



**COMILLAS**  
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN  
DE EMPRESAS

TRABAJO FIN DE GRADO

**LA OPA HOSTIL DE BBVA SOBRE  
BANCO SABADELL**

Autor: Pablo López-Henares

Director: Javier Carbajo

Madrid

Junio de 2026

Declaro, bajo mi responsabilidad, que el Proyecto presentado con el título  
«La OPA hostil de BBVA sobre Banco Sabadell»,  
en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales — ICADE de la  
Universidad Pontificia Comillas en el curso académico 2025/2026, es de mi  
autoría, original e inédito y no ha sido presentado con anterioridad a otros efectos.

El Proyecto no es plagio de otro, ni total ni parcialmente, y la información que ha sido  
tomada de otros documentos está debidamente referenciada.

Fdo.: Pablo López-Henares      Fecha: 01 / 06 / 2026

Autorizada la entrega del proyecto  
**EL DIRECTOR DEL PROYECTO**

Fdo.: Javier Carbajo      Fecha: \_\_\_\_ / \_\_\_\_ / 2026

# **LA OPA HOSTIL DE BBVA SOBRE BANCO SABADELL**

**Autor: López-Henares, Pablo.**

Tutor: Carbajo, Javier.

## **RESUMEN**

El presente Trabajo de Fin de Grado (TFG) aborda el análisis integral de la oferta pública de adquisición hostil que el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) lanzó sobre Banco Sabadell el 9 de mayo de 2024 y que concluyó en fracaso el 17 de octubre de 2025, al cerrar el periodo de aceptación con un respaldo próximo al 25 % del capital de la entidad objetivo, claramente insuficiente respecto al umbral mínimo del 50 % más una acción que el oferente había fijado como condición. La motivación principal del proyecto reside en la oportunidad académica y profesional de estudiar la primera gran OPA bancaria fallida en España bajo el régimen vigente de la Ley 6/2007.

La metodología combina un caso de estudio único, en el sentido de Yin (2018), con un estudio de eventos (event study) de la reacción del mercado en torno a los hitos del proceso. Las fuentes primarias son la documentación regulatoria y corporativa registrada durante la operación: folleto en CNMV, informe del consejo de administración de Sabadell, resoluciones de la CNMC, acuerdo del Consejo de Ministros bajo el artículo 60 de la Ley 15/2007 y comunicaciones del Banco Central Europeo. Las fuentes secundarias incluyen literatura académica de referencia en M&A bancaria, prensa económica y los estados financieros publicados por BBVA y Sabadell entre 2019 y 2024.

Los principales hallazgos del análisis son cinco: 1) la oferta inicial implicaba una prima del 30 % sobre la cotización de Sabadell del 29 de abril de 2024, en línea con primas históricas de operaciones bancarias europeas pero pronto desfasada por la trayectoria operativa del objetivo; 2) las sinergias declaradas, 850 millones de euros anuales, eran consistentes con la literatura sobre integraciones domésticas con solapamiento significativo, pero las restricciones impuestas por el Consejo de Ministros podrían haber reducido entre un 30 % y

un 50 % las sinergias capturables en los primeros tres años; 3) el mercado, en cada uno de los cinco hitos analizados, recompensó al objetivo y castigó al oferente; 4) la intervención del Gobierno, primer uso del artículo 60 en una operación bancaria de gran tamaño, abrió un precedente regulatorio que ha derivado en un procedimiento de infracción de la Comisión Europea contra España; y 5) el caso confirma la efectividad de las defensas comunicativas y de gestión activa del consejo del objetivo en jurisdicciones donde las defensas estructurales típicas de la literatura anglosajona son legalmente limitadas.

En conclusión, el trabajo demuestra que la viabilidad de una concentración bancaria no se determina solo en el plano técnico-financiero, sino en el equilibrio entre éste, el contexto político y la capacidad de las partes para movilizar a los inversores institucionales en torno a una narrativa creíble.

**Palabras clave:** OPA hostil, M&A bancaria, BBVA, Banco Sabadell, consolidación bancaria europea, CNMC, intervención gubernamental, sinergias, prima de control, gobierno corporativo.

# **THE HOSTILE TENDER OFFER OF BBVA ON BANCO SABADELL**

**Author: López-Henares, Pablo.**

Supervisor: Carbajo, Javier.

## **ABSTRACT**

This Bachelor Thesis (TFG) addresses the comprehensive analysis of the hostile tender offer launched by Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) on Banco Sabadell on 9 May 2024, which ended unsuccessfully on 17 October 2025 with acceptance close to 25 % of share capital, clearly below the 50 %-plus-one-share minimum threshold set by the bidder. The main motivation lies in the opportunity to study the first failed large-scale Spanish banking takeover under the current regulatory framework set by Law 6/2007.

The methodology combines a single case study—in Yin's (2018) sense—with an event study of market reactions around the main milestones of the process, drawing on daily price series from S&P Capital IQ. Primary sources are the regulatory and corporate documentation filed during the deal: prospectus registered with the CNMV, Banco Sabadell's board report, CNMC's resolutions, the Council of Ministers' resolution under Article 60 of Law 15/2007, and the European Central Bank's supervisory communication. Secondary sources include academic literature on banking M&A, leading economic press, and the financial statements published by BBVA and Banco Sabadell between 2019 and 2024.

The main findings are fivefold. The initial offer implied a 30 % premium over Sabadell's closing price of 29 April 2024, in line with historical European banking premiums but quickly outdated by the target's operational trajectory. The €850 million in annual synergies announced were consistent with the literature on domestic integrations with significant overlap, but the conditions imposed by the Council of Ministers could have reduced achievable synergies by 30 % to 50 % in the first three years. In each of the five milestones analysed, the market consistently rewarded the target and penalised the bidder. The government's intervention, the first use of Article 60 in a large banking deal, set a regulatory

precedent that has triggered an infringement procedure by the European Commission against Spain. Finally, the case confirms the effectiveness of communication-based and management-driven defences by the target's board.

In conclusion, the project demonstrates that the viability of a banking consolidation is not determined solely on the technical-financial plane, but in the balance between this dimension, the political context, and the ability of both parties to mobilise institutional investors around a credible narrative.

**Keywords:** hostile takeover, banking M&A, BBVA, Banco Sabadell, European banking consolidation, CNMC, government intervention, synergies, control premium, corporate governance.

## Índice de la memoria

RESUMEN.....	1
ABSTRACT.....	3
Índice de la memoria.....	5
Índice de figuras.....	8
Índice de tablas.....	9
Capítulo 1. INTRODUCCIÓN.....	10
1.1 MOTIVACIÓN DEL PROYECTO.....	10
1.2 OBJETIVOS Y PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN.....	11
1.3 ALINEACIÓN CON LOS OBJETIVOS DE DESARROLLO SOSTENIBLE (ODS) .....	12
1.4 METODOLOGÍA.....	12
1.5 ESTRUCTURA DEL TRABAJO.....	13
Capítulo 2. MARCO TEÓRICO.....	14
2.1 POR QUÉ SE HACEN FUSIONES Y ADQUISICIONES.....	14
2.2 QUÉ DICE LA EVIDENCIA EMPÍRICA SOBRE LA CREACIÓN DE VALOR. .	15
2.3 OPAS HOSTILES, DEFENSAS Y PRIMA DE CONTROL.....	16
2.4 LAS PARTICULARIDADES DE LAS FUSIONES BANCARIAS.....	16
2.5 EL MARCO REGULATORIO APLICABLE AL CASO.....	17
2.6 EL ANÁLISIS DE EVENTOS COMO HERRAMIENTA.....	17
Capítulo 3. METODOLOGÍA.....	19
3.1 ENFOQUE Y DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN.....	19
3.2 FUENTES UTILIZADAS.....	19

