; en cuarto lugar, estudiar el papel del marco regulatorio y de la intervención política como factores potencialmente decisivos; y, por último, elaborar un marco analítico que permita identificar condiciones generales de éxito en este tipo de operaciones.

La hipótesis central que articula el trabajo sostiene que, si bien la prima ofrecida y las sinergias esperadas constituyen condiciones necesarias para el éxito de una OPA hostil, no son suficientes por sí solas. El factor político-regulatorio, en interacción con la estructura de la oferta y la configuración del accionariado de la empresa objetivo, emerge como la variable determinante del resultado final. Esta hipótesis implica que un enfoque exclusivamente financiero resulta insuficiente para explicar la evolución de estas operaciones, siendo imprescindible incorporar variables institucionales para construir un marco explicativo completo.

1.3 Metodología y estructura del trabajo

Para su contrastación, el trabajo adopta un enfoque metodológico mixto basado en tres pilares. En primer lugar, se desarrolla un análisis financiero fundamental apoyado en fuentes primarias como los estados financieros consolidados, los folletos de OPA y los informes de los consejos de administración. En segundo lugar, se realiza un análisis de eventos bursátiles con el objetivo de medir el impacto de los principales acontecimientos sobre la cotización de las empresas implicadas. Por último, se incorpora un análisis institucional y regulatorio que examina la actuación de los organismos supervisores y de las autoridades políticas, dimensión que resulta clave para comprender el desarrollo y desenlace de ambas operaciones.

El trabajo se organiza en seis capítulos. El capítulo 2 desarrolla el marco teórico sobre la tipología y dinámica de las OPAs hostiles, los fundamentos de valoración en M&A y el marco regulatorio aplicable. Los capítulos 3 y 4 presentan el análisis individual de cada caso siguiendo una estructura paralela que facilita la comparación posterior. El capítulo 5 constituye el núcleo del trabajo: el análisis comparativo en términos de valoración, estructura de la oferta, creación de valor y papel del factor político-regulatorio, culminando en la síntesis del marco analítico. El capítulo 6 recoge las conclusiones, responde a las hipótesis planteadas e identifica las limitaciones del trabajo y las líneas de investigación futuras.

2. Marco teórico

2.1 El mercado de control corporativo y la OPA hostil

El concepto de mercado de control corporativo fue introducido por Manne (1965), quien argumentó que el control de una sociedad cotizada constituye un activo valioso que puede transferirse a través de adquisiciones, y que este mecanismo actúa como disciplina externa sobre los equipos directivos: cuanto peor sea la gestión de una empresa, más atractivo resulta adquirirla y sustituir a su dirección. Esta idea fundacional establece la lógica económica subyacente a toda OPA y sigue siendo el marco de referencia en la literatura sobre fusiones y adquisiciones.

Una Oferta Pública de Adquisición es la operación mediante la cual un oferente propone a los accionistas de una sociedad cotizada la compra de sus acciones a un precio determinado, pagadero en efectivo, en acciones del propio oferente o en una combinación de ambos. La OPA constituye un mecanismo de transferencia de control directo entre el

oferente y los accionistas, sin necesidad de contar con la aprobación del consejo de administración de la sociedad objetivo, lo que la distingue de otras formas de reestructuración corporativa como la fusión. Cuando la operación se lanza sin el respaldo del consejo, o en contra de su voluntad expresa, se denomina OPA hostil. Schwert (2000) demuestra empíricamente que la hostilidad en las OPAs refleja con frecuencia una estrategia deliberada de negociación más que una diferencia económica fundamental respecto a las operaciones amistosas, y que las ofertas hostiles tienden a asociarse con primas más elevadas precisamente porque la publicidad del proceso refuerza el poder de negociación de los accionistas de la sociedad objetivo.

Frente a una OPA hostil, las sociedades disponen de un conjunto de mecanismos defensivos que se clasifican en preventivos y reactivos. Entre los preventivos destacan las poison pills, que otorgan a los accionistas existentes derechos de adquisición preferente activables ante una toma de control hostil y que diluyen la participación del oferente; las modificaciones estatutarias que exigen mayorías cualificadas para decisiones corporativas relevantes; y los golden parachutes, indemnizaciones pactadas para directivos en caso de cambio de control. Entre las medidas reactivas, las más habituales son la búsqueda de un white knight, un oferente alternativo más favorable, la venta de activos estratégicos para reducir el atractivo de la compañía, y el recurso a litigios por incumplimientos normativos o de competencia. En el marco europeo y español, el consejo de administración está además sujeto al deber de pasividad, que le impide adoptar medidas para frustrar la OPA sin autorización expresa de la junta de accionistas.

2.2 Valoración en M&A: prima de control, sinergias y maldición del ganador

La valoración de empresas en el contexto de una OPA tiene como objetivo determinar si el precio ofrecido refleja adecuadamente el valor fundamental de la sociedad objetivo y las sinergias esperadas de la combinación. Jensen y Ruback (1983), en su revisión de la evidencia empírica sobre el mercado de control corporativo, concluyen que las adquisiciones generan ganancias netas positivas, que los accionistas de la sociedad objetivo obtienen primas sustanciales y que los del adquirente no pierden en términos medios. Esta asimetría en la distribución de las ganancias entre objetivo y adquirente es uno de los hallazgos más robustos de la literatura y constituye el punto de partida del análisis de cualquier OPA.

El método de valoración predominante en operaciones corporativas es el análisis por múltiplos comparables, que estima el valor de la empresa objetivo en función de ratios

observados en compañías similares cotizadas o en transacciones recientes. Los múltiplos más utilizados en contextos industriales son el EV/EBITDA y el PER, que permiten comparar el precio implícito de una oferta con los rangos de valoración del sector. En el sector bancario, sin embargo, la deuda financiera no es separable del negocio operativo, lo que invalida el uso de métricas como el EV/EBITDA; los analistas emplean en su lugar el múltiplo Precio/Valor Contable (P/VC), que relaciona la capitalización bursátil con los fondos propios de la entidad, y el ROTE como medida de rentabilidad sobre capital tangible. Esta distinción metodológica es relevante para el presente trabajo, dado que los dos casos analizados pertenecen a sectores diferentes.

La prima de control es el sobreprecio pagado sobre el valor de mercado previo para obtener el control de la compañía objetivo. Su magnitud depende de la intensidad de la competencia entre oferentes, de las sinergias proyectadas y del poder de negociación de los accionistas de la sociedad objetivo. Las sinergias representan el valor adicional esperado de la combinación de ambas empresas, ya sea por reducción de costes, incremento de ingresos u optimización financiera, y constituyen la justificación económica fundamental de cualquier prima de control.

No obstante, la existencia de sinergias no garantiza que el adquirente capture su valor. Roll (1986) formula la hipótesis del hubris para explicar por qué los adquirentes pagan sistemáticamente en exceso: en procesos competitivos, el oferente que más optimistamente valora las sinergias tiende a ganar la puja, pero precisamente por ello tiende a haber pagado más de lo que el activo vale, fenómeno conocido como la maldición del ganador. Esta hipótesis predice que, en una subasta competitiva por el control de una empresa, el ganador es con frecuencia quien más sobrevalora el objetivo, con el consiguiente riesgo de destrucción de valor para el adquirente. La evidencia empírica en procesos con múltiples oferentes es consistente con esta predicción y tiene una aplicación directa en el análisis del caso Endesa.

2.3 Estructura accionarial y gobierno corporativo en OPAs hostiles

La configuración del accionariado de la sociedad objetivo es una variable determinante del resultado de una OPA hostil. Shleifer y Vishny (1986) demuestran que la presencia de accionistas significativos modifica sustancialmente la dinámica de una oferta: en una empresa con capital muy disperso, ningún accionista individual tiene incentivos suficientes para monitorizar la gestión ni para coordinar una respuesta colectiva ante una oferta, lo que facilita la toma de control por parte del oferente. Por el contrario, la

existencia de un núcleo duro de accionistas con vínculos estratégicos, comerciales o institucionales con la sociedad objetivo puede actuar como mecanismo de defensa informal capaz de bloquear una oferta incluso cuando la prima ofrecida es financieramente atractiva. Esta distinción entre accionariado disperso y accionariado cohesionado es central para entender la divergencia de resultados entre los dos casos analizados en este trabajo.

El papel del consejo de administración añade otra dimensión al análisis. En una OPA hostil, el consejo se encuentra en una posición de conflicto de interés estructural: está obligado a actuar en interés de los accionistas, pero sus miembros pueden tener incentivos personales, pérdida de cargos, blindajes estatutarios, para resistir una oferta independientemente de si el precio es favorable para los accionistas. La regulación española, siguiendo la directiva europea, impone el deber de pasividad precisamente para limitar este conflicto, pero la práctica demuestra que el consejo dispone de amplios márgenes para condicionar la percepción del mercado sobre el valor de la compañía y la adecuación de la oferta.

2.4 Marco regulatorio de las OPAs en España

El marco regulatorio de las OPAs en España está articulado en torno al Real Decreto 1066/2007, que transpone la Directiva Europea de OPAs y establece los principios de igualdad de trato a los accionistas, transparencia informativa y no frustración de la oferta por parte del consejo. La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) es el organismo supervisor responsable de verificar el cumplimiento de estos principios, autorizar los folletos de oferta y garantizar que el proceso se desarrolla con las debidas garantías para todos los accionistas.

Más allá de la supervisión bursátil, las operaciones de gran escala están sujetas al control de defensa de la competencia. En el ámbito nacional, la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) analiza si la operación puede restringir la competencia en los mercados afectados. Cuando la operación supera los umbrales establecidos por el Reglamento (CE) 139/2004, la competencia corresponde exclusivamente a la Comisión Europea. Este nivel de control añade una capa de incertidumbre regulatoria significativa, especialmente en sectores estratégicos como la energía o la banca.

Un elemento diferencial del contexto español, especialmente relevante para los casos analizados, es la capacidad de los poderes públicos para intervenir en operaciones de

M&A bajo criterios de interés nacional o estabilidad sistémica. Esta intervención puede adoptar formas que van desde declaraciones públicas que condicionan el clima político de la operación hasta mecanismos formales como las condiciones adicionales impuestas por el Consejo de Ministros al amparo de la Ley de Defensa de la Competencia. Esta dimensión política, ausente en los marcos teóricos clásicos de valoración, constituye una de las variables explicativas centrales del presente trabajo.

3. Análisis del Caso Endesa

3.1 Contexto Estratégico y Gobierno Corporativo Pre-OPA

En septiembre de 2005, cuando Gas Natural lanzó su OPA sobre Endesa, la eléctrica era la mayor compañía del sector en España y una de las principales utilities europeas, con presencia en más de diez países, una cuota de producción en el sistema ordinario cercana al 39% y una capitalización bursátil superior a los 18.000 millones de euros. Su posición de liderazgo, su base de activos diversificada internacionalmente y su tamaño la convertían en el objetivo más atractivo del proceso de consolidación del sector eléctrico europeo que se estaba produciendo en ese período.

El Consejo de Administración estaba compuesto por 14 miembros: Manuel Pizarro Moreno como Presidente y Rafael Miranda Robredo como Consejero Delegado en calidad de ejecutivos, Miguel Blesa de la Parra como único consejero dominical en representación de Caja Madrid, y nueve consejeros independientes que constituían la mayoría del órgano, dotando al consejo de un alto grado de independencia formal respecto a los accionistas. Existían además cláusulas de blindaje para 31 directivos en caso de cambio de control, aprobadas por el propio consejo, lo que introducía un conflicto de interés relevante: la dirección tenía incentivos personales para resistir cualquier toma de control con independencia de si el precio ofrecido era o no favorable para los accionistas.

Desde el primer momento, Pizarro rechazó públicamente la oferta de Gas Natural calificándola de "hostil e insuficiente", argumentando que el precio no reflejaba el valor real ni el potencial de la compañía. La estrategia defensiva del consejo combinó la búsqueda activa de un white knight, la interposición de acciones judiciales contra Gas Natural e Iberdrola por presunto pacto previo ilícito, y una intensa campaña de comunicación dirigida a los inversores institucionales internacionales para argumentar la insuficiencia de las primas ofrecidas. El objetivo declarado del consejo ante los mercados

era triple: defender los intereses de los accionistas, el valor de la compañía y el proyecto empresarial independiente.

La característica más determinante de la estructura accionarial de Endesa era la ausencia total de accionista de control. Los únicos accionistas con participaciones significativas declaradas eran Caja Madrid con un 9,00%, Chase Nominees Ltd. con un 5,73%, AXA S.A. con un 5,35%, a través de sus filiales AXA IM, AXA Rosenberg y ACM, y State Street Bank and Trust Co. con un 5,04%. Los propios consejeros ejecutivos mantenían participaciones testimoniales: Pizarro era titular de tan solo el 0,009% del capital social, lo que reforzaba la percepción de que la dirección no tenía intereses económicos alineados con los accionistas en la misma medida que estos últimos.