3.3 ANÁLISIS DE LA REACCIÓN DEL MERCADO MEDIANTE ESTUDIO DE EVENTOS.....	20
3.4 LIMITACIONES.....	21
Capítulo 4. CONTEXTO Y ANTECEDENTES.....	22
4.1 LA CONSOLIDACIÓN BANCARIA ESPAÑOLA POST-2008.....	22
4.2 BBVA ANTES DE LA OPERACIÓN.....	23
4.3 BANCO SABADELL ANTES DE LA OPERACIÓN.....	24
4.4 EL PRECEDENTE DE 2020 Y EL CASO CAIXABANK-BANKIA.....	26
Capítulo 5. ANÁLISIS DE LA OPA BBVA-SABADELL.....	28
5.1 CRONOLOGÍA DEL PROCESO.....	28
5.2 TÉRMINOS ECONÓMICOS DE LA OFERTA.....	29
5.3 RACIONAL ESTRATÉGICO DECLARADO POR BBVA.....	30
5.4 LA DEFENSA DE BANCO SABADELL.....	32
5.5 ANÁLISIS DE LA REACCIÓN DEL MERCADO (EVENT STUDY).....	34
5.6 ANÁLISIS CRÍTICO DE LAS SINERGIAS.....	37
5.7 ANÁLISIS REGULATORIO: CNMC, GOBIERNO, BCE Y BRUSELAS.....	39
5.8 POR QUÉ FRACASÓ LA OPA.....	39
Capítulo 6. DISCUSIÓN.....	41
6.1 CREACIÓN O DESTRUCCIÓN DE VALOR: UNA LECTURA ASIMÉTRICA...41	41
6.2 IMPLICACIONES PARA LA CONSOLIDACIÓN BANCARIA EUROPEA.....41	41
6.3 LECCIONES DE GOBIERNO CORPORATIVO.....42	42
6.4 TENSION POLÍTIKA-ECONÓMICA.....42	42
6.5 COMPARACIÓN CON CASOS ANÁLOGOS.....43	43
Capítulo 7. CONCLUSIONES Y TRABAJOS FUTUROS.....	47

7.1 CONCLUSIONES DEL TRABAJO.....	47
7.1.1 EL ENFOQUE INTEGRAL Y LA LECTURA ASIMÉTRICA DEL VALOR..	47
7.1.2 PROTAGONISMO DE LA REGULACIÓN E INTERVENCIÓN POLÍTICA.	47
7.1.3 IMPLICACIONES ESTRATÉGICAS Y DE GOBIERNO CORPORATIVO...	48
7.1.4 VALOR PRÁCTICO DEL TRABAJO.....	49
7.2 TRABAJOS FUTUROS.....	49
7.2.1 MEJORAS METODOLÓGICAS Y EMPÍRICAS.....	49
7.2.2 APLICABILIDAD PROFESIONAL Y DESARROLLOS POSTERIORES.....	49
7.2.3 EXTENSIÓN A OTROS CASOS Y JURISDICCIONES.....	50
Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado.....	51
Anexo I. Modelos cuantitativos aplicados al caso.....	53
I.1 Estudio de eventos (CAR).....	53
I.2 Valoración de sinergias y coste del veto.....	53
I.3 Accretion / dilution del beneficio por acción.....	54
Capítulo 8. BIBLIOGRAFÍA.....	54
8.1 LITERATURA ACADÉMICA.....	54
8.2 DOCUMENTACION REGULATORIA, NORMATIVA Y OFICIAL.....	57
8.3 PRENSA ECONOMICA E INFORMACION SECTORIAL.....	59

## Índice de figuras

Figura 1 – Estructura del sistema bancario español tras la consolidación post-2008.....	23
Figura 2 – Evolución del beneficio neto atribuido de BBVA y Banco Sabadell, 2019-2024 .....	25
Figura 3 – Rentabilidad sobre fondos propios tangibles (RoTE), 2019-2024.....	25
Figura 4 – Cronología del proceso BBVA-Banco Sabadell (mayo 2024 – octubre 2025)...	28
Figura 5 – Impacto estimado de las restricciones del Gobierno sobre las sinergias declaradas.....	38

## Índice de tablas

Tabla 1 – Principales magnitudes de BBVA y Banco Sabadell al cierre de 2023.....	26
Tabla 2 – Comparativa de términos económicos: BBVA-Sabadell vs. CaixaBank-Bankia.	29
Tabla 3 – Rendimientos anormales acumulados (CAR) en los principales hitos del proceso .....	35
Tabla 4 – Comparativa de tres operaciones de M&A bancaria europea.....	44
Tabla 5 – Múltiplos y primas de las operaciones comparables.....	45

---

## Capítulo 1. INTRODUCCIÓN

### 1.1 MOTIVACIÓN DEL PROYECTO

El sistema bancario español ha vivido en los últimos quince años una concentración sin paralelo en Europa. Las cerca de 55 entidades de depósito que operaban a comienzos de la crisis financiera global se han reducido a poco más de diez grupos significativos. Sobre ese fondo, el 30 de abril de 2024 BBVA anunció una propuesta de fusión a Banco Sabadell que, tras el rechazo del consejo de la entidad objetivo, derivó en la primera oferta pública de adquisición hostil sobre un banco español en más de tres décadas.

La operación se prolongó durante diecisiete meses, atravesó las dos fases del control de concentraciones de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, recibió la no oposición prudencial del Banco Central Europeo, fue elevada al Consejo de Ministros, que impuso condiciones adicionales en aplicación del artículo 60 de la Ley 15/2007 de Defensa de la Competencia, y terminó en el cierre del periodo de aceptación con resultados muy alejados de las expectativas del oferente. El 17 de octubre de 2025, BBVA reconoció el fracaso al haberse alcanzado solo en torno al 25 % del capital de Sabadell. Pocos meses después, la Comisión Europea abrió un procedimiento de infracción contra España al considerar que la habilitación al Gobierno para modificar las condiciones de una concentración bancaria por motivos distintos de la competencia podía vulnerar la libertad de establecimiento del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

El interés académico del caso es difícil de exagerar. Es la primera ocasión en que una OPA hostil de gran tamaño sobre un banco español, sometida al régimen vigente de la Ley 6/2007 y el Real Decreto 1066/2007, no consigue alcanzar el umbral mínimo de aceptación. A esto se suma la nitidez con que la operación ilustra la tensión entre la lógica técnica del control de concentraciones y la lógica política de la regulación bancaria nacional.

La motivación de este Trabajo de Fin de Grado combina un componente académico y otro profesional. Su realización en el marco del Grado en Administración y Dirección de Empresas de ICADE, en paralelo a una primera aproximación al ámbito de las fusiones y

adquisiciones de banca de inversión en la práctica de Iberia, hizo del seguimiento de la OPA un objeto de estudio natural durante todo el proceso. Esa cercanía al sector permite leer la documentación pública con cierto criterio operativo, pero obliga también a una vigilancia particular para que la familiaridad con la práctica no se traduzca en sesgos interpretativos.

## 1.2 OBJETIVOS Y PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN

Este Trabajo de Fin de Grado persigue los siguientes objetivos principales:

- **Reconstruir la cronología y los términos económicos de la operación**, incluida la modificación de la oferta introducida por BBVA en septiembre de 2025, contrastando los términos publicados con la dinámica negociadora subyacente y con los precedentes recientes de M&A bancaria española.
- **Evaluar la consistencia del racional estratégico declarado por BBVA**, con especial atención al realismo de las sinergias declaradas frente a las restricciones impuestas por las autoridades.
- **Caracterizar la reacción del mercado en torno a los hitos del proceso**, a partir de la información pública disponible, identificando patrones compatibles con los hallazgos clásicos sobre creación y destrucción de valor en operaciones de M&A.
- **Examinar el papel desempeñado por las autoridades**, en particular la CNMC, el Banco Central Europeo, el Consejo de Ministros y la Comisión Europea en la configuración del resultado final.
- **Extraer enseñanzas aplicables a futuras operaciones**, en el plano del gobierno corporativo y en el plano regulatorio europeo.

La pregunta principal es directa: ¿habría creado valor la OPA para los accionistas de ambas entidades y, en caso afirmativo, qué factores explican que finalmente fracasase? De ella se derivan tres hipótesis. La primera (H1) sostiene que la oferta inicial infravaloraba a Banco Sabadell respecto a su valor stand-alone tras la recuperación operativa observada desde 2022. La segunda (H2) plantea que las sinergias declaradas eran realistas en magnitud bruta, pero quedaron limitadas por las restricciones del artículo 60. La tercera (H3) propone

que el desenlace obedece a una combinación de intervención política, recuperación bursátil del objetivo y defensa institucional activa de su consejo.

### 1.3 ALINEACIÓN CON LOS OBJETIVOS DE DESARROLLO SOSTENIBLE (ODS)

El presente Trabajo de Fin de Grado, a través de su análisis de la regulación bancaria, el gobierno corporativo y el papel del Estado en el sector financiero, se alinea con varios Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas.

- **ODS 8 — Trabajo decente y crecimiento económico.** El análisis examina explícitamente el peso de las consideraciones de empleo en las condiciones impuestas por el Consejo de Ministros, así como las implicaciones de la consolidación bancaria sobre la rentabilidad y eficiencia del sistema.
- **ODS 9 — Industria, innovación e infraestructura.** El sistema bancario constituye una infraestructura crítica de la economía moderna; la capacidad de las entidades para alcanzar la escala necesaria depende, en parte, de los procesos de consolidación.
- **ODS 10 — Reducción de las desigualdades.** Uno de los argumentos centrales del Consejo de Ministros para intervenir fue la protección de las pequeñas y medianas empresas y la cohesión territorial.
- **ODS 16 — Paz, justicia e instituciones sólidas.** La calidad de las instituciones regulatorias —CNMV, CNMC, Banco Central Europeo, Consejo de Ministros y Comisión Europea— es el eje del análisis del capítulo cinco.

### 1.4 METODOLOGÍA

El trabajo adopta el formato del caso de estudio único en el sentido de Yin (2018), apropiado para fenómenos recientes, complejos y de fronteras difusas con su contexto. El diseño combina una aproximación cualitativa, que reconstruye los hechos y argumentos de las partes a partir de la documentación primaria y la prensa especializada, con una aproximación cuantitativa basada en un estudio de eventos sobre la reacción del mercado en

los hitos del proceso. El capítulo tercero desarrolla este planteamiento metodológico en detalle.

### **1.5 ESTRUCTURA DEL TRABAJO**

Este Trabajo de Fin de Grado se estructura en siete capítulos. Tras esta introducción, el segundo capítulo presenta el marco teórico, que recoge las aportaciones de la literatura sobre creación de valor en M&A, OPAs hostiles y especificidades de las fusiones bancarias. El tercer capítulo detalla la metodología empleada y las fuentes utilizadas. El cuarto capítulo contextualiza el caso. El quinto capítulo, núcleo del trabajo, analiza la OPA en sus dimensiones cronológica, económica, estratégica, regulatoria y bursátil. El sexto capítulo discute los hallazgos. El séptimo capítulo recoge las conclusiones, las limitaciones y las posibles líneas de investigación futuras. Cierran el documento la declaración sobre el uso de IA y la bibliografía.

## Capítulo 2. MARCO TEÓRICO

El análisis de una OPA bancaria como la examinada en este trabajo exige movilizar tres cuerpos de literatura económico-financiera: las teorías clásicas sobre las motivaciones de las fusiones y adquisiciones y su capacidad de crear valor para los accionistas; los estudios específicos sobre operaciones hostiles, defensas anti-OPA y prima de control; y las particularidades de las fusiones bancarias, donde la lógica supervisora se superpone a la lógica de mercado. A todo ello se añaden el marco regulatorio aplicable al caso y una nota metodológica sobre el análisis de eventos.

### 2.1 POR QUÉ SE HACEN FUSIONES Y ADQUISICIONES

La literatura clásica identifica cuatro grandes familias de motivaciones. La hipótesis de las sinergias, la más citada en los folletos, sostiene que el valor del conjunto es superior a la suma de las partes por la posibilidad de eliminar duplicidades de costes, ampliar la base de clientes o explotar economías de escala (DePamphilis, 2019; Gaughan, 2018). En el sector bancario, las sinergias de costes derivan típicamente del cierre de oficinas solapadas, la integración de sistemas tecnológicos y la reducción de estructuras corporativas redundantes; las sinergias de ingresos, mucho más esquivas, se asocian a la venta cruzada y a la mejora de la oferta de productos. En la práctica del sector se observa con nitidez esta diferencia: los ahorros de costes son cuantificables y materiales en los dos primeros años, mientras que las sinergias de ingresos suelen responder a un optimismo comercial difícil de auditar a posteriori.

Una segunda corriente, la hipótesis del mercado para el control corporativo, plantea que las OPAs hostiles cumplen una función disciplinaria sobre los equipos directivos ineficientes. Cuando el precio de la acción no refleja el valor potencial de los activos, un oferente externo puede ofrecer una prima a los accionistas y reorganizar la compañía para extraer ese valor (Manne, 1965, citado en Bruner, 2004). Jensen (1986) llevó esta intuición un paso más allá con su teoría del free cash flow: los directivos de empresas maduras con flujos de caja excedentarios tienden a invertir en proyectos de bajo retorno o en adquisiciones

improductivas, y el endeudamiento asociado a una OPA forzaría a destinar la caja al servicio de la deuda.

Frente a estas explicaciones racionales, Roll (1986) propuso la hipótesis de la hubris, según la cual una proporción significativa de las primas pagadas en M&A se explican por el exceso de confianza de los equipos directivos del oferente. La implicación empírica es directa: si el mercado intuye hubris, el precio del adquirente debería caer en el momento del anuncio. Una cuarta familia, ligada a Jensen y Meckling (1976) y a la teoría de agencia, explica algunas adquisiciones por la tendencia de los directivos a maximizar el tamaño de la firma para acrecentar su propia compensación.

## **2.2 QUÉ DICE LA EVIDENCIA EMPÍRICA SOBRE LA CREACIÓN DE VALOR**

La evidencia acumulada en las últimas cuatro décadas ofrece un resultado robusto y, a primera vista, paradójico. Las operaciones de M&A tienden a generar ganancias significativas para los accionistas de la empresa objetivo, pero retornos cercanos a cero o ligeramente negativos para los del adquirente. Andrade, Mitchell y Stafford (2001) sintetizaron tres décadas de literatura concluyendo que los accionistas del objetivo obtienen primas en el rango del 16 % al 25 % en una ventana corta alrededor del anuncio, mientras que los del adquirente experimentan retornos anormales ligeramente negativos en términos medios. Bruner (2002), en una revisión frecuentemente citada, llegó a una conclusión análoga.

Trabajos posteriores han refinado el resultado. Moeller, Schlingemann y Stulz (2004) demostraron que los retornos negativos del adquirente se concentran en las grandes operaciones. Un año después, los mismos autores (Moeller et al., 2005) cuantificaron en 240.000 millones de dólares la pérdida agregada de valor para los accionistas de las adquirentes estadounidenses durante la ola de fusiones 1998-2001. La implicación para BBVA es directa: se trataba de una operación de gran tamaño —capitalización conjunta de ambas entidades superior a 67.000 millones de euros en el momento del anuncio—, y la literatura asigna a este tipo de transacciones una probabilidad apreciable de destrucción de valor. Harford (1999) añadió una dimensión adicional sobre el papel de las reservas de caja, y

Alexandridis, Antypas y Travlos (2017) han documentado que las operaciones realizadas tras la crisis de 2008 muestran un patrón de creación de valor más favorable para el adquirente.

### **2.3 OPAS HOSTILES, DEFENSAS Y PRIMA DE CONTROL**

Las OPAs hostiles, definidas como aquellas a las que el consejo de administración de la firma objetivo se opone formalmente, presentan características diferenciales. Comment y Schwert (1995) analizaron el efecto disuasorio de las principales defensas anti-OPA introducidas en Estados Unidos —poison pills, fair price provisions, classified boards— y concluyeron que estas defensas, aunque retrasan o encarecen las operaciones, no las impiden de manera sistemática. Field y Karpoff (2002) estudiaron el efecto de las defensas adoptadas en el momento de la salida a bolsa.