Aproximadamente el 48% del capital estaba en manos de inversores extranjeros, el 26% en institucionales españoles y el 26% restante en minoritarios (Endesa, SEC Filing, febrero 2006). Esta dispersión accionarial tenía una implicación estratégica fundamental: en ausencia de un núcleo duro de control capaz de bloquear o avalar una oferta, el desenlace del proceso dependía en última instancia de la decisión de los inversores institucionales internacionales, quienes actuarían guiados por criterios estrictamente financieros. Ello convertía la suficiencia de la prima ofrecida en el factor decisivo, y explicaba la dinámica de escalada de ofertas que caracterizó el proceso: ningún oferente podía asegurarse el control sin ofrecer condiciones económicas suficientemente atractivas para un accionariado disperso, racional y sin vínculos estratégicos con ninguno de los contendientes.

3.2 Situación Financiera Pre-OPA

En el momento previo al inicio del proceso, Endesa era la mayor utility eléctrica de España y una de las principales de Europa, operando en un sector en plena consolidación continental donde el tamaño y la base de activos regulados constituían ventajas competitivas difícilmente replicables. Sus indicadores financieros de 2005 y 2006 reflejan una compañía con fundamentos operativos robustos, márgenes en expansión y una posición estratégica que el mercado estaba valorando muy por debajo de su valor intrínseco real.

Tabla 1. Principales indicadores financieros de Endesa (2005–2006)

Indicador	**2005**	**2006**	**Variación**
Ingresos totales (M€)	18.229	20.580	12,90%
EBITDA (M€)	6.020	7.139	18,60%
Margen EBITDA (%)	33,00%	34,70%	+1,7 pp
Beneficio neto atribuible (M€)	3.182	2.969	−6,7%
BPA (€/acción)	3,01	2,8	−7,0%
ROE (%)	27,50%	26,30%	−1,2 pp
ROCE (%)	14,10%	16,70%	+2,6 pp
Deuda neta (M€)	18.423	20.151	9,40%
Deuda neta / EBITDA (x)	3,1x	2,8x	−0,3x
PER (x)	6,0x	6,4x	+0,4x
EV/EBITDA (x)	6,2x	5,5x	−0,7x

Fuente: elaboración propia a partir de Endesa, Documentación Legal 2006.

En el plano operativo, el crecimiento es sólido y generalizado. El EBITDA creció un 18,6% hasta los 7.139 millones de euros, con el margen mejorando del 33,0% al 34,7%. Este avance estuvo impulsado por tres factores convergentes: la subida de los precios de la electricidad en los mercados en los que operaba la compañía, la expansión del negocio en Latinoamérica y la contención de costes fijos, con los gastos de personal creciendo solo un 3,9%. El ROCE mejoró del 14,1% al 16,7%, evidenciando una mayor eficiencia en el uso del capital invertido y confirmando que el crecimiento del resultado operativo superaba al del capital empleado.

El descenso del beneficio neto atribuible del 6,7% y del BPA del 7,0% podría interpretarse a primera vista como una señal de deterioro, pero responde exclusivamente a un efecto base contable: en 2005 se registró una plusvalía extraordinaria de 1.115 millones de euros por la venta de Auna que no se repitió en 2006. Eliminado ese impacto, el beneficio recurrente creció un 40%, lo que refuerza la solidez del negocio subyacente. Por la misma razón, el ligero descenso del ROE del 27,5% al 26,3% no refleja deterioro operativo sino la reducción de los fondos propios provocada por el pago de un dividendo extraordinario de 2.218 millones en julio de 2006, decisión que en sí misma evidenciaba

la capacidad de la compañía para remunerar al accionista desde una posición de fortaleza financiera.

En cuanto al endeudamiento, la deuda neta aumentó un 9,4% hasta los 20.151 millones, incremento que respondió principalmente a dos factores: el citado dividendo extraordinario y el avance del plan inversor, que elevó el CAPEX hasta los 3.545 millones. Sin embargo, la ratio de apalancamiento mejoró de 3,1x a 2,8x deuda neta sobre EBITDA, gracias al fuerte crecimiento del resultado operativo, situándose en niveles coherentes con el sector eléctrico regulado europeo. El dato relevante no es el volumen absoluto de deuda sino su tendencia: con el EBITDA creciendo más rápido que la deuda, la capacidad de repago mejoraba año a año.

Los múltiplos de mercado son el elemento más revelador y el que mejor explica lo que ocurrió después. Tomando como referencia el precio previo al lanzamiento de la OPA de Gas Natural, 18,05 euros por acción, el PER implícito se situaba en 6,0–6,4x y el EV/EBITDA en 5,5–6,2x, sensiblemente por debajo de los rangos de 7x–9x a los que cotizaban las principales utilities europeas comparables en ese período. Esta depresión de los múltiplos no respondía a debilidad fundamental sino a dos factores externos: la incertidumbre regulatoria del sector eléctrico español, que penalizaba a todas las eléctricas nacionales, y el elevado nivel de CAPEX, que comprimía el flujo de caja libre a corto plazo sin que el mercado incorporara adecuadamente el potencial de generación de valor una vez completado el ciclo inversor. Significativamente, los analistas independientes valoraban Endesa en torno a los 28 euros por acción en ese momento (Fernández y Campa, 2006), un 55% por encima del precio de cotización de 18,05 euros, lo que evidenciaba una brecha de valoración sustancial entre el precio de mercado y el valor fundamental de la compañía. Esta brecha era precisamente la que justificaba el rechazo sistemático del consejo a las ofertas iniciales y la que, como se analizará en el apartado siguiente, desencadenó la escalada competitiva entre oferentes: cualquier adquirente que comprendiera el valor real de los activos de Endesa sabía que una prima modesta sobre un precio de mercado deprimido era insuficiente, y que el proceso terminaría necesariamente con un precio muy superior a la inicial.

3.3 Análisis de la oferta

3.3.1 Cronología y escalada de ofertas

El proceso de disputa por el control de Endesa se desarrolló entre septiembre de 2005 y octubre de 2007, con tres oferentes principales y una escalada de precios sin precedentes en la historia corporativa española. Su origen hay que buscarlo en el contexto de consolidación del sector eléctrico europeo de ese período, en el que las grandes utilities del continente buscaban ganar dimensión y diversificación geográfica antes de la liberalización completa del mercado interior de la energía prevista para 2007.

El proceso se inició el 5 de septiembre de 2005, cuando Gas Natural lanzó una OPA sobre el 100% del capital de Endesa a 21,30 euros por acción, prima del 14,8% sobre el precio de cierre del día anterior, 18,56 euros. La oferta tenía carácter mixto, un 65,5% en acciones de nueva emisión y el 34,5% restante en efectivo, lo que introducía una incertidumbre relevante sobre el precio real que recibirían los accionistas, dependiente de la evolución bursátil del propio oferente. El consejo rechazó la oferta al día siguiente calificándola de hostil e insuficiente. Gas Natural obtendría la autorización del Consejo de Ministros en febrero de 2006, pero con condiciones que deterioraron considerablemente el atractivo estratégico de la operación.

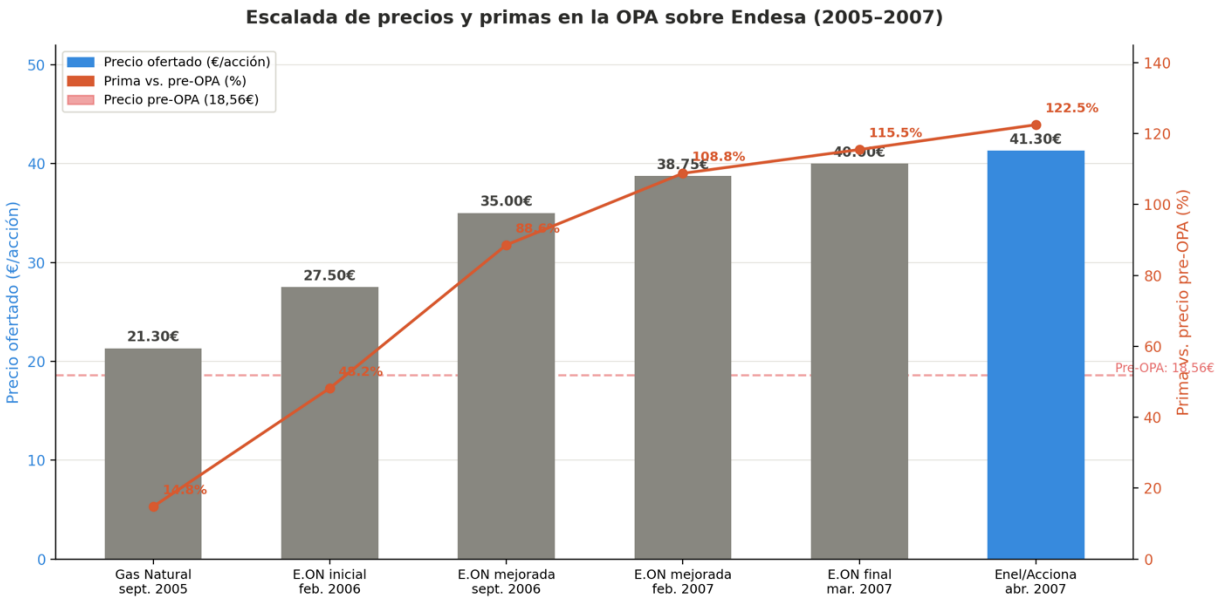
Fue en ese contexto cuando E.ON irrumpió el 21 de febrero de 2006 con una contraoferta a 27,50 euros íntegramente en efectivo, mejorando la oferta de Gas Natural en un 29,1% y situando la prima sobre el precio pre-OPA en el 48,2%. Sin embargo, la oferta alemana se vio sometida a un intenso escrutinio político: el gobierno aprobó un Real Decreto que ampliaba las competencias de la Comisión Nacional de Energía para analizar la operación, y la oposición a que la mayor eléctrica española cayera en manos de una empresa participada por el Estado alemán fue creciendo.

El proceso dio un giro decisivo el 25 de septiembre de 2006, cuando Acciona adquirió un 10% de Endesa en el mercado a unos 33 euros por acción con el propósito declarado de ampliar su participación hasta el 24,9%. Con Acciona y posteriormente Enel acumulando posiciones de forma coordinada, E.ON se encontró con que más del 46% del capital estaba en manos de accionistas contrarios a su proyecto, haciendo aritméticamente imposible superar el umbral de aceptación del 50,01%. E.ON respondió elevando sucesivamente su precio: a 35 euros en septiembre de 2006, a 38,75 en febrero de 2007 y

a 40 en marzo de 2007, pero cada mejora fue neutralizada con nuevas adquisiciones por parte de Enel, que en febrero de 2007 había alcanzado ya el 24,98% del capital. La tensión política alcanzó su punto más visible el 2 de abril de 2007, cuando el presidente de la CNMV, Manuel Conthe, dimitió por discrepancias con el Consejo de la CNMV, que rechazó su propuesta de sancionar a Enel y Acciona por sus maniobras de adquisición durante el período de vigencia de la oferta de E.ON.

El desenlace llegó el 11 de abril de 2007, cuando Enel y Acciona, que conjuntamente controlaban el 46,01% del capital, presentaron una OPA formal y conjunta sobre el 100% de Endesa a 41,30 euros por acción íntegramente en efectivo, prima del 122,5% sobre el precio previo al inicio del proceso. Ante la imposibilidad aritmética de superar el umbral de aceptación, E.ON optó por retirarse y negociar la compensación en activos por valor de 11.500 millones de euros. El consejo de Endesa recomendó por unanimidad la aceptación en agosto de 2007, avalada por los fairness opinions de seis bancos de inversión internacionales. El 1 de octubre de 2007 concluyó el plazo de aceptación con una adhesión del 92,06% del capital.

3.3.2 Primas y múltiplos implícitos



Fuente: elaboración propia a partir de CNMV, BORME y fuentes primarias.

Para evaluar la razonabilidad financiera de cada oferta, la tabla siguiente recoge los múltiplos implícitos en cada precio ofrecido, tomando como referencia el EBITDA de 2006 (7.139 M€), la deuda neta a cierre de ese ejercicio (20.151 M€) y el BPA de 2006 (2,80€).