El concepto de prima de control ha sido examinado por Dyck y Zingales (2004) en un estudio de 39 países que documentó cómo el valor de los beneficios privados de control varía sustancialmente entre jurisdicciones, en relación inversa con la calidad de la protección legal a los minoritarios. España se sitúa en una posición intermedia: la regulación de OPAs ofrece una protección razonable, pero el control corporativo sigue concentrado en una proporción significativa de las empresas cotizadas. Officer, Poulsen y Stegemoller (2009) han documentado que los consejos con composición independiente y procesos sólidos consiguen mejores términos para los accionistas.

### **2.4 LAS PARTICULARIDADES DE LAS FUSIONES BANCARIAS**

Las M&A bancarias presentan especificidades que la literatura general no captura del todo. DeYoung, Evanoff y Molyneux (2009), en una revisión ineludible de la literatura post-2000, identificaron tres rasgos distintivos: la presencia simultánea de un objetivo de eficiencia y otro de estabilidad financiera; la importancia decisiva del marco supervisor; y la dificultad de trasladar al sector bancario los modelos clásicos por ser muchos de los activos relevantes intangibles.

Houston, James y Ryngaert (2001) ofrecieron uno de los análisis más influyentes sobre las fuentes de valor en fusiones bancarias estadounidenses, documentando que la mayor parte

del valor anunciado proviene de sinergias de costes, mientras que las sinergias de ingresos son mucho más difíciles de capturar. La decisión de BBVA de presentar una cifra de sinergias compuesta exclusivamente por ahorros de costes es coherente con esta enseñanza y aporta credibilidad técnica al plan. En el contexto europeo, Cybo-Ottone y Murgia (2000), Altunbas y Marqués-Ibáñez (2008), Hagendorff, Hernando, Nieto y Wall (2012) y Hagendorff, Collins y Keasey (2008) han matizado los hallazgos en función del marco supervisor, la similitud estratégica y la protección al inversor.

## **2.5 EL MARCO REGULATORIO APLICABLE AL CASO**

El marco normativo combina cuatro bloques. El primero es la regulación específica de OPAs, articulada en la Ley 6/2007 y el Real Decreto 1066/2007. El segundo es la Ley 10/2014 de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, que regula la adquisición de participaciones significativas en bancos españoles sometiéndolas a la no oposición previa del Banco Central Europeo en su condición de supervisor bajo el Mecanismo Único de Supervisión (Reglamento UE 1024/2013).

El tercer bloque es la Ley 15/2007 de Defensa de la Competencia, cuyo procedimiento de control de concentraciones atribuye a la CNMC la responsabilidad de evaluar el impacto competitivo. La novedad sustantiva del caso BBVA-Sabadell radica en el artículo 60: confiere al Consejo de Ministros la facultad de modificar las condiciones impuestas por la CNMC o imponer condiciones adicionales por razones de interés general distintas de la competencia. Esta cláusula, escasamente utilizada hasta 2024, se activó por primera vez en una operación bancaria de gran envergadura. El cuarto bloque lo conforma la normativa europea de competencia y libertad de establecimiento, especialmente relevante a la luz del expediente de infracción incoado por la Comisión Europea contra España en 2025.

## **2.6 EL ANÁLISIS DE EVENTOS COMO HERRAMIENTA**

El análisis de eventos —event study— es la metodología empírica de referencia para evaluar el impacto de un anuncio corporativo sobre el precio de la acción, y cuenta con un marco estadístico bien establecido (MacKinlay, 1997). En el ámbito bancario, Hagendorff,

Collins y Keasey (2008) han mostrado que captura razonablemente bien la reacción inmediata del mercado a los anuncios de fusión. El capítulo tercero detalla su aplicación concreta al caso, que la prolongada duración del proceso —en torno a año y medio— y el solapamiento con factores macroeconómicos obligan a manejar con cautela.

---

## Capítulo 3. METODOLOGÍA

Antes de abordar el caso conviene explicar con detalle cómo se ha construido el análisis. Este capítulo describe el enfoque general de la investigación, las fuentes utilizadas, el diseño del estudio de eventos de la reacción del mercado y, finalmente, las limitaciones que el lector debe tener presentes al interpretar los resultados.

### 3.1 ENFOQUE Y DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN

El trabajo adopta el formato del caso de estudio único, en el sentido que da Yin (2018) cuando el objeto de análisis es un fenómeno reciente, complejo y de fronteras difusas con su contexto. El diseño combina dos aproximaciones complementarias. La primera, de naturaleza cualitativa, reconstruye los hechos, los racionales y los argumentos de las partes implicadas a partir de la documentación primaria y la prensa especializada. La segunda, cuantitativa, examina la reacción del mercado a los hitos del proceso mediante un estudio de eventos sobre series diarias de cotización procedentes de S&P Capital IQ. La triangulación permite contrastar las conclusiones y reducir el riesgo de sesgo.

### 3.2 FUENTES UTILIZADAS

La columna vertebral documental del trabajo está formada por las fuentes primarias regulatorias y corporativas. El folleto de la OPA registrado por BBVA en la CNMV constituye el documento de referencia para los términos económicos de la oferta, las sinergias declaradas y los compromisos asumidos por el oferente. El informe del consejo de administración de Banco Sabadell sobre la OPA recoge la posición y los argumentos de la firma objetivo. Las resoluciones de fase I y fase II de la CNMC, junto con el acuerdo del Consejo de Ministros, son la base del análisis regulatorio.

Las cuentas anuales de BBVA y Banco Sabadell entre 2019 y 2024, publicadas en sus respectivos portales de inversores y depositadas en la CNMV, han sido la fuente principal para los datos financieros. Las fuentes secundarias se han seleccionado priorizando la prensa económica de referencia —Financial Times, Reuters, Expansión, Cinco Días, El País, El

Confidencial—, los medios públicos y la prensa con cobertura especializada en banca. La literatura académica utilizada se concentra en revistas de referencia en finanzas corporativas y banca y en monografías de M&A ampliamente reconocidas.

### 3.3 ANÁLISIS DE LA REACCIÓN DEL MERCADO MEDIANTE ESTUDIO DE EVENTOS

El análisis de la reacción del mercado se aborda mediante un estudio de eventos (event study), metodología estándar en la literatura de finanzas corporativas para medir el efecto de un anuncio sobre el valor de mercado de las empresas implicadas (MacKinlay, 1997; Hagendorff, Collins y Keasey, 2008). El procedimiento consta de cuatro pasos. Primero, la identificación de las fechas de los eventos relevantes del proceso. Segundo, la definición de una ventana de estimación previa al primer evento —se emplean los 250 días de cotización anteriores al 29 de abril de 2024— para calibrar el modelo de mercado de cada entidad mediante una regresión del rendimiento diario del valor sobre el rendimiento del índice de referencia. Tercero, el cálculo del rendimiento anormal (AR) en cada ventana de evento como diferencia entre el rendimiento observado y el rendimiento normal predicho por el modelo. Cuarto, la acumulación de esos rendimientos anormales (CAR) en ventanas simétricas en torno a cada fecha —[-1, +1] y [-2, +2] días— y la contrastación de su significatividad estadística.

Como índice de mercado se utiliza el Ibex 35 y, como referencia sectorial complementaria para aislar el componente común al sector bancario, el índice STOXX Europe 600 Banks. Las series diarias de cotización ajustada por dividendos de BBVA y Banco Sabadell, así como las de los índices, proceden de S&P Capital IQ. El recurso a un índice sectorial responde a una particularidad del caso: dado que ambas entidades son componentes relevantes del índice bancario español, una parte de su variación conjunta obedece a factores sectoriales —tipos de interés, prima de riesgo soberano— que el modelo de mercado debe depurar para no atribuir a la operación movimientos que son de naturaleza macroeconómica. Esta cautela es especialmente necesaria por la duración del proceso, diecisiete meses, durante los cuales actuaron numerosos factores ajenos a la operación.

El análisis de las sinergias y de su impacto sobre el valor, desarrollado en el capítulo quinto, se apoya a su vez en las cifras publicadas por el oferente en el folleto y sus actualizaciones, contrastadas con las cuentas anuales de ambas entidades y con el consenso de analistas recogido en S&P Capital IQ. Sobre esa base se construye un modelo de valoración del impacto de las restricciones regulatorias sobre el valor actual de las sinergias, cuyos supuestos y resultados se detallan en su lugar.