Tabla 2. Múltiplos implícitos en cada oferta sobre Endesa

Oferta	**Precio (€/acc.)**	**Prima vs. pre-OPA**	**EV implícito (M€)**	**EV/EBITDA (2006)**	**PER (2006)**
Cotización pre-OPA	18,56	—	39.812	5,6x	6,6x
Gas Natural (sept. 2005)	21,3	14,80%	42.702	6,0x	7,6x
E.ON inicial (feb. 2006)	27,5	48,20%	49.267	6,9x	9,8x
E.ON mejorada (sept. 2006)	35	88,60%	57.207	8,0x	12,5x
E.ON mejorada (feb. 2007)	38,75	108,80%	61.178	8,6x	13,8x
E.ON final (mar. 2007)	40	115,50%	62.501	8,8x	14,3x
Enel/Acciona (abr. 2007)	41,3	122,50%	63.877	8,9x	14,8x

Fuente: elaboración propia a partir de CNMV, BORME y fuentes primarias.

La lectura de la tabla permite identificar tres conclusiones relevantes. Primero, las ofertas iniciales eran financieramente insuficientes: Gas Natural a 6,0x EV/EBITDA apenas superaba los múltiplos de cotización de Endesa y se situaba muy por debajo de los rangos de 7x–9x de las utilities europeas comparables, lo que justificaba plenamente el rechazo del consejo. Segundo, fue la entrada de Acciona como accionista de bloqueo el factor que forzó la escalada a múltiplos sectorialmente razonables, no la lógica financiera de los oferentes por sí sola. Tercero, la prima final del 122,5% resulta extraordinariamente elevada en cualquier contexto de referencia: la media histórica de primas en OPAs europeas se sitúa en el rango del 20–40%, lo que hace que el precio final de Enel/Acciona triplique con creces ese umbral y plantee interrogantes inmediatos sobre la sostenibilidad de la valoración para el adquirente.

3.3.3 Estructura de la contraprestación y financiación del adquirente

La oferta de Enel y Acciona fue íntegramente en efectivo, decisión que tuvo implicaciones determinantes tanto para los accionistas de Endesa como para la estructura financiera del adquirente. Para los accionistas, la contraprestación en efectivo eliminaba toda incertidumbre sobre el valor real recibido: los 41,30 euros por acción eran ciertos, inmediatos y no sujetos a riesgo de dilución. Esta certidumbre, combinada con la magnitud de la prima, es uno de los factores que explica la tasa de aceptación del 92,06%.

Para el adquirente, sin embargo, la contraprestación en efectivo exigió articular una estructura de financiación de extraordinaria magnitud. Enel suscribió un crédito sindicado de 35.000 millones de euros para hacer frente al desembolso bruto de aproximadamente 43.700 millones más la deuda neta consolidada de Endesa de 20.151 millones. Un elemento central de la viabilidad financiera fue el acuerdo tripartito con E.ON, que renunciaba a su OPA a cambio de activos valorados en 11.500 millones. Esta desinversión cumplía una doble función estratégica: reducía parcialmente el endeudamiento derivado de la adquisición y eliminaba los principales escollos regulatorios en materia de competencia. Adicionalmente, el acuerdo con Acciona incluía una opción de compraventa por la que Enel podría adquirir el 25% de Endesa en manos de Acciona, opción ejercida en febrero de 2009 por 11.107 millones, convirtiendo a Enel en propietario del 92% del capital.

A diferencia del caso BBVA-Sabadell, la prima no sufrió ninguna erosión durante el proceso al estar denominada íntegramente en efectivo. El único ajuste fue el descuento del dividendo complementario de 1,14 euros abonado por Endesa en julio de 2007, que redujo el precio efectivo de 41,30 a 40,16 euros sin deteriorar las condiciones netas de la oferta para el accionista.

3.3.4 ¿Hubo sobreprecio? La maldición del ganador

La pregunta sobre si Enel y Acciona pagaron en exceso por Endesa es una de las más relevantes del análisis, y los indicios apuntan a que sí. El estudio de Fernández y Campa (2006) estimaba el valor fundamental de una acción de Endesa en torno a 28 euros, cifra que coincide con la oferta inicial de E.ON de 27,50 euros. El precio final de 41,30 euros superaba esa valoración en casi un 48%, una brecha difícilmente justificable desde el

análisis fundamental. Los múltiplos implícitos en la oferta final, 8,9x EV/EBITDA 2006 y 10,1x sobre el EBITDA de 2007, incorporaban unas expectativas de sinergias que el desarrollo posterior de la compañía no llegó a materializar plenamente, y la caída de la cotización de Enel en los meses siguientes confirmó que el mercado interpretaba el precio pagado como excesivo.

Este resultado es consistente con la maldición del ganador (Roll, 1986): la presencia de tres oferentes con motivaciones estratégicas radicalmente distintas, Gas Natural persiguiendo la consolidación nacional, E.ON la expansión europea, y Enel/Acciona impidiendo que Endesa cayera en manos alemanas, generó una dinámica de escalada en la que el precio dejó de estar anclado en el valor fundamental y pasó a reflejar el valor estratégico percibido por cada contendiente. En ausencia de competencia entre oferentes, como ocurrirá en el caso BBVA-Sabadell, este mecanismo no se activa, lo que desplaza el análisis explicativo hacia otras variables.

3.4 Reacción del mercado y factores determinantes del resultado

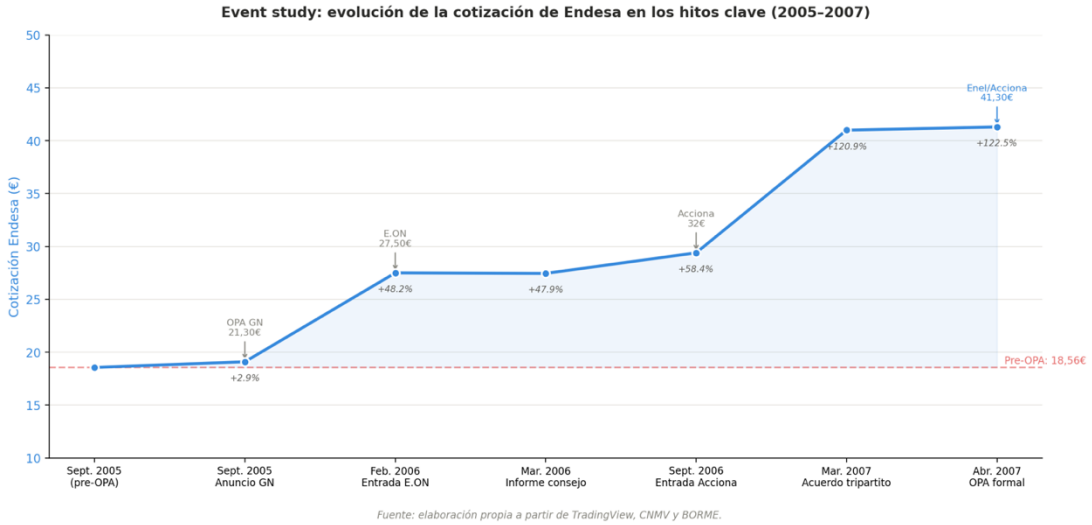
3.4.1 Event study y creación de valor

El análisis de la reacción bursátil ante los principales hitos del proceso permite identificar con claridad cómo incorporó el mercado en cada momento las expectativas sobre el precio final de la operación. La tabla y el gráfico siguientes recogen la evolución de la cotización de Endesa en los momentos clave del proceso:

Tabla 3. Evolución de la cotización de Endesa en los hitos clave del proceso (2005–2007)

Fecha	Hito	Cotización Endesa (€)	Variación vs. pre-OPA
2 sept. 2005	Cotización pre-OPA	18,56	—
5 sept. 2005	Anuncio OPA Gas Natural (21,30€)	~19,09	2,90%
21 feb. 2006	Entrada E.ON (27,50€)	27,5	48,20%
6 mar. 2006	Informe consejo sobre OPA Gas Natural	27,45	47,90%
25 sept. 2006	Entrada Acciona (compra a 32€)	29,4	58,40%
26 mar. 2007	Acuerdo tripartito Enel/Acciona/E.ON	41	120,90%
11 abr. 2007	OPA formal Enel/Acciona (41,30€)	41,3	122,50%

Fuente: elaboración propia a partir de TradingView, CNMV y BORME.



La cotización de Endesa no convergió nunca hacia el precio ofrecido por Gas Natural, 21,30 euros, sino que desde el primer día se situó por encima de él. El precio de las acciones superó por primera vez el precio ofrecido por Gas Natural tan solo quince días después del anuncio, y no volvió a situarse por debajo en ningún momento posterior. Este comportamiento es una señal inequívoca de que el mercado anticipaba desde el inicio que la prima del 14,8% era insuficiente y que el proceso terminaría con un precio muy superior. El informe del consejo de Endesa de marzo de 2006 recogía que la cotización ese día era de 27,45 euros, argumentando que ese nivel reflejaba la percepción del mercado sobre la robustez de los fundamentales de la compañía (BORME, informe Consejo de Administración Endesa sobre OPA Gas Natural, marzo 2006).

La entrada de E.ON ancló la cotización en el entorno de los 27–28 euros, y cada nueva mejora de precio fue seguida de un ajuste al alza inmediato. El punto de inflexión más relevante fue la irrupción de Acciona el 25 de septiembre de 2006, que adquirió un 10% a 32 euros cuando la cotización era de 29,40 euros, empujando la acción hacia los 35–36 euros en las semanas siguientes. El máximo histórico se alcanzó el 26 de marzo de 2007 en 41,00 euros, coincidiendo con el anuncio del acuerdo tripartito que despejó definitivamente las incertidumbres sobre el desenlace.

La reacción de los oferentes fue diferenciada y financieramente elocuente. Gas Natural cayó un 10,5% desde los 24,53 euros del anuncio hasta los 21,96 euros en menos de dos meses, reflejando la percepción del mercado de que estaba ofreciendo acciones propias sobrevaloradas para adquirir un activo de mayor calidad y que la oferta mixta penalizaba a sus propios accionistas. E.ON tuvo una reacción más neutra al presentar una oferta íntegramente en efectivo a un precio que el mercado consideraba razonable. Acciona vio su cotización reforzada progresivamente, interpretándose su entrada como una apuesta estratégica acertada que le otorgaba una posición de palanca en la reconfiguración del sector energético español.

Desde una perspectiva ex ante, la operación generó una creación de valor extraordinaria para los accionistas de Endesa. Un inversor que hubiera adquirido acciones al precio previo al inicio del proceso, 18,56 euros, y las hubiera acudido a la OPA al precio ajustado de 40,16 euros habría obtenido una rentabilidad del 116,6% en aproximadamente dos años, sin incluir los dividendos extraordinarios percibidos durante el proceso. Incorporando el conjunto de retornos distribuidos durante 2006, el propio informe financiero de Endesa registraba una rentabilidad total para el accionista del 72,1% solo en ese ejercicio, la más alta de la historia de la compañía hasta ese momento.

Desde una perspectiva ex post, sin embargo, el análisis es radicalmente distinto según el actor considerado. Para los accionistas de Endesa el resultado fue óptimo: recibieron un precio que superaba con creces el valor fundamental estimado por los analistas independientes en torno a los 28 euros. Para Enel, el resultado fue considerablemente más gravoso: asumió consolidada la deuda de Endesa, más de 20.000 millones de euros, más el crédito sindicado de 35.000 millones contratado para financiar la adquisición, generando una carga financiera que condicionó su estrategia corporativa durante años. Acciona terminó vendiendo su participación del 25% a Enel en febrero de 2009 por 11.107 millones recuperando su inversión con un retorno razonable, aunque sin la rentabilidad estructural que hubiera obtenido de mantener la participación a largo plazo. Esta asimetría entre el resultado para el objetivo y para el adquirente es el resultado esperado bajo el marco teórico de la maldición del ganador y constituye uno de los ejes centrales del análisis comparativo del capítulo 5.

3.4.2 Rol de la prima y la competencia entre oferentes

La variable más visible del proceso fue la escalada de la prima, que pasó del 14,8% inicial de Gas Natural hasta el 122,5% de la oferta final de Enel/Acciona. Esta escalada no fue casual sino el resultado directo de la estructura competitiva del proceso: la presencia de tres oferentes con motivaciones estratégicas distintas e incompatibles generó una dinámica de puja en la que ninguno podía permitirse quedarse por debajo del precio del competidor sin perder definitivamente la batalla. Gas Natural no podía mejorar significativamente su oferta sin comprometer su propio balance, dado que la mayor parte de su contraprestación era en acciones propias. E.ON sí tenía capacidad financiera para mejorar en efectivo, pero se encontró con que Acciona y Enel habían acumulado conjuntamente el 46% del capital, haciendo aritméticamente imposible superar el umbral de aceptación del 50,01% aunque todos los accionistas minoritarios restantes acudieran a su oferta. Enel y Acciona, conscientes de su posición de fuerza, pudieron presentar una oferta final a 41,30 euros sabiendo que era suficiente para captar el 46% restante del capital sin necesidad de entrar en una nueva escalada.

El papel de los accionistas significativos fue determinante en este proceso. E.ON intentó asegurarse el apoyo de Caja Madrid, titular del 9,9% del capital, mediante un contrato de equity swap, pero la acumulación de posiciones por parte de Acciona y Enel hizo que ese mecanismo perdiera su relevancia al hacer aritméticamente imposible el éxito de la oferta alemana. La SEPI, con un 3% del capital, optó por la neutralidad y no acudió a ninguna oferta. Con estos condicionantes, el resto del accionariado, disperso entre inversores institucionales internacionales sin vínculos estratégicos con ningún contendiente, actuó como árbitro financiero que premió con su adhesión la oferta que mejor retribuía su inversión, lo que explica la tasa de aceptación del 92,06%.

La competencia entre oferentes fue, por tanto, el mecanismo que transformó una prima inicialmente modesta en una prima extraordinaria. Sin la entrada de E.ON como white knight, la oferta de Gas Natural habría enfrentado menos presión competitiva. Sin la irrupción de Acciona como accionista de bloqueo, E.ON podría haber estabilizado el precio en el entorno de los 35–38 euros. Y sin la presencia de Enel como socio estratégico de Acciona, el proceso podría haberse prolongado indefinidamente en litigios regulatorios. La combinación de los tres generó el único escenario en el que el precio podía alcanzar el nivel necesario para convencer a un accionariado disperso y exigente.

3.4.3 Intervención regulatoria y posición del gobierno español

La dimensión política del proceso fue paradójicamente uno de los factores que contribuyó al éxito de la operación, aunque no de la forma que el gobierno pretendía. El ejecutivo de Zapatero apoyó inicialmente la oferta de Gas Natural por razones de política industrial y posteriormente intentó obstaculizar la oferta de E.ON mediante el Real Decreto que ampliaba las competencias de la Comisión Nacional de Energía para evaluar concentraciones en el sector, movimiento que la Comisión Europea consideró contrario al Derecho comunitario y por el que abrió un proceso de infracción contra España. Al mismo tiempo, el gobierno toleró, y según diversas fuentes periodísticas alentó, la entrada de Acciona y Enel en el capital de Endesa como alternativa a E.ON, a pesar de que esta maniobra fue objeto de controversia regulatoria en el seno de la propia CNMV.

El episodio más revelador de la dimensión política del proceso fue la dimisión del presidente de la CNMV, Manuel Conthe, el 2 de abril de 2007. Conthe dimitió por discrepancias con el Consejo de la CNMV, que rechazó por mayoría su propuesta de sancionar a Enel y Acciona por sus maniobras de adquisición de acciones en mercado durante el período de vigencia de la oferta de E.ON. El propio Conthe reconoció posteriormente que el gobierno influyó en la decisión de forma indirecta, a través de los miembros del Consejo de la CNMV. La dimisión de Conthe generó una crisis institucional que dañó la imagen de independencia del regulador español, pero no impidió el avance de la operación.

El resultado neto de la intervención política fue contradictorio: el gobierno intentó primero favorecer a Gas Natural, luego obstaculizar a E.ON, y finalmente terminó allanando el camino a Enel y Acciona. Ninguna de estas intervenciones fue decisiva por sí sola, pero en conjunto contribuyeron a crear un entorno de incertidumbre regulatoria que paradójicamente aceleró el desenlace al hacer inviable la oferta de E.ON y facilitar la posición de fuerza de Enel y Acciona. Esta dinámica, donde la intervención política resultó ser un factor acelerador y no bloqueador del proceso, contrasta radicalmente con lo que ocurrirá en el caso BBVA-Sabadell, donde la intervención fue deliberada, estructurada y diseñada para hacer la operación económicamente inviable sin bloquearla formalmente.

4. Caso Sabadell–BBVA (2024)

4.1 Contexto Estratégico y Gobierno Corporativo Pre-OPA

En el momento del lanzamiento de la OPA de BBVA sobre Sabadell en mayo de 2024, el banco catalán atravesaba el mejor ciclo de su historia reciente. Tras años de reestructuración y reducción de balance, Sabadell había alcanzado en 2023 un beneficio neto récord y una senda de mejora sostenida de su rentabilidad, lo que convertía el momento del anuncio en especialmente inoportuno desde la perspectiva del consejo: BBVA lanzaba su oferta precisamente cuando Sabadell estaba demostrando al mercado que su proyecto independiente era viable y rentable. Este contexto estratégico es fundamental para entender la firmeza y coherencia del rechazo del consejo a lo largo de todo el proceso.

El Consejo de Administración estaba presidido por Josep Oliu Creus, presidente de la entidad desde 1999 y con una vinculación institucional al banco de más de tres décadas. La dirección ejecutiva recaía en el Consejero Delegado César González-Bueno, nombrado en diciembre de 2020 procedente de McKinsey y artífice de la recuperación estratégica del banco desde ese año. El único consejero dominical era David Martínez Guzmán, con una participación relevante en el capital y el único miembro del consejo que finalmente acudiría a la OPA con su 3,86%. El resto del consejo estaba compuesto mayoritariamente por consejeros independientes.

Desde el primer momento, el consejo adoptó una postura de rechazo activo y unánime. Cuando BBVA presentó su propuesta inicial de fusión el 30 de abril de 2024, el consejo la rechazó por considerarla insuficiente. Cuando BBVA escaló a una OPA formal en mayo de 2024, el consejo volvió a rechazarla por unanimidad argumentando que el precio no recogía adecuadamente el valor intrínseco de las acciones e infravaloraba muy significativamente el proyecto independiente de la entidad (Banco Sabadell, informe del consejo a la CNMV, septiembre 2025). El argumento central del rechazo descansaba sobre tres pilares: primero, que el precio ofrecido era inferior al valor de mercado de las acciones; segundo, que el proyecto independiente generaba más valor para el accionista que la oferta de BBVA, proyectando devolver el 40% del valor de la acción en dividendos en los siguientes dos años y medio; y tercero, que las sinergias proyectadas por BBVA eran de realización incierta y muy dilatada en el tiempo, especialmente tras las

condiciones impuestas por la CNMC. A diferencia del caso Endesa, donde el consejo de Pizarro resistió desde una posición de relativa debilidad, el consejo de Sabadell rechazó la oferta desde una posición de fortaleza: resultados récord, cotización en máximos históricos y un plan estratégico que el mercado estaba validando progresivamente.

La estructura accionarial de Sabadell presentaba una característica que la diferenciaba radicalmente de Endesa: la ausencia de cualquier accionista de control y una atomización extrema del capital. El accionariado estaba dividido aproximadamente en un 52% de inversores institucionales y un 48% de accionistas minoristas, con el capital institucional altamente fragmentado entre grandes gestoras globales sin posición dominante individual. Los accionistas significativos declarados ante la CNMV eran BlackRock con aproximadamente un 3,8%, David Martínez Guzmán con un 3,4%, Dimensional Fund Advisors con un 3,0%, UBS con un 2,8% y Norges Bank con un 2,2%. Ninguno superaba el 5% del capital, situando a Sabadell en una posición de dispersión accionarial incluso mayor que la de Endesa en 2005.

Un elemento estructural de gran relevancia era que varios de los grandes accionistas institucionales de Sabadell eran simultáneamente accionistas relevantes de BBVA — BlackRock superaba el 9% del capital de BBVA mientras tenía el 3,26% de Sabadell, y otros como Norges Bank, Vanguard y Massachusetts Financial Services estaban presentes en ambos accionariados. Esto generaba un potencial conflicto de interés en su decisión: aceptar la OPA implicaba convertirse en accionistas del adquirente, cuyas acciones eran el propio instrumento de pago. Este solapamiento de accionariado, inexistente en el caso Endesa, añadía una complejidad adicional al proceso decisional de los inversores institucionales.

El elemento más diferencial respecto a Endesa fue, sin embargo, la alta proporción de accionistas minoristas, cerca del 48% del capital, y el hecho de que aproximadamente el 80% de ellos eran también clientes del banco. Esta dimensión cliente-accionista introducía una variable de lealtad institucional que no existe en una utility eléctrica y que condicionaba su disposición a aceptar una oferta que implicaba convertirse en accionistas de un banco competidor. Con aproximadamente el 30,8% del capital depositado en el propio banco, este bloque de clientes-accionistas actuó como mecanismo de defensa informal que ninguna prima financiera podía contrarrestar fácilmente, y que constituyó uno de los argumentos defensivos más potentes del consejo a lo largo de todo el proceso.

4.2 Situación Financiera Pre-OPA

En el momento previo al lanzamiento de la OPA, Sabadell presentaba el mejor perfil financiero de su historia reciente, resultado de un plan de transformación ejecutado desde 2020 bajo la dirección de González-Bueno. Los datos corresponden a los ejercicios 2022 y 2023, extraídos de los comunicados de resultados depositados ante la CNMV.

Tabla 4. Principales indicadores financieros de Banco Sabadell (2022–2023)

Indicador	**2022**	**2023**	**Variación**
Cuenta de resultados			
Margen de intereses (M€)	3.800	4.723	24,30%
Comisiones netas (M€)	1.490	1.386	−7,0%
Beneficio neto atribuible (M€)	858	1.332	55,10%
BPA (€/acción)	0,14	0,27	92,90%
Solvencia			
CET1 fully loaded (%)	12,54%	13,21%	+67 pb
Capital Total (%)	17,10%	17,78%	+68 pb
Coste de riesgo (pb)	39	43	+4 pb
Rentabilidad			
ROTE (%)	8,00%	11,50%	+3,5 pp
Múltiplos de mercado (ref. 29 abr. 2024)			
Capitalización bursátil (M€)	—	12.200	—
Precio acción pre-OPA (€)	—	~2,43	—
PER (x)	—	9,2x	—
P/VC tangible (x)	—	~1,05x	—

Fuente: elaboración propia a partir de Banco Sabadell, Resultados anuales 2022 y 2023 (comunicados a CNMV); BBVA, Presentación OPA Sabadell, septiembre 2025.

El indicador más relevante del período es el ROTE, que pasó del 8,0% en 2022 al 11,5% en 2023, un avance de 3,5 puntos porcentuales que refleja la aceleración de la mejora estructural ejecutada desde 2020. Detrás de esta mejora está principalmente el entorno de tipos de interés: las subidas del BCE desde mediados de 2022 impulsaron el margen de intereses un 24,3% hasta los 4.723 millones, dado que la cartera de crédito variable de Sabadell, con elevada exposición a hipotecas y crédito a pymes a tipo Euribor, reprecia más rápido que sus depósitos en un ciclo alcista. La contrapartida fue la caída del 7,0% en comisiones netas, atribuible al trasvase de ahorro desde fondos de inversión hacia

depósitos a plazo. El beneficio neto saltó un 55,1%, de 858 a 1.332 millones, confirmando la solidez estructural del crecimiento.

El BPA amplificó este crecimiento hasta el 92,9%, de 0,14 a 0,27 euros por acción, por efecto de los programas de recompra ejecutados a lo largo de 2022 y 2023, que redujeron el número de acciones en circulación de aproximadamente 6.200 millones a 5.024 millones. Este efecto de concentración del beneficio en un menor número de títulos fue uno de los argumentos que el consejo utilizó activamente para defender la cotización frente a la oferta de BBVA.

La posición de solvencia era igualmente sólida y en mejora. El CET1 fully loaded avanzó 67 puntos básicos hasta el 13,21%, impulsado por la generación orgánica de capital, la reducción del crédito problemático y la disciplina en la distribución, con un pay-out del 50% que dejó la otra mitad de los beneficios retenida en balance. Esta posición de exceso de capital se tradujo en programas de recompra y dividendos extraordinarios que, además de remunerar al accionista, actuaron como argumento defensivo adicional frente a la oferta de BBVA. El coste de riesgo se situó en 43 puntos básicos, nivel contenido que confirma la calidad crediticia del balance y descarta que el crecimiento del beneficio respondiera a una relajación en la gestión del riesgo.

Los múltiplos de mercado son el elemento más relevante para el análisis de la oferta. Tomando como referencia el precio de cierre del 29 de abril de 2024, día anterior a la divulgación de las conversaciones de fusión según el propio folleto de BBVA, la capitalización de Sabadell era de aproximadamente 12.200 millones sobre 5.024 millones de acciones, equivalente a un precio de referencia de ~2,43 euros. El PER implícito era de 9,2x, múltiplo moderado para una entidad que acababa de batir su récord histórico de beneficio. El P/VC tangible se situaba en torno a 1,05x, calculado sobre un valor contable tangible de 2,31 euros por acción. Ambos múltiplos apuntan a una valoración que el mercado no había terminado de actualizar: pese a la mejora sustancial de los fundamentos, la cotización seguía incorporando el descuento histórico que penalizó a Sabadell durante años por su menor tamaño relativo y los años de baja rentabilidad previos al plan estratégico de 2021. Esta brecha entre fundamentos mejorados y valoración deprimida es, al igual que en el caso Endesa, el argumento central del consejo para rechazar la oferta de BBVA como insuficiente, aunque como se verá en el análisis comparativo, las implicaciones de esa infravaloración son distintas en cada caso.