Una salvedad importante acompaña a la interpretación de los rendimientos anormales acumulados. La parte de la prima de la oferta que el mercado ya anticipaba antes de cada anuncio no se refleja en los CAR del propio evento, sino que se incorpora de forma progresiva a medida que aumenta la probabilidad percibida de la operación. Por ello, los resultados del estudio de eventos se interpretan de forma conjunta con la evolución acumulada de ambos valores a lo largo de todo el proceso, y no únicamente con los movimientos puntuales de cada ventana.

### **3.4 LIMITACIONES**

El trabajo presenta tres limitaciones que conviene reconocer. La primera es la imposibilidad de cuantificar de forma definitiva las sinergias realizables en un escenario contrafactual: dado que la operación no se completó, no existen estados financieros consolidados frente a los cuales validar las estimaciones del folleto. La segunda es la información asimétrica entre el oferente y el analista externo. La tercera es la proximidad temporal del desenlace, que limita la capacidad de evaluar los efectos a medio plazo.

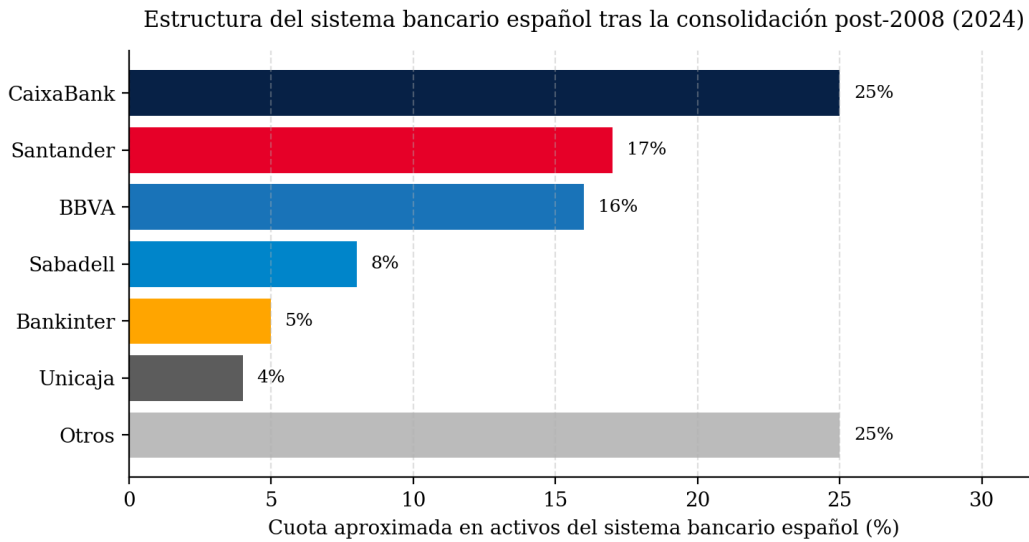
## **Capítulo 4. CONTEXTO Y ANTECEDENTES**

Para entender la operación que se examina en este trabajo conviene situarla en el contexto del sector bancario español tras quince años de consolidación, conocer los perfiles de las dos entidades implicadas en el momento del lanzamiento de la OPA y, de manera particular, recordar el precedente de 2020 junto con la fusión CaixaBank-Bankia, que opera como caso comparable a lo largo de todo el trabajo.

### **4.1 LA CONSOLIDACIÓN BANCARIA ESPAÑOLA POST-2008**

El sistema bancario español ha experimentado en quince años una de las transformaciones más intensas de Europa. La crisis financiera global y la posterior crisis de la deuda soberana europea pusieron de manifiesto la vulnerabilidad de un sector bancario doméstico fragmentado, especialmente en el segmento de las cajas de ahorros, fuertemente expuestas al sector promotor inmobiliario. La reforma legal de 2010-2012 aceleró un proceso de fusiones y bancarizaciones que ha llevado al sistema desde unas 55 entidades a comienzos de la crisis hasta poco más de diez grupos significativos en la actualidad (Banco de España, 2024).

Esta consolidación se concentra en dos olas. La primera, entre 2010 y 2014, se caracterizó por las fusiones de cajas y la absorción de entidades inviables tuteladas por el FROB. La segunda, entre 2017 y 2021, presenta un perfil distinto: ya no responde a la urgencia de saneamiento, sino a la búsqueda de escala. En este periodo se completaron operaciones tan relevantes como la absorción de Banco Popular por Banco Santander (2017), la fusión Bankia-CaixaBank (2020-2021) y la integración Liberbank-Unicaja (2021). La figura siguiente sintetiza la estructura resultante.



**Figura 1 – Estructura del sistema bancario español tras la consolidación post-2008**

*Fuente: elaboración propia a partir de Banco de España (2024) y Funcas (2024).*

Esta concentración alimentó desde 2022 un debate creciente sobre los límites de la consolidación doméstica. Vives (2016) había advertido años antes sobre la tensión entre eficiencia y estabilidad financiera: una mayor concentración mejora los márgenes pero puede deteriorar la disciplina competitiva.

#### 4.2 BBVA ANTES DE LA OPERACIÓN

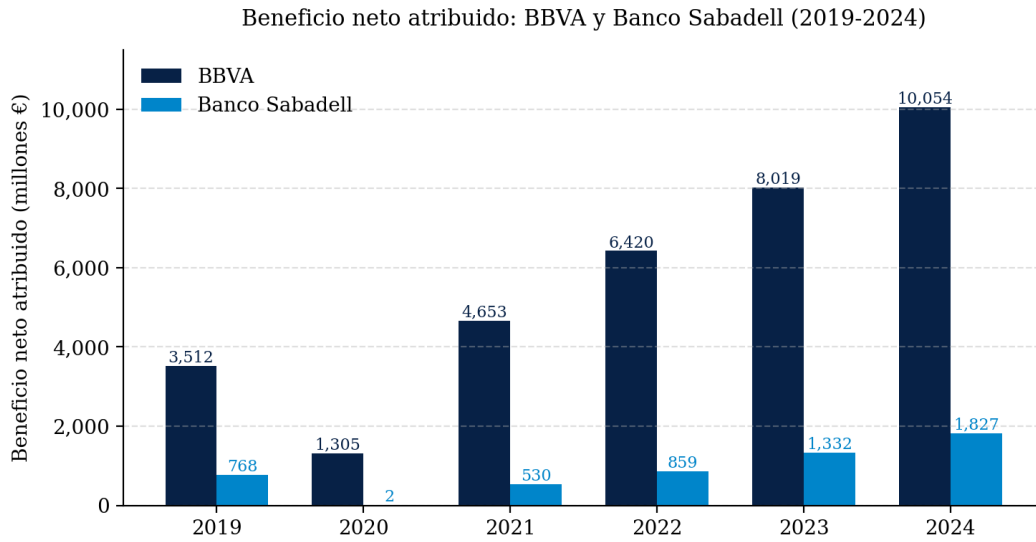
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria llegaba a la primavera de 2024 como una entidad transformada respecto a una década atrás. Tras la venta de su negocio en Estados Unidos a PNC en 2020 por aproximadamente 11.600 millones de dólares, BBVA había concentrado su estrategia en cuatro geografías principales: España, México, Turquía y un conjunto de operaciones en Sudamérica. El Grupo cerró 2023 con un activo total ligeramente superior a 775.000 millones de euros, un beneficio atribuido próximo a 8.000 millones de euros y un RoTE cercano al 17 %, una de las rentabilidades más altas de la banca europea. En 2024 el beneficio atribuido alcanzaría una cifra récord superior a 10.000 millones de euros y el RoTE rebasaría el 19 %.

Este excelente desempeño financiero, sostenido por la subida de tipos del Banco Central Europeo desde julio de 2022 y la fortaleza del peso mexicano, dejó al banco en una posición inusualmente favorable: liquidez abundante, ratio CET1 plenamente cargado (fully loaded) en torno al 12,7 % y capitalización bursátil que rebasó los 60.000 millones de euros a comienzos de 2024. Pese a su fortaleza global, BBVA mantenía en España una cuota inferior a la de sus principales competidores en el segmento PYME, donde Sabadell es históricamente líder. Una integración con Sabadell permitiría aproximadamente equiparar la cuota nacional de BBVA con la de CaixaBank y Santander, con un diferencial sustancial en clientes PYME.