4.3 Análisis de la oferta

4.3.1 Cronología y evolución de la oferta

El proceso se inició el 30 de abril de 2024, cuando BBVA presentó al consejo de Sabadell una propuesta de fusión amistosa que fue rechazada de inmediato por considerarla insuficiente. Ante ese rechazo, BBVA escaló a una OPA hostil formal anunciada el 9 de mayo de 2024, articulada como un canje de acciones a razón de 1 acción nueva de BBVA por cada 4,83 acciones de Sabadell, sin componente en efectivo, lo que implicaba una valoración de aproximadamente 12.200 millones de euros para el 100% del capital de Sabadell.

El proceso regulatorio siguió un cauce prolongado que se extendió durante dieciséis meses. El BCE otorgó su autorización para la toma de control en septiembre de 2024, eliminando el principal obstáculo prudencial. La CNMC, tras once meses de análisis en segunda fase, aprobó la operación el 30 de abril de 2025 con 14 compromisos vinculantes centrados en protección de pymes, inclusión financiera y cohesión territorial, con duración de tres años prorrogables dos más (CNMC, resolución C/1470/24, abril 2025). Sin embargo, fue la resolución del Consejo de Ministros del 24 de junio de 2025 la que introdujo el factor decisivo: al amparo del artículo 10 de la Ley 15/2007 de Defensa de la Competencia, el gobierno añadió la condición de que ambas entidades mantuvieran personalidad jurídica y patrimonios separados durante un mínimo de tres años, prorrogables dos más, con autonomía plena en gestión de crédito, recursos humanos, red de oficinas y obra social. Esta condición, justificada en cinco criterios de interés general, convertía la OPA en una operación de tenencia de participación sin control efectivo, difiriendo las sinergias y maximizando la incertidumbre estratégica.

En septiembre de 2025, la CNMV autorizó el folleto definitivo con la ecuación de canje ajustada (1 acción BBVA más 0,70 euros en efectivo por cada 5,5483 acciones de Sabadell) para compensar los dividendos distribuidos por ambas entidades desde el anuncio. El período de aceptación se abrió el 8 de septiembre y cerró el 10 de octubre de 2025 con una tasa de aceptación del 25,33%, muy por debajo del umbral mínimo del 49,73% establecido por BBVA, declarándose la OPA ineficaz.

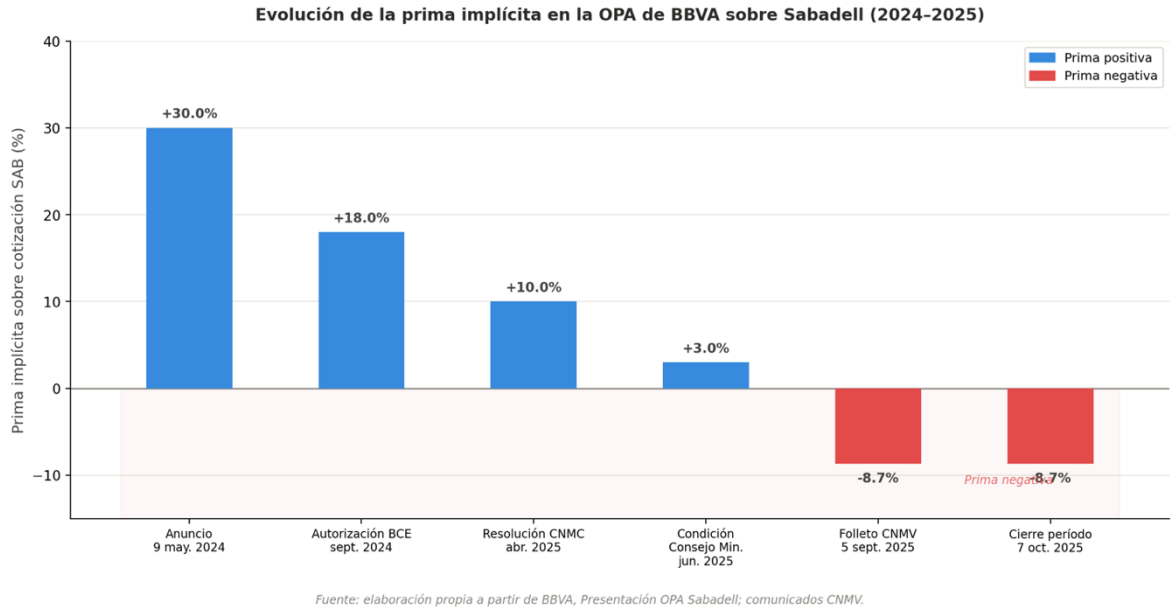
4.3.2 Primas y múltiplos implícitos

La prima ofrecida por BBVA se calculó sobre el precio de cierre del 29 de abril de 2024, el día anterior a la divulgación de las conversaciones de fusión según el propio folleto. Sobre ese precio de referencia de ~2,43 euros por acción, la oferta inicial representaba una prima del 30% y del 42% sobre el precio medio ponderado por volumen del mes anterior.

Tabla 5. Evolución de la prima implícita en la oferta de BBVA sobre Sabadell

Momento	**Ecuación de canje**	**Prima s/ cotización SAB**
Anuncio (9 may. 2024)	1 BBVA × 4,83 SAB	+30% (s/ 29 abr.) / +42% (s/ VWAP 1 mes)
Folleto CNMV (5 sept. 2025)	1 BBVA + 0,70€ × 5,5483 SAB	Prima negativa ~−8,7%
Mejora oferta (22 sept. 2025)	1 BBVA × 4,8376 SAB (100% acciones)	Valoración implícita 3,39€/acc.
Cierre período aceptación (10 oct. 2025)	1 BBVA × 4,8376 SAB	Prima negativa

Fuente: elaboración propia a partir de BBVA, Presentación OPA Sabadell; comunicados CNMV.



Fuente: elaboración propia a partir de BBVA, Presentación OPA Sabadell; comunicados CNMV.

A lo largo del proceso, la prima sufrió una erosión progresiva característica de las OPAs en acciones. Al ser la contraprestación en títulos de BBVA, el valor real de la oferta fluctuaba con la cotización del adquirente: cada caída de BBVA reducía automáticamente lo que recibirían los accionistas de Sabadell, y cada subida de Sabadell, estimulada por la propia OPA y por sus resultados positivos, comprimía la prima implícita. En los 16 meses transcurridos entre el anuncio y el cierre del período de aceptación, Sabadell se revalorizó un 108% frente al 55% de BBVA, invirtiendo completamente la relación de valoración relativa. En la fecha de apertura del período de aceptación, la oferta presentaba ya una prima negativa de aproximadamente el 8,7%, lo que significaba que acudir al canje implicaba recibir menos valor del que se obtenía vendiendo en mercado abierto. Este fenómeno de prima negativa, estructuralmente imposible en una OPA en efectivo como la de Endesa, es el coste más visible de haber elegido el canje de acciones como vehículo de la oferta.

En cuanto a los múltiplos, la oferta inicial implicaba un P/VC tangible de en torno a 1,04x sobre el valor contable tangible de la entidad, múltiplo que reflejaba un escaso reconocimiento de la prima de control. Adquirir el 100% de una entidad con ROTE del 11,5% a apenas 1,04 veces su valor en libros suponía valorar Sabadell prácticamente como si no superara su coste de capital, ignorando la trayectoria de mejora sostenida demostrada entre 2021 y 2023. En términos comparativos, ese múltiplo era notablemente inferior al que el propio BBVA cotizaba en ese momento, en torno a 1,4x P/VC, lo que evidenciaba una asimetría de valoración entre adquirente y objetivo que el consejo señaló de inmediato como argumento central de su rechazo.

4.3.3 Estructura de la contraprestación y financiación del adquirente

A diferencia de la OPA de Enel y Acciona sobre Endesa, formulada íntegramente en efectivo, la oferta de BBVA se articuló como una OPA de canje de acciones, lo que determinó de forma decisiva tanto su mecánica como su resultado. La ventaja estructural de esta modalidad para BBVA era clara: no consumía liquidez ni incrementaba el apalancamiento, limitando el impacto en el CET1 a aproximadamente −34 puntos básicos en un escenario de aceptación plena, frente a un impacto negativo de −225 puntos básicos en activos ponderados por riesgo parcialmente compensado por el badwill contable y otros ajustes. BBVA argumentó además que la venta de la filial británica TSB de Sabadell y el pago del dividendo extraordinario asociado transformarían ese impacto negativo en

positivo, con una contribución neta al CET1 de +26 puntos básicos a medio plazo, permitiendo presentar la operación como capital-neutral o incluso capital-positiva.

Sin embargo, esta misma estructura introdujo la vulnerabilidad que resultó determinante: al estar la contraprestación referenciada al precio de BBVA, el valor real de la oferta era una variable continua sujeta a la evolución relativa de ambas cotizaciones, lo que transformó una prima inicial del 30–42% en prima negativa a lo largo del proceso.

BBVA fundamentó la lógica económica de la operación en sinergias estimadas de 850 millones anuales en el anuncio inicial, elevadas a 900 millones en el folleto definitivo, distribuidas en 750 millones de sinergias de costes, principalmente administración, tecnología y personal, y 100 millones de sinergias de financiación. De forma significativa, BBVA declaró expresamente que sus estimaciones no incorporaban sinergias de ingresos positivas, presentando las proyecciones en términos conservadores. No obstante, la credibilidad de estas sinergias quedó gravemente condicionada por la condición del Consejo de Ministros: durante los primeros tres años de bloqueo de la integración operativa, BBVA reconoció que solo podrían materializarse 235 millones anuales, apenas el 26% del total proyectado, erosionando la lógica financiera que justificaba el precio ofrecido.

4.3.4 ¿Hubo infravaloración? El argumento del consejo de Sabadell

El consejo de Sabadell rechazó la oferta en dos momentos distintos, mayo de 2024 y septiembre de 2025, con un argumento central idéntico: la contraprestación no recogía adecuadamente el valor intrínseco de las acciones ni el potencial del proyecto independiente. El informe de septiembre de 2025, aprobado por unanimidad con la única abstención de David Martínez Guzmán, contó con el respaldo de tres asesores financieros independientes de primer nivel (Evercore, Goldman Sachs y Morgan Stanley) lo que dotó al argumento de infravaloración de una base técnica difícilmente cuestionable.

La solidez del argumento descansa en tres elementos que se refuerzan mutuamente. Primero, el P/VC implícito de la oferta inicial (~1,04x) era inferior al que justificaban los fundamentos financieros: un banco que supera su coste de capital debería cotizar por encima de 1x, y la prima de control en una adquisición del 100% debería añadir un diferencial adicional. Segundo, la oferta fue formulada en el momento en que Sabadell

completaba su plan de transformación estratégica, con el grueso de la inversión ya amortizada y los resultados comenzando a acelerar, lo que significaba que el adquirente se beneficiaba del trabajo realizado sin pagar por el valor futuro que ese trabajo generaría. Tercero, y de forma concluyente, la evolución bursátil posterior validó el argumento del consejo: la revalorización del 108% de Sabadell frente al 55% de BBVA entre el anuncio y el cierre del período de aceptación confirma que los accionistas que rechazaron la oferta crearon más valor manteniéndose que aceptando el canje. Esta validación ex post del argumento de infravaloración es uno de los elementos analíticamente más relevantes del caso y constituye uno de los ejes del análisis comparativo del capítulo 5.