#### **4.3 BANCO SABADELL ANTES DE LA OPERACIÓN**

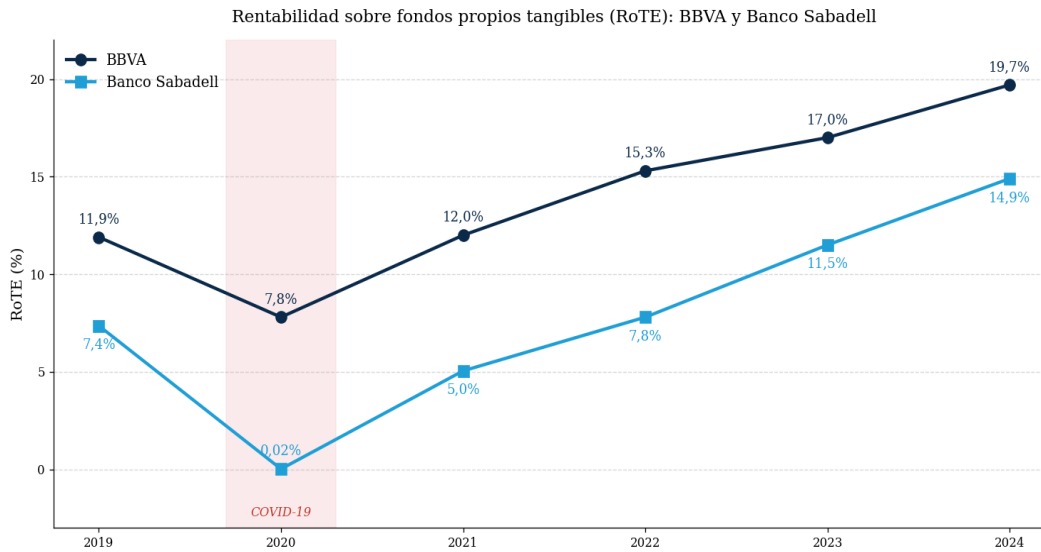
Banco Sabadell llegaba a 2024 con un perfil financiero materialmente distinto pero tras una recuperación notable. Cuarto banco español por activos —cerca de 236.000 millones de euros a cierre de 2023— y con un modelo de negocio fuertemente especializado en PYME, Sabadell había atravesado años difíciles. La adquisición de TSB en el Reino Unido (2015) había deparado una migración tecnológica problemática en 2018.

El cambio de tendencia se inicia en 2022, con el ciclo alcista de tipos, y se consolida en 2023, cuando el banco cierra con un beneficio atribuido de 1.332 millones de euros, un RoTE en torno al 11,5 % y una mejora sustancial del perfil de TSB. En 2024, el beneficio supera los 1.800 millones y el RoTE rebasa el 14 %. La acción acompañó la mejora operativa: en los doce meses anteriores al anuncio de la propuesta de BBVA, Sabadell había sido uno de los valores con mejor comportamiento del Ibex 35, con una revalorización superior al 60 % (Cinco Días, 2024; El Cronista, 2024). Las dos figuras siguientes resumen la trayectoria reciente.



**Figura 2 – Evolución del beneficio neto atribuido de BBVA y Banco Sabadell, 2019-2024**

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de BBVA y Banco Sabadell (2019-2024). Para BBVA se emplea el resultado atribuido contable; excluyendo los impactos singulares de cada ejercicio (principalmente el deterioro del fondo de comercio y las plusvalías del acuerdo con Allianz en 2020), el beneficio habría sido de 4.830 M€ en 2019, 3.084 M€ en 2020 y 5.069 M€ en 2021, frente a los 3.512, 1.305 y 4.653 contables.



**Figura 3 – Rentabilidad sobre fondos propios tangibles (RoTE), 2019-2024**

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de BBVA y Banco Sabadell (2019-2024).

El equipo directivo de Sabadell, presidido por Josep Oliu y con César González-Bueno como consejero delegado, había presentado un plan estratégico stand-alone con una distribución acumulada de capital de aproximadamente 5.400 millones de euros entre 2024 y 2026 (Banco Sabadell, 2025). Sabadell no era un objetivo en dificultades, sino una franquicia en plena recuperación con un mensaje creíble de creación de valor en solitario. La tabla siguiente resume las principales magnitudes de ambas entidades al cierre de 2023.

**Tabla 1 – Principales magnitudes de BBVA y Banco Sabadell al cierre de 2023**

Magnitud	BBVA	Banco Sabadell
Activo total (€m)	775.558	235.173
Beneficio neto atribuido (€m)	8.019	1.332
RoTE (%)	17,0 %	11,5 %
Ratio CET1 plenamente cargado (%)	12,67 %	13,19 %
Margen bruto (€m)	29.542	5.862
Ratio de eficiencia (%)	41,7 %	42,6 %
Tasa de mora (%)	3,4 %	3,52 %
Empleados	≈ 121.000	≈ 19.000
Geografías clave	España, México, Turquía, Sudamérica	España (PYME), Reino Unido (TSB)

*Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales 2023 de BBVA y Banco Sabadell.*

#### **4.4 EL PRECEDENTE DE 2020 Y EL CASO CAIXABANK-BANKIA**

La OPA hostil de 2024 no fue el primer intento de aproximación entre BBVA y Sabadell. En noviembre de 2020 ambos bancos habían iniciado conversaciones formales para una fusión amistosa. Las negociaciones se rompieron a las pocas semanas, en diciembre de 2020, según ambas partes por desacuerdo en los términos de canje. BBVA ofreció una ratio que el consejo de Sabadell consideró insuficiente, en un contexto en el que los precios de ambos bancos estaban deprimidos por la pandemia (Reuters, 2020).

Casi simultáneamente, CaixaBank y Bankia anunciaron en septiembre de 2020 una fusión amistosa, completada en marzo de 2021, que dio lugar al primer banco español por activos y contó con el respaldo del FROB. Esta operación, de naturaleza muy distinta a la

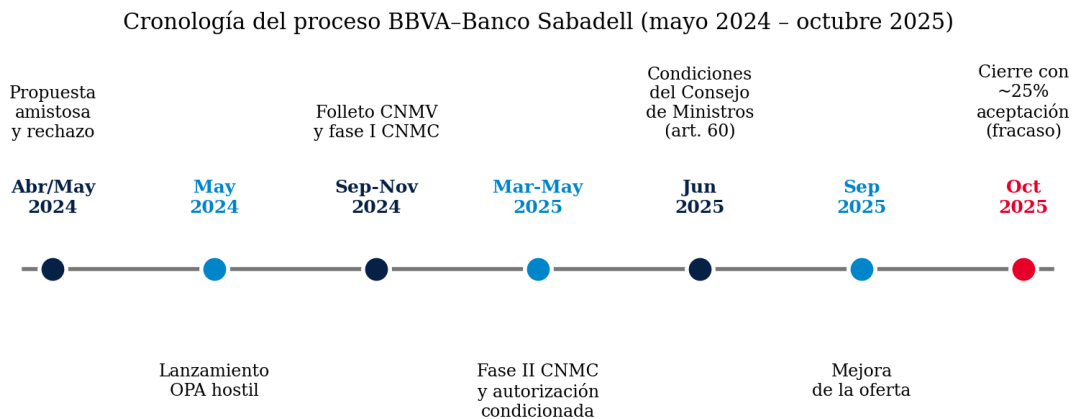
OPA hostil de 2024, opera como caso comparable a lo largo del trabajo; sus términos y su contraste detallado con el caso BBVA-Sabadell se desarrollan en el capítulo sexto.

## Capítulo 5. ANÁLISIS DE LA OPA BBVA-SABADELL

Este capítulo, núcleo del trabajo, reconstruye la cronología del proceso, examina los términos económicos de la oferta y sus modificaciones, evalúa el racional estratégico de BBVA y la defensa de Sabadell, presenta el estudio de eventos de la reacción del mercado, ofrece una lectura crítica de las sinergias y, finalmente, identifica las razones del fracaso.