4.4 Reacción del mercado y factores determinantes del resultado

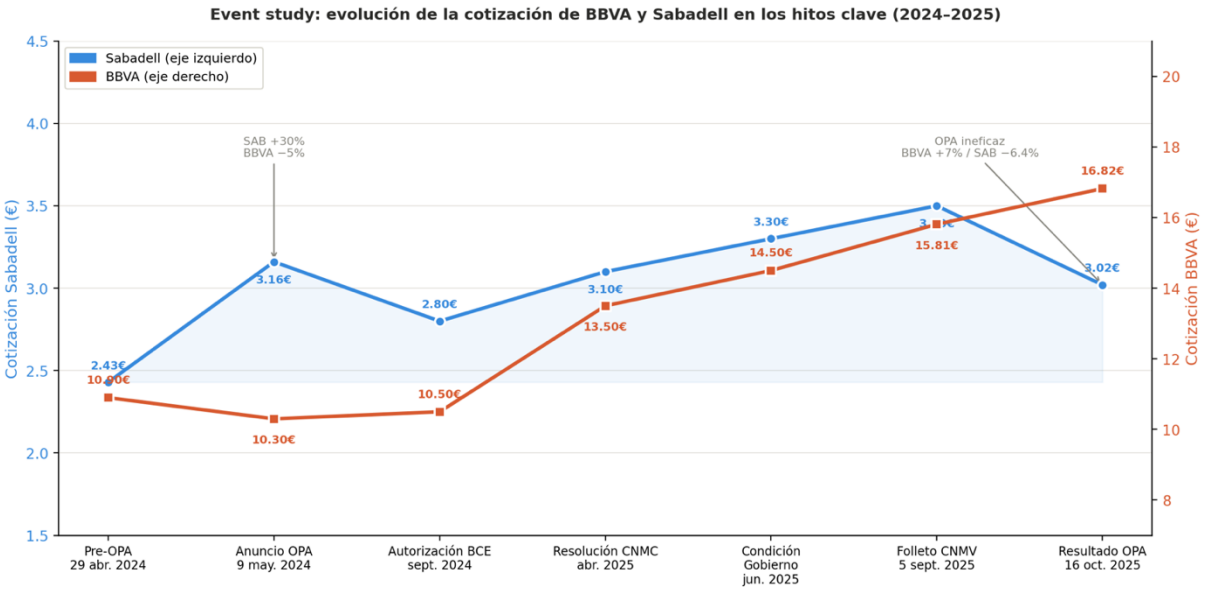
4.4.1 Event study y creación de valor

La reacción del mercado al anuncio de la OPA el 9 de mayo de 2024 fue inmediata y asimétrica, siguiendo el patrón habitual de M&A: la sociedad objetivo se revalorizó y el adquirente sufrió una corrección que reflejaba el coste de la prima y las dudas sobre la generación de valor para el comprador. La tabla y el gráfico siguientes recogen la evolución de las cotizaciones de ambas entidades en los momentos clave del proceso:

Tabla 6. Variación bursátil de BBVA y Sabadell en hitos clave del proceso

Fecha / Hito	**Precio SAB (€)**	**Precio BBVA (€)**	**Observación**
29 abr. 2024 (pre-OPA)	2,43	10,9	Referencia oficial folleto
9 may. 2024 (anuncio OPA)	3,16	10,30	SAB +30% / BBVA −5% aprox.
Sept. 2024 (autorización BCE)	2,80	10,50	Eliminado obstáculo prudencial
Abr. 2025 (resolución CNMC)	3,10	13,50	Aprobación con 14 condiciones
Jun. 2025 (condición Gobierno)	3,30	14,50	Bloqueo fusión 3 años
5 sept. 2025 (folleto CNMV)	3,50	15,81	Prima negativa −8,7%
16 oct. 2025 (resultado OPA)	3,02	16,82	SAB −6,4% / BBVA +7%

Fuente: elaboración propia a partir de BBVA, Presentación OPA Sabadell; comunicados CNMV; prensa financiera.



Fuente: elaboración propia a partir de BBVA, Presentación OPA Sabadell; comunicados CNMV; prensa financiera.

El día del anuncio, Sabadell incorporó de inmediato la prima ofrecida subiendo un 30%, mientras BBVA retrocedía un 5% como consecuencia del efecto dilución y de la incertidumbre regulatoria anticipada por el mercado. Significativamente, la cotización de Sabadell superó durante gran parte del proceso el valor implícito de la oferta, lo que en términos de eficiencia de mercado refleja que los inversores asignaban una probabilidad de fracaso superior a la que habría sugerido una operación convencional (Fama, 1970). El día del resultado, 16 de octubre de 2025, la reacción fue inversamente proporcional: BBVA subió más de un 7% al eliminarse el riesgo de la operación y recuperarse la certeza sobre su política de remuneración al accionista, dividendo de 0,32 euros y recompra de 1.000 millones; Sabadell cayó un 6,4% al desaparecer la prima de OPA que había sostenido su cotización.

El análisis de creación de valor resulta paradójico respecto a los patrones habituales de M&A. Ex ante, en el momento del anuncio, la operación presentaba los indicadores propios de una operación generadora de valor: sinergias estimadas de 850 millones anuales, EPS accretion del 3,5–5% para los accionistas de BBVA desde el primer año post-fusión e impacto limitado en CET1. Para los accionistas de Sabadell, la prima del 30–42% representaba una retribución inmediata significativa. Ex post, sin embargo, el resultado fue opuesto. Los accionistas que rechazaron la oferta obtuvieron una rentabilidad total del 108% entre el anuncio y el cierre del período de aceptación, muy superior a lo que habrían recibido aceptando el canje, especialmente en los últimos meses

cuando la prima era negativa. Para BBVA, el fracaso de la OPA liberó capital inmediatamente destinado a remuneración al accionista, y el mercado interpretó ese fracaso como una buena noticia con una subida del 7%. Que el fracaso de una OPA sea celebrado por la cotización del oferente es, en sí mismo, el mejor indicador de que el precio ofrecido era insuficiente o la operación estaba mal estructurada.

4.4.2 Rechazo del consejo y estrategia defensiva de Sabadell

El consejo de Sabadell articuló desde el primer momento una estrategia de defensa coherente y bien ejecutada sobre tres ejes. El primero fue el argumento de valoración: el precio ofrecido no recogía el valor intrínseco de la entidad ni su potencial de crecimiento en solitario, con el respaldo técnico de Evercore, Goldman Sachs y Morgan Stanley. El segundo fue la aceleración de la política de remuneración al accionista: programas de recompra de acciones y dividendos extraordinarios que elevaban el BPA y el valor tangible por acción, haciendo la oferta relativamente menos atractiva con cada distribución ejecutada. El tercer eje fue la campaña directa a los accionistas minoristas, que representaban aproximadamente el 30,8% del capital depositado en el propio banco: Sabadell identificó a sus clientes con acciones como un bloque potencialmente leal y orientó su comunicación a retenerlos, con resultado muy exitoso, solo el 2,8% de esos inversores aceptó la oferta, equivalente al 1,1% del capital total.

El resultado final, 25,33% de aceptación frente al umbral mínimo del 49,73%, convierte a los accionistas minoritarios en el factor determinante del fracaso. La tasa de aceptación del 2,8% entre los clientes-accionistas del banco contrasta con una aceptación considerablemente más elevada entre el accionariado institucional. El único miembro del consejo que acudió al canje fue David Martínez Guzmán con su 3,86% del capital, el único consejero que tampoco había votado en contra de la oferta en el informe del consejo. La lección que deja el comportamiento accionarial es la opuesta a la de Endesa: en 2007 el accionariado disperso y el 48% de capital extranjero facilitaron la OPA al no existir ningún núcleo duro de resistencia; en Sabadell, la concentración de un bloque relevante de accionistas-clientes con vínculos comerciales directos actuó como mecanismo de defensa informal que ninguna prima financiera podía contrarrestar.

4.4.3 Intervención regulatoria y posición del gobierno

La dimensión política fue determinante en este caso, aunque de naturaleza cualitativamente distinta a la del caso Endesa. Si en 2006–2007 el gobierno intervino de forma caótica e inconsistente con un efecto neto acelerador, en el caso BBVA-Sabadell la intervención fue deliberada, estructurada y diseñada para hacer la operación económicamente inviable sin bloquearla formalmente, lo que es jurídicamente más sofisticado y políticamente más difícil de impugnar.

El Consejo de Ministros, el 24 de junio de 2025, añadió la condición de separación de personalidades jurídicas durante tres años, justificada en cinco criterios de interés general: financiación a pymes, empleo, cohesión territorial, política social y promoción de I+D. Esta condición, al vetar la integración operativa, reducía el valor actualizado de las sinergias al 26% del total proyectado durante el período de bloqueo, eliminando el principal argumento financiero que justificaba el precio ofrecido. La Generalitat de Catalunya reforzó esta presión con una oposición pública constante, con el presidente Salvador Illa celebrando tanto la condición del Consejo de Ministros como el fracaso final de la OPA. La Comisión Europea, en sentido contrario, advirtió en varias ocasiones de que las condiciones impuestas podían vulnerar la normativa comunitaria sobre fusiones, aunque no llegó a iniciar un procedimiento de infracción.

La diferencia esencial respecto a Endesa no es que en uno hubiera intervención política y en el otro no, sino que en Endesa la intervención fue incoherente y terminó siendo funcional para la operación, mientras que en Sabadell fue quirúrgica y diseñada para destruir la racionalidad económica de la oferta sin bloquearla formalmente. Esta distinción es el argumento central del capítulo 5 y la variable que mejor explica la divergencia de resultados entre ambas operaciones.

5. Análisis Comparativo

5.1 Justificación del análisis y metodología comparativa

El análisis comparativo de las OPAs sobre Endesa y Sabadell se fundamenta en una lógica analítica precisa. Ambas operaciones constituyen los dos principales casos de OPA hostil de gran escala en la historia corporativa española reciente, se desarrollan bajo un marco regulatorio comparable y, sin embargo, presentan resultados claramente divergentes. Esta diferencia, una tasa de aceptación del 92,06% frente al 25,33%, es precisamente la que otorga valor al contraste, ya que cuando dos fenómenos de naturaleza similar conducen a desenlaces opuestos, las variables que los distinguen adquieren un elevado poder explicativo.

El objetivo de este capítulo no es reiterar los análisis individuales expuestos en los capítulos 3 y 4, sino avanzar hacia una interpretación causal. En concreto, se pretende responder a la cuestión de qué factores explican el éxito o el fracaso de una OPA hostil. Como se argumentará a lo largo del capítulo, dicha explicación no se encuentra principalmente en las diferencias estrictamente financieras entre ambas operaciones, sino en la interacción de tres variables de carácter estructural e institucional: la configuración del accionariado de la sociedad objetivo, la modalidad de la contraprestación ofrecida y, de manera especialmente relevante, el papel del entorno político-regulatorio.

El análisis se estructura en tres etapas. En primer lugar, la tabla resumen del apartado 5.2 proporciona una visión sintética de las principales variables comparadas. En segundo lugar, el apartado 5.3 desarrolla una comparación detallada de ambas operaciones. Finalmente, el apartado 5.4 profundiza en el factor político-regulatorio como elemento determinante del resultado.

5.2 Tabla resumen comparativa

La tabla siguiente recoge las variables financieras, accionariales y político-regulatorias más relevantes de ambas operaciones. Su lectura permite identificar de un vistazo que las diferencias entre ambos casos no son solo cuantitativas sino cualitativas, y que la divergencia de resultados responde a una lógica sistémica más que a factores aislados.

Tabla 7. Variables clave: Endesa 2007 vs. Sabadell 2025

Tabla 9. Variables clave: Endesa (2007) vs. Sabadell (2025)

Variable	Endesa (Enel/Acciona)	Sabadell (BBVA)
OFERTA		
Prima inicial	+14,8% (Gas Natural)	+30% / +42% VWAP
Prima final	+122,5%	−8,7% (prima negativa)
Múltiplo oferta final	8,9x EV/EBITDA	<1,0x P/VC tangible
Estructura contraprestación	100% efectivo	Acciones + efectivo simbólico
ACCIONARIADO		
Nº oferentes	3 (GN, E.ON, Enel/Acciona)	1 (BBVA)
Vínculo accionistas con entidad	Ninguno	~30,8% clientes-accionistas
FACTOR POLÍTICO-REGULATORIO		
Naturaleza intervención política	Incoherente → aceleradora	Deliberada → bloqueadora
Condición regulatoria clave	Real Decreto CNE (bloqueó E.ON)	Prohibición fusión 3 años
RESULTADO		
Tasa de aceptación	92,06%	25,33%
Resultado final	OPA exitosa	OPA declarada ineficaz
Reacción adquirente (día resultado)	Caída cotización Enel	+7% BBVA (fracaso celebrado)
Rentabilidad accionista objetivo	+116,6%	+108% rechazando vs. prima negativa aceptando

Endesa (Enel/Acciona)
Sabadell (BBVA)

Fuente: elaboración propia a partir de fuentes primarias citadas en capítulos 3 y 4.

La primera lectura de la tabla revela la paradoja central del análisis: la prima inicial de Sabadell, del 30–42%, era superior a la prima inicial de Gas Natural sobre Endesa, del 14,8%. Sin embargo, Endesa acabó con una tasa de aceptación del 92,06% y Sabadell con el 25,33%. Este dato por sí solo es suficiente para descartar que la prima inicial sea la variable explicativa del resultado, y justifica la búsqueda de otras variables con mayor poder explicativo.

5.3 Comparativa

5.3.1 Prima, valoración y múltiplos implícitos

Tabla 8. Indicadores financieros comparables pre-OPA

Indicador	**Endesa (2006)**	**Sabadell (2023)**
Beneficio neto atribuible (M€)	2.969	1.332
BPA (€/acción)	2,8	0,27
ROE / ROTE (%)	26,30%	11,50%
PER (x)	6,4x	9,2x
Precio acción pre-OPA (€)	18,05	2,43
Prima inicial oferta (%)	14,80%	30–42%
Prima final oferta (%)	122,50%	−8,7%
Estructura contraprestación	100% efectivo	Acciones + efectivo simbólico
Tasa de aceptación	92,06%	25,33%

Fuente: elaboración propia a partir de fuentes primarias citadas en capítulos 3 y 4.

La lectura comparada confirma la paradoja central: Sabadell tenía un PER superior, una prima inicial mayor y una rentabilidad en máximos históricos, y aun así fracasó. La explicación reside en que la rentabilidad de la sociedad objetivo no determina la disposición del accionariado a aceptar una oferta, lo que la determina es si el precio supera con suficiente margen el valor que el accionista obtendría manteniéndose. En Endesa, con una prima del 122,5% en efectivo, la respuesta era inequívocamente sí. En Sabadell, con una prima negativa del 8,7% en acciones, era inequívocamente no.

La trayectoria opuesta de ambas primas es el dato más elocuente: Endesa partió del 14,8% y terminó en el 122,5%, la competencia entre tres oferentes forzó una escalada que reconoció y superó el valor fundamental. Sabadell partió del 30–42% y terminó en prima negativa, la ausencia de competencia dejó el precio estancado. Esas trayectorias no pueden explicarse por las características financieras de las compañías objetivo, sino por las variables estructurales que se analizan a continuación.

5.3.2 Estructura de la contraprestación y su impacto sobre la prima

Entre todas las variables estrictamente financieras, la modalidad de la contraprestación es probablemente la que mejor ayuda a explicar la divergencia entre el éxito de Endesa y el fracaso de Sabadell. En la operación sobre Endesa, la oferta final presentada por Enel/Acciona se articuló íntegramente en efectivo. Esta característica tiene una implicación decisiva: el valor prometido al accionista era cierto, inmediato y no dependía de la evolución posterior de ninguna otra cotización. Los 41,30 euros ofrecidos por acción constituían una magnitud fija, plenamente observable y ajena al riesgo de mercado una vez formulada la oferta. Para un accionista disperso y sin incentivos estratégicos o emocionales para permanecer en la compañía, esta certeza reducía la decisión a una cuestión esencialmente financiera: determinar si el precio ofrecido compensaba suficientemente la pérdida del activo. Y en ese contexto, una prima del 122,5% en efectivo resultaba extraordinariamente difícil de rechazar.

En la operación sobre Sabadell, por el contrario, la contraprestación en acciones introdujo un componente de incertidumbre estructural que terminó siendo determinante. Al estar el valor de la oferta vinculado a la cotización de BBVA, la remuneración efectiva para el accionista de Sabadell dejaba de ser una cuantía fija y pasaba a depender de la evolución relativa entre ambas entidades. Esta característica, que desde la perspectiva del adquirente podía ser eficiente en términos de consumo de capital y mantenimiento de ratios regulatorios, trasladaba al accionista de la sociedad objetivo un riesgo que no existe en

una OPA íntegramente en efectivo. Durante los meses en que la operación permaneció abierta, Sabadell mostró un comportamiento bursátil muy superior al de BBVA, de modo que la relación implícita de valor entre ambas entidades se fue deteriorando de forma progresiva. El efecto final fue que, en el momento de apertura del periodo de aceptación, la oferta presentaba una prima negativa del 8,7%. En otras palabras, aceptar el canje suponía recibir menos valor del que el accionista podía obtener vendiendo directamente sus títulos en el mercado.

Este aspecto reviste una importancia crucial. La erosión de la prima en Sabadell no fue un accidente coyuntural, sino la materialización de una vulnerabilidad inherente a las ofertas en acciones cuando el proceso se prolonga en el tiempo y la empresa objetivo mejora su desempeño bursátil más rápidamente que la oferente. Lo que en Endesa era una prima cierta y consolidada, en Sabadell era una promesa de valor variable y expuesta al mercado. La elección de la modalidad de pago, por tanto, no fue neutral: condicionó directamente la percepción de valor por parte del accionista y, con ello, la probabilidad de éxito de la operación.

5.3.3 Creación de valor: ex ante vs. ex post

Ex ante, en el momento del anuncio, ambas operaciones presentaban una narrativa de creación de valor razonablemente sólida: sinergias cuantificadas, EPS accretion proyectado y lógica estratégica coherente en cada caso. Ex post, los resultados divergen de forma radical.

En Endesa, la creación de valor fue profundamente asimétrica: los accionistas del objetivo obtuvieron una rentabilidad total del 116,6%, mientras que Enel asumió una carga financiera, crédito sindicado de 35.000 millones más deuda consolidada de Endesa, que condicionó su estrategia corporativa durante años. Este resultado es consistente con la maldición del ganador (Roll, 1986): en una puja competitiva, el ganador tiende a ser quien más sobrevalora el activo, maximizando el valor para el objetivo a expensas del adquirente.

En Sabadell, la asimetría se invirtió completamente. Los accionistas que rechazaron la oferta obtuvieron una rentabilidad del 108% manteniéndose, frente a la prima negativa que habrían recibido aceptando el canje. BBVA subió un 7% el día del fracaso de la OPA, el mercado celebró que el adquirente no consumara una operación que interpretaba como destructora de valor. Que el fracaso de una OPA sea celebrado por la cotización del oferente es el indicador más contundente de que el precio ofrecido era insuficiente o la

operación estaba mal estructurada. No hubo maldición del ganador en Sabadell porque no hubo ganador: la operación fracasó antes de consumarse, y ese fracaso fue la mejor noticia posible para BBVA.

5.4 El factor político-regulatorio como variable determinante

5.4.1 Endesa: una intervención intensa, contradictoria y finalmente aceleradora

La dimensión político-regulatoria fue decisiva en el caso Endesa, aunque no en un sentido lineal ni coherente. La intervención pública fue intensa y se manifestó a través de múltiples episodios: apoyo inicial a determinados oferentes, modificaciones regulatorias, conflictos entre supervisores nacionales e instituciones europeas, y tensiones internas en organismos como la CNMV. Lejos de responder a un diseño unitario y estable, la actuación institucional en este caso estuvo marcada por la contradicción y el desplazamiento de prioridades a medida que avanzaba el proceso.

En una primera fase, el Gobierno favoreció la operación planteada por Gas Natural, en línea con una determinada visión de política industrial y de consolidación nacional. Posteriormente, la entrada de E.ON alteró por completo el equilibrio del proceso y provocó reacciones regulatorias orientadas a dificultar el avance de la oferta alemana, especialmente a través del reforzamiento de las facultades de supervisión energética. La controversia alcanzó dimensión europea al entender la Comisión Europea que ciertas medidas adoptadas por España podían resultar incompatibles con el Derecho comunitario. Más adelante, la irrupción de Enel y Acciona reconfiguró nuevamente el escenario y terminó siendo tolerada, cuando no funcionalmente favorecida, como una solución alternativa.

Un episodio especialmente significativo de esta fase fue la dimisión de Manuel Conthe como presidente de la CNMV, en un contexto de fuertes discrepancias internas sobre la respuesta del regulador a los movimientos accionariales desarrollados durante el proceso. Este hecho evidenció el grado de tensión institucional alcanzado y puso de relieve la fragilidad de la percepción de independencia regulatoria en una operación de tanta trascendencia.

Sin embargo, lo verdaderamente relevante desde el punto de vista analítico no es tanto el carácter caótico o contradictorio de la intervención, sino su efecto agregado. Aun cuando las intenciones de los distintos actores públicos no fueron uniformes, el resultado práctico de sus actuaciones fue contribuir a reordenar el proceso de forma que la solución final resultara viable. La intervención pública no bloqueó la operación, sino que alteró la

secuencia competitiva y terminó favoreciendo un desenlace que hizo posible la aceptación masiva de la oferta final. En este sentido, puede afirmarse que la dimensión política fue, en el caso Endesa, un factor de aceleración indirecta o, al menos, de viabilización práctica del desenlace.

5.4.2 Sabadell: una intervención deliberada y funcionalmente bloqueadora

En el caso Sabadell, la intervención político-regulatoria presenta una naturaleza muy distinta. A diferencia de lo ocurrido en Endesa, no se observa una secuencia errática ni una superposición de decisiones contradictorias, sino una pauta más ordenada, más explícita en sus efectos y más eficaz desde el punto de vista del resultado perseguido. No se trató de impedir formalmente la OPA, sino de condicionar su ejecución de tal manera que la operación perdiera racionalidad económica para los accionistas y para el propio adquirente.

La clave de este proceso fue la imposición de condiciones que, sin prohibir de iure la operación, vaciaban de contenido su lógica industrial y financiera. La exigencia de mantener separadas las personalidades jurídicas de ambas entidades durante un periodo prolongado, con la consiguiente imposibilidad de acometer una integración operativa plena, afectaba directamente al núcleo de valor de la operación: las sinergias. Sin integración efectiva no podían ejecutarse, o solo podían ejecutarse de forma muy limitada, las principales palancas de ahorro de costes y racionalización operativa que BBVA había utilizado para justificar económicamente su oferta. En la práctica, ello suponía reducir drásticamente el valor actual de las sinergias esperadas y, con ello, debilitar el principal argumento financiero que podría haber compensado las debilidades iniciales de la prima y de la estructura en acciones.

A esta intervención central se sumó una oposición política sostenida, especialmente intensa en el ámbito catalán, que añadió a la operación una dimensión territorial y simbólica. Esta presión pública no solo afectó a la percepción general del proceso, sino que probablemente reforzó la resistencia de la base minorista vinculada al banco, al dotar de legitimidad política y social a la decisión de no acudir a la oferta. Desde un punto de vista estrictamente jurídico, la sofisticación de esta forma de intervención reside precisamente en que no opera como una prohibición frontal, más fácilmente impugnable, sino como una alteración sustantiva de la racionalidad económica de la operación.

Por ello, la intervención pública en Sabadell no fue simplemente un elemento de contexto ni un obstáculo añadido entre otros. Actuó como un mecanismo bloqueador en sentido

material: no impidió formalmente la OPA, pero redujo de tal modo el valor esperable de la integración que la operación dejó de resultar atractiva tanto para una parte de los accionistas como, previsiblemente, para el propio mercado.

5.4.3 Razones por las que esta variable explica el resultado final

La diferencia decisiva entre Endesa y Sabadell no estriba en la mera existencia o inexistencia de intervención política, ya que en ambos procesos la presencia de los poderes públicos fue intensa. Lo verdaderamente determinante es el efecto económico que dicha intervención produjo sobre la lógica de la oferta. En Endesa, la actuación pública, aunque desordenada y conflictiva, acabó contribuyendo a una secuencia competitiva que desembocó en una oferta final extremadamente atractiva para el accionista. En Sabadell, en cambio, la intervención pública operó en la dirección opuesta: debilitó la credibilidad económica de la operación, redujo el valor realizable de las sinergias y reforzó el incentivo a rechazar la oferta.

Esta conclusión puede comprenderse mejor mediante un razonamiento contrafactual. Si la operación sobre Sabadell hubiera podido desarrollarse sin las restricciones que afectaban a la integración efectiva de ambas entidades, BBVA habría estado en condiciones de defender una lógica financiera mucho más sólida ante los accionistas, especialmente ante los inversores institucionales. Las sinergias proyectadas habrían podido capitalizarse desde un horizonte temporal razonable, y el valor presente neto de la operación habría resultado sustancialmente más convincente. En ese escenario, aun subsistiendo los problemas derivados del canje en acciones y de la peculiar composición del accionariado minorista, la tasa de aceptación difícilmente habría sido tan reducida. La intervención política no fue, por tanto, el único factor explicativo del fracaso, pero sí el elemento que transformó una operación ya compleja en una operación económicamente muy difícil de defender.

En consecuencia, el análisis comparado confirma la hipótesis central de este trabajo: el factor político-regulatorio, considerado en interacción con la modalidad de la contraprestación y con la estructura del accionariado, constituye la variable con mayor capacidad explicativa para entender el resultado final de una OPA hostil. Las variables financieras son indispensables para analizar la racionalidad de la oferta, pero son las variables institucionales las que determinan si esa racionalidad puede llegar intacta al momento de decisión del accionista.

5.5 Síntesis: condiciones de éxito en las OPAs hostiles

A partir del contraste entre ambos casos, es posible formular un marco interpretativo sobre las condiciones que favorecen o dificultan el éxito de una OPA hostil. Este marco no pretende tener un alcance universal ni sustituir el análisis de las particularidades de cada operación. No obstante, sí permite identificar una serie de variables estructurales cuya presencia o ausencia altera de forma decisiva la probabilidad de éxito del oferente.