### 5.1 CRONOLOGÍA DEL PROCESO

El 30 de abril de 2024 BBVA remitió al consejo de administración de Banco Sabadell una carta proponiendo una fusión amistosa por absorción. La propuesta se hizo pública al día siguiente. El consejo de Sabadell, reunido el 5 de mayo, rechazó la oferta. El 9 de mayo, apenas tres días después, BBVA decidió lanzar una oferta pública de adquisición no negociada con los mismos términos económicos. Era la primera OPA hostil de gran calado sobre un banco español sometido al régimen de la Ley 6/2007 (EFE, 2025).



**Figura 4 – Cronología del proceso BBVA-Banco Sabadell (mayo 2024 – octubre 2025)**

*Fuente: elaboración propia a partir de hechos relevantes registrados en CNMV y prensa económica.*

El proceso atravesó a partir de ese momento una secuencia regulatoria inusualmente larga. La fase II se prolongó durante los primeros meses de 2025 y desembocó, en mayo de 2025, en una resolución que autorizaba la operación condicionada al cumplimiento de un paquete de compromisos. Apenas semanas después, el Consejo de Ministros, ejerciendo la facultad del artículo 60 de la Ley 15/2007, acordó imponer condiciones adicionales. La etapa final se concentró en septiembre y octubre de 2025: BBVA presentó una mejora de la oferta el 5 de septiembre y el periodo de aceptación se cerró el 17 de octubre con una aceptación del 25,47 % del capital, claramente insuficiente respecto al umbral mínimo del 50 % más una acción (Euronews, 2025; Sharecast / Hargreaves Lansdown, 2025).

## **5.2 TÉRMINOS ECONÓMICOS DE LA OFERTA**

La oferta inicial planteaba un canje exclusivamente en acciones, con una ratio de una acción de nueva emisión de BBVA por cada 4,83 acciones de Banco Sabadell. Atendiendo a las cotizaciones de cierre del 29 de abril de 2024, esa ratio implicaba un valor implícito por acción de Sabadell próximo a 2,26 euros, lo que representaba una prima del orden del 30 % sobre la cotización de Sabadell de la víspera y del 50 % sobre la media ponderada por volumen de los tres meses anteriores (BBVA, 2025). La valoración total se situaba en torno a 12.000 millones de euros, y la capitalización conjunta de las dos entidades en el momento del anuncio rondaba los 67.500 millones de euros, lo que habría dado lugar al tercer mayor banco de la zona euro por capitalización (Reuters, 2024).

Esta prima del 30 % se sitúa en un rango ligeramente inferior al de primas medias documentadas por Hagendorff et al. (2012) para operaciones bancarias europeas, que suelen oscilar entre el 25 % y el 40 %. La elección de un canje sin componente en efectivo respondía probablemente a una doble lógica: preservar la fortaleza de capital de BBVA y alinear los intereses de la base accionarial del objetivo con el éxito de la integración. En la práctica, sin embargo, esta arquitectura demostró ser subóptima en un contexto donde Sabadell tenía credibilidad stand-alone, porque transfería todo el riesgo de ejecución y de intervención regulatoria a los antiguos accionistas del objetivo.

### **Tabla 2 – Comparativa de términos económicos: BBVA-Sabadell vs. CaixaBank-Bankia**

Concepto	CaixaBank-Bankia (2020-21)	BBVA-Sabadell (2024-25)
Naturaleza	Amistosa	Hostil
Tipo de operación	Fusión por absorción	OPA por canje + efectivo (mejora)
Ratio inicial de canje	0,6845 acc. CaixaBank por 1 Bankia	1 acc. BBVA por 4,83 acc. Sabadell
Prima implícita inicial	≈ 20 %	≈ 30 %
Valoración del objetivo	c. €4.300m	c. €12.000m
Sinergias declaradas (anuales)	c. €770m	c. €850m
Apoyo gubernamental	Sí (FROB accionista de Bankia)	No (intervención adversa via art. 60)
Resultado	Completada (marzo 2021)	Fracasada (oct. 2025; 25,47 % aceptación)

*Fuente: elaboración propia a partir de los folletos de ambas operaciones, hechos relevantes en CNMV y notas de prensa.*

La oferta inicial implicaba además una dilución relevante para los accionistas de Sabadell, que pasaban a representar aproximadamente el 16 % del capital del grupo combinado. La mejora anunciada por BBVA el 22 de septiembre de 2025 reformuló la ecuación de canje: se abandonó el componente en efectivo —que en ese momento era de una acción de nueva emisión de BBVA y 0,70 euros por cada 5,5483 acciones de Sabadell— y se sustituyó por una contraprestación íntegramente en acciones, a razón de una acción ordinaria de nueva emisión de BBVA por cada 4,8376 acciones de Sabadell, equivalente a un incremento del valor implícito en el entorno del 10 % (BBVA, 2025; Cinco Días, 2024). La mejora llegó cuando Sabadell había revalorizado significativamente su acción durante el proceso, de modo que la prima neta sobre el precio de mercado del momento era considerablemente menor a la inicial e, incluso, llegó a ser negativa en algunas sesiones.

### 5.3 RACIONAL ESTRATÉGICO DECLARADO POR BBVA

BBVA articuló su racional estratégico en torno a cuatro grandes ejes. El primero, la generación de un campeón nacional con escala suficiente para competir en igualdad de

condiciones con CaixaBank y Santander en el mercado español, especialmente en el segmento PYME donde Sabadell es históricamente líder. El segundo, el aprovechamiento de TSB para reforzar la posición internacional del grupo combinado en una geografía —el Reino Unido— en la que BBVA no estaba presente. El tercero, una contribución significativa al capital combinado por la fortaleza preexistente de ambas entidades. Y el cuarto, las sinergias de costes estimadas en aproximadamente 850 millones de euros anuales antes de impuestos, capturables en un plazo de tres años desde la integración (BBVA, 2025; folleto registrado en CNMV, 2024).

La descomposición pública de las sinergias, según el folleto y las comunicaciones del oferente a la CNMV, asignaba aproximadamente 450 millones de euros a tecnología y procesos administrativos, 300 millones al ahorro de personal por la integración de estructuras y 100 millones a sinergias de financiación. Los costes de integración se anticiparon en torno a 1.450 millones de euros, lo que situaba el plazo de recuperación de la inversión en el entorno de los 21 meses desde la captura plena, una cifra agresiva pero alineada con la experiencia de CaixaBank-Bankia. Aplicando los marcos de Houston, James y Ryngaert (2001) y de Altunbas y Marqués-Ibáñez (2008), conviene escrutar este racional con cuidado. El componente de costes —850 millones anuales sobre una base de gastos de explotación combinada de unos 14.800 millones de euros en 2023 (12.308 millones de BBVA y 2.496 de Banco Sabadell, según sus cuentas consolidadas)— representa un ahorro del orden del 5,7 % de la base, una proporción coherente con la literatura para operaciones con solapamiento geográfico significativo. Las sinergias de ingresos —tradicionalmente más difíciles de capturar— no se incluían explícitamente en el objetivo, lo que aporta credibilidad técnica al plan: BBVA optó por no inflar la cifra con sinergias de venta cruzada de difícil materialización. La pega sustancial al racional no estaba en su construcción técnica, sino en las restricciones que las autoridades terminarían imponiendo a su captura efectiva.