En primer lugar, existen condiciones necesarias, aunque no suficientes. Entre ellas se encuentran una oferta económicamente creíble, una prima capaz de superar de manera razonable el valor fundamental percibido por el mercado, unas sinergias identificables y verificables que justifiquen el precio ofrecido, y una capacidad financiera suficiente por parte del adquirente para sostener el proceso sin comprometer su propia estabilidad estratégica o regulatoria. Ninguna OPA hostil puede aspirar a prosperar de forma sostenida si estas condiciones mínimas no se cumplen.

Sin embargo, el análisis comparado demuestra que tales elementos no bastan por sí solos. Para que una OPA hostil alcance un alto grado de probabilidad de éxito, deben concurrir además ciertas condiciones de carácter estructural. La primera es que la contraprestación ofrezca al accionista un valor cierto y fácilmente realizable, lo que otorga una ventaja clara a las ofertas en efectivo frente a aquellas sustentadas principalmente en canjes accionariales sujetos a volatilidad. La segunda es la existencia de un accionariado esencialmente disperso y guiado por criterios financieros, sin vínculos comerciales, institucionales o emocionales de especial intensidad con la empresa objetivo. La tercera es la ausencia de bloques de resistencia, ya sea formales o informales, que hagan muy difícil alcanzar los umbrales de aceptación requeridos o condicionen psicológicamente la decisión del resto del mercado. La cuarta, y quizá más decisiva, es la existencia de un entorno político-regulatorio que no vacíe de contenido las sinergias ni altere sustancialmente la racionalidad económica de la operación.

En el caso de Endesa, estas condiciones terminaron confluyendo, aunque lo hicieran de manera tardía y tras un proceso extraordinariamente conflictivo. La oferta final proporcionaba valor cierto en efectivo, el accionariado estaba ampliamente disperso, la competencia entre postores elevó el precio hasta niveles excepcionales y el marco político, pese a su carácter turbulento, no anuló la lógica económica de la transacción. En Sabadell ocurrió exactamente lo contrario: la contraprestación en acciones erosionó el valor efectivo de la prima, la estructura accionarial incorporaba un importante componente de fidelidad a la entidad, no existió competencia entre oferentes que forzara

una mejora del precio y el marco regulatorio redujo drásticamente el valor económico de la integración proyectada.

Desde esta perspectiva, la diferencia entre una aceptación del 92,06% y otra del 25,33% no debe interpretarse como una anomalía histórica, sino como el resultado previsible de configuraciones estructurales profundamente distintas. La prima importa, las sinergias importan y la capacidad financiera del adquirente también importa. Pero ninguna de estas variables resulta suficiente cuando el accionista no percibe un valor cierto, cuando su decisión no es puramente financiera o cuando el entorno institucional vacía de contenido económico la operación. Esa es, en última instancia, la principal conclusión del análisis comparativo y la validación empírica de la hipótesis de partida de este trabajo.

6. Conclusión

El análisis comparativo de las OPAs sobre Endesa y Sabadell permite extraer seis conclusiones principales que dan respuesta a los objetivos planteados y respaldan la hipótesis central de este trabajo.

1. La prima ofrecida y las sinergias proyectadas constituyen condiciones necesarias, pero no suficientes, para el éxito de una OPA hostil.

Aunque Sabadell recibió una prima inicial del 30–42%, superior a la del 14,8% con la que se inició el proceso sobre Endesa, los resultados finales fueron opuestos: una tasa de aceptación del 92,06% en Endesa frente al 25,33% en Sabadell. Esta evidencia empírica muestra que la magnitud de la prima, considerada de forma aislada, no explica el desenlace de la operación. Su eficacia depende de su interacción con otras variables estructurales e institucionales.

2. La modalidad de la contraprestación condiciona la percepción real de la prima por parte del accionista.

Las ofertas en efectivo fijan un valor cierto y no sujeto a variaciones posteriores, mientras que las ofertas en acciones introducen incertidumbre al depender de la evolución bursátil relativa. En el caso de Sabadell, la prima inicial se erosionó hasta volverse negativa (-8,7%), lo que desincentivó la aceptación. La elección de la contraprestación, por tanto, no es un aspecto técnico, sino un elemento estratégico que influye directamente en la viabilidad de la operación.

3. La estructura del accionariado de la sociedad objetivo actúa como una variable explicativa autónoma.

En Endesa, el accionariado disperso favoreció decisiones basadas exclusivamente en criterios financieros. En Sabadell, la presencia significativa de accionistas minoristas vinculados como clientes introdujo factores de lealtad institucional que limitaron la respuesta a la oferta. Esta diferencia evidencia que la naturaleza del accionariado puede condicionar de forma decisiva el comportamiento agregado frente a una OPA.

4. La competencia entre oferentes desempeña un papel clave en la formación del precio final.

La existencia de múltiples oferentes en Endesa generó una escalada de la prima desde el 14,8% hasta el 122,5%, mientras que en Sabadell la ausencia de competencia mantuvo la oferta inicial prácticamente inalterada. La competencia no solo incrementa el precio, sino

que actúa como mecanismo de ajuste que acerca la oferta al valor máximo dispuesto a pagar por el adquirente más optimista.

5. El factor político-regulatorio constituye la variable con mayor capacidad explicativa del resultado.

En ambos casos se produjo una intervención pública significativa, pero con efectos distintos. En Endesa, la intervención, aunque inconsistente, contribuyó a facilitar el desenlace de la operación. En Sabadell, las condiciones regulatorias limitaron la materialización de sinergias y redujeron la racionalidad económica de la oferta. La diferencia no radica en la presencia de intervención, sino en su impacto sobre la viabilidad económica de la operación.

6. El análisis de una OPA hostil requiere integrar variables financieras e institucionales.

Los fundamentos financieros son necesarios para evaluar la racionalidad de la oferta, pero resultan insuficientes para explicar su resultado final. Los casos analizados demuestran que la incorporación de factores como el entorno regulatorio, la estructura accionarial y la modalidad de la contraprestación es imprescindible para construir un marco explicativo completo.

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

Por la presente, yo, Cristina Torrens Simarro, estudiante de E-3 Doble Grado en Administración de Empresas y Derecho de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado " Análisis comparativo de las OPAs hostiles en España: los casos de Endesa y Sabadell", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. **Brainstorming de ideas de investigación:** Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
2. **Referencias:** Usado conjuntamente con otras herramientas, como Science, para identificar referencias preliminares que luego he contrastado y validado.
3. **Constructor de plantillas:** Para diseñar formatos específicos para secciones del trabajo.
4. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
5. **Generador previo de diagramas de flujo y contenido:** Para esbozar diagramas iniciales.
6. **Sintetizador y divulgador de libros complicados:** Para resumir y comprender literatura compleja.
7. **Revisor:** Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.
8. **Traductor:** Para traducir textos de un lenguaje a otro.

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

Fecha: 25 de Marzo, 2026

Firma: 

7. Referencias

Aparicio Roqueiro, C. (2007). *Regulación de las OPAs: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas*. Monografía nº 20. Comisión Nacional del Mercado de Valores. https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2007_20.pdf

Banco Central Europeo. (2023). *Guía del BCE sobre supervisión bancaria*. BCE.

Banco Sabadell. (2023, octubre). *Resultados 3T2022* [Comunicado a CNMV].

Banco Sabadell. (2024, enero). *Informe financiero 4T2023* [Documento depositado en CNMV].

Banco Sabadell. (2024, enero). *Resultados anuales 2023* [Comunicado a CNMV].

Banco Sabadell. (2024, abril). *Junta General de Accionistas 2024: intervención del presidente Josep Oliu* [Comunicado].

Banco Sabadell. (2024). *Consejo de administración*.

Banco Sabadell. (2025, septiembre). *Declaraciones de Josep Oliu sobre la oferta de BBVA* [Comunicado].

Banco Sabadell. (2025, septiembre). *Informe del consejo de administración sobre la OPA de BBVA* [Comunicado a CNMV].

Banco Sabadell. (2025, 12 de septiembre). *Informe del consejo de administración sobre la oferta pública de adquisición formulada por BBVA* [Comunicación a la CNMV].

BBVA. (2024, mayo). *Impacto en CET1 — corrección al Formulario F-4* [Formulario 425 ante SEC].

BBVA. (2024, mayo). *Presentación a inversores — oferta sobre Banco Sabadell* [Formulario 425 ante SEC].

BBVA. (2024, mayo). *Transcripción conferencia inversores OPA Sabadell* [Formulario 425 ante SEC].

BBVA. (2024, septiembre). *Aprobación BCE para toma de control de Banco Sabadell* [Hecho relevante CNMV].

BBVA. (2025, septiembre). *Presentación OPA Sabadell* [Folleto informativo CNMV].

BBVA. (2025, octubre). *Preguntas y respuestas (FAQs) sobre la oferta de compra a los accionistas de Banco Sabadell*.

Boletín Oficial del Registro Mercantil. (2006). *Informe del consejo de administración de Endesa, S.A. sobre la oferta pública de adquisición formulada por Gas Natural SDG, S.A.* [BORME-C-2006-48025].

Boletín Oficial del Registro Mercantil. (2007). *Folleto explicativo de la oferta pública de adquisición formulada conjuntamente por Acciona, S.A. y Enel Energy Europe S.r.L. sobre Endesa, S.A.* [BORME-C-2007-145001].

Boletín Oficial del Registro Mercantil. (2007). *Informe del consejo de administración de Endesa, S.A. sobre la oferta pública de adquisición formulada conjuntamente por Acciona, S.A. y Enel Energy Europe S.r.L.* [BORME-C-2007-151043].

Bruner, R. F. (2004). *Applied mergers and acquisitions*. Wiley.

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2006). *Folleto OPA E.ON Energie AG sobre Endesa, S.A.* [Número de registro 315].

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2007). *Folleto OPA Acciona, S.A. y Enel Energy Europe S.r.L. sobre Endesa, S.A.* [Número de registro 329].

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2007). *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*.

CNMC. (2025, abril). *Resolución C/1470/24 BBVA/Banco Sabadell*.

CNMV. (2025, octubre). *Resultado OPA BBVA sobre Banco Sabadell* [Comunicado].

Consejo de Ministros. (2025, junio). *Acuerdo de concentración BBVA/Sabadell*.

El Economista. (2007, 4 de julio). La CNE aprueba la OPA de Acciona y Enel sobre Endesa: deberá seguir en España y ser autónoma.

El Economista. (2009, 20 de febrero). Acciona recibirá 8.220 millones y 2.100 MW en activos por el 25% de Endesa.

El Economista. (2024, 9 de mayo). Los accionistas clave de BBVA tienen un 21% del capital de Sabadell.

Endesa, S.A. (2005). *Composición del consejo de administración tras la junta general de mayo 2005*.

Endesa, S.A. (2006). *Documentación legal 2006: cuentas anuales consolidadas correspondientes al ejercicio 2006*. Endesa.

Endesa, S.A. (2006). *Informe de gestión consolidado 2006*. Endesa.

Endesa, S.A. (2006). *Informe de gobierno corporativo 2005*. Endesa.

Endesa, S.A. (2006). *Presentación a inversores internacionales, febrero 2006*.

Enel S.p.A. (2007, abril). *Credit facility agreement of Euro 35 billion for the tender offer on Endesa, S.A.* [Comunicado de prensa, Exhibit 99.28].

Enel S.p.A. y Acciona, S.A. (2007, abril). *Enel and Acciona sign agreement with E.ON regarding the future of Endesa*[Comunicado de prensa conjunto, Exhibit 99.26].

Enel S.p.A. y Acciona, S.A. (2007, julio). *U.S. offer to purchase: financial resources* [Documento de oferta, Exhibit 99].

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance, 25*(2), 383–417. https://doi.org/10.2307/2325486

Fernández, P., y Campa, J. M. (2006). *Endesa: valoraciones y OPA a 41 euros/acción en 2007* [Working paper]. Social Science Research Network.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review, 76*(2), 323–329.

Jensen, M. C., y Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics, 11*, 5–50.

Libre Mercado. (2006, 3 de febrero). Las acciones de Endesa alcanzan su máximo histórico un día antes de que el Gobierno apruebe la OPA.

Manne, H. G. (1965). Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy, 73*(2), 110–120.

Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. *Boletín Oficial del Estado*, 184. https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-14138

Reglamento (CE) n.º 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas. *Diario Oficial de la Unión Europea*, L 24.

Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business, 59*(2), 197–216.

Schwert, G. W. (2000). Hostility in takeovers: In the eyes of the beholder? *Journal of Finance, 55*(6), 2599–2640.

Shleifer, A., y Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy, 94*(3), 461–488. https://doi.org/10.1086/261385

Steiger, F. (2010). *The validity of company valuation using discounted cash flow methods* [Working paper]. European Business School.

Thaler, R. H. (1988). Anomalies: The winner's curse. *Journal of Economic Perspectives, 2*(1), 191–202. https://doi.org/10.1257/jep.2.1.191

TradingView. (2025). *Datos históricos de cotización de Endesa, S.A. (BME: ELE)*.