El papel de TSB en el racional de BBVA merece una lectura cualificada, porque ilustra la distancia entre el valor estratégico declarado y el valor implícito que el mercado terminó atribuyendo a la filial británica. BBVA presentó la entrada en el Reino Unido como una vía de diversificación geográfica hacia un mercado maduro en el que no estaba presente. Sin

embargo, esa pieza ocupaba un lugar secundario en la lógica de la operación: el grueso del valor y de las sinergias procedía del solapamiento doméstico en España, no de TSB, de modo que la filial británica era más un activo heredado que un objetivo en sí mismo. Esta jerarquía quedó confirmada de forma elocuente cuando, en pleno proceso, el consejo de Sabadell acordó vender TSB a Banco Santander por un importe en torno a 3.100 millones de euros (Santander, 2025). El precio obtenido —que la propia ISS consideró atractivo frente al consenso y frente a comparables— reveló un valor implícito para TSB superior al que el mercado parecía estar reconociendo dentro del perímetro de la OPA, y permitió a Sabadell monetizar el activo y devolver el capital a sus accionistas antes de que BBVA pudiera capturarlo. La venta operó así en una doble dimensión: financiera, al financiar el macrodividendo defensivo, y estratégica, al amputar del perímetro precisamente la pieza con la que BBVA justificaba su expansión internacional.

En el plano regulatorio y supervisor, la presencia de TSB añadía además una capa de complejidad que conviene no subestimar. Una integración del grupo combinado con actividad en el Reino Unido habría requerido la intervención del supervisor británico —la Prudential Regulation Authority y la Financial Conduct Authority—, sumándose al Banco Central Europeo como supervisor del grupo bajo el Mecanismo Único de Supervisión. La migración tecnológica fallida de TSB en 2018, que dañó la reputación de Sabadell y atrajo el escrutinio del supervisor británico, era un precedente que cualquier comprador debía ponderar. La salida de TSB del perímetro durante el proceso simplificó el mapa supervisor de la operación, pero al mismo tiempo debilitó uno de los cuatro ejes del racional declarado por BBVA, reforzando la impresión de que el atractivo real de la combinación se concentraba en el mercado español y, por tanto, justamente en el terreno donde el Consejo de Ministros impuso sus restricciones.

#### **5.4 LA DEFENSA DE BANCO SABADELL**

El consejo de administración de Banco Sabadell estructuró su rechazo en torno a tres argumentos principales (Banco Sabadell, 2025): la oferta infravaloraba significativamente al banco; la operación destruía el modelo de negocio especializado en PYME; y el plan

estratégico stand-alone permitía retornar aproximadamente 5.400 millones de euros a los accionistas en el trienio 2024-2026. La defensa se articuló sin recurrir a las defensas estructurales más agresivas que la literatura anglosajona asocia a las OPAs hostiles — imposibles o muy limitadas bajo el régimen español de la Ley 6/2007, que impone al consejo del objetivo un deber de pasividad—, y descansó por tanto en herramientas de naturaleza informativa, financiera y procesal.

La primera herramienta fue una comunicación intensiva y sostenida dirigida al mercado. El protagonismo recayó en el binomio formado por el presidente, Josep Olliu, y el consejero delegado, César González-Bueno, junto con el director financiero, que actuaron como cara visible de la entidad ante inversores y prensa. Los canales fueron los habituales en una situación de OPA: hechos relevantes y «otra información relevante» remitidos a la CNMV en cada hito, presentaciones trimestrales de resultados convertidas de facto en actos de defensa, notas de prensa, entrevistas en medios económicos de referencia y comparecencias del propio consejero delegado para rebatir punto por punto los argumentos del oferente. El mensaje fue deliberadamente repetitivo —la oferta infravalora, el plan en solitario crea más valor— para fijarlo en los inversores a lo largo del año y medio que duró el proceso.

La segunda herramienta fue financiera: la mejora continuada del mensaje stand-alone mediante anuncios sucesivos de incremento de la retribución al accionista. El consejo elevó de forma reiterada su compromiso de distribución de capital —dividendos en efectivo y programas de recompra— hasta los aproximadamente 5.400 millones de euros para 2024-2026, cifra que más tarde reforzaría con la operación de mayor calado de toda la defensa: la venta de su filial británica TSB a Banco Santander en el verano de 2025, cuyos ingresos —en torno a 3.100 millones de euros— el consejo destinó en gran parte a un dividendo extraordinario del orden de 2.500 millones con el propósito explícito de elevar el valor del banco en solitario y reducir el atractivo relativo del canje (Santander, 2025; El Cronista, 2024). De este modo, el consejo trasladaba a los accionistas un retorno cierto e inmediato frente a la promesa, condicionada y diferida, que representaba la OPA. El consenso de analistas respaldaba esa narrativa: a lo largo del proceso, las estimaciones recogidas por S&P Capital IQ situaban el beneficio por acción de Sabadell en el entorno de 0,32 euros, el

dividendo por acción en una senda creciente —de 0,20 a 0,22 euros— y la tasa de activos dudosos en descenso sostenido por debajo del 3 %, mientras el número de acciones se reducía por los programas de recompra. Lejos de ser un objetivo en dificultades, Sabadell exhibía una franquicia en plena recuperación con un mensaje de creación de valor autónomo creíble.

La tercera herramienta fue un roadshow continuado entre inversores institucionales y, de manera complementaria, entre la amplia base minorista del banco. El consejo dedicó un esfuerzo particular a los grandes gestores de fondos —cuyo voto, dada la dilución del 16 % que sufrirían los accionistas de Sabadell en el grupo combinado, resultaba decisivo— y a los proxy advisors. La actuación de estos últimos ilustra la complejidad del caso: ISS y Glass Lewis recomendaron a los accionistas de BBVA aprobar la ampliación de capital necesaria para la OPA, por la «lógica estratégica convincente» de la combinación, al tiempo que advertían de la incertidumbre regulatoria; meses después, ambos asesores recomendaron a los accionistas de Sabadell votar a favor de la venta de TSB, y ISS llegó a señalar que, tras la revalorización de la acción, la oferta de BBVA «no parecía atractiva» (Bolsamanía, 2024; El Español, 2024; elNacional, 2024). El consejo de Sabadell se apoyó en estas valoraciones para reforzar su mensaje ante los minoritarios.

La cuarta herramienta fue la utilización estratégica del propio proceso regulatorio para alargar los plazos. La duración del procedimiento —el paso por las dos fases de la CNMC, la elevación al Consejo de Ministros y la sucesión de autorizaciones— jugó a favor del objetivo, al dar tiempo a que la recuperación operativa de Sabadell y la revalorización de su acción erosionasen la prima de la oferta. Esta combinación de herramientas, aunque menos vistosa que las defensas estructurales clásicas de la literatura anglosajona (Comment y Schwert, 1995), terminó siendo extraordinariamente efectiva: la aceptación final, del 25,47 %, quedó muy lejos del umbral del 50 % más una acción.

## 5.5 ANÁLISIS DE LA REACCIÓN DEL MERCADO (EVENT STUDY)

El estudio de eventos permite cuantificar la reacción del mercado a los hitos del proceso. A partir de las series diarias de cotización de Banco Sabadell (BME:SAB), BBVA (BME:BBVA), el Ibex 35 y el índice sectorial STOXX Europe 600 Banks (SX7P) obtenidas

de S&P Capital IQ, se calcula el rendimiento acumulado de cada valor y su rendimiento anormal acumulado (CAR) respecto a los índices de referencia, tanto en ventanas estrechas alrededor de cada hito como en la ventana larga que cubre todo el periodo de la oferta (28 de marzo de 2024 a 24 de octubre de 2025). Dado que la beta de ambos bancos es próxima a la unidad (0,54 Sabadell y 0,59 BBVA, según el modelo de mercado), el rendimiento ajustado por mercado constituye una aproximación razonable al rendimiento anormal del modelo de mercado. La tabla siguiente recoge los resultados.

**Tabla 3 – Rendimientos anormales acumulados (CAR) en los principales hitos del proceso**

Hito	Ventana	CAR Sabadell	CAR BBVA	Lectura del mercado
Aproximación de BBVA	26–30 abr 2024	+9,9 %	-4,6 %	El mercado capta la prima en el objetivo y penaliza al adquirente
Lanzamiento de la OPA hostil	8–9 may 2024	+4,8 %	-5,3 %	Se amplía la divergencia entre ambos valores
Periodo completo de la oferta	28 mar 2024 – 24 oct 2025	+70,0 pp	+9,9 pp	Sabadell multiplica el rendimiento relativo del adquirente

*Fuente: elaboración propia a partir de las series diarias de cotización de S&P Capital IQ. CAR de ventana corta medidos como rendimiento del valor menos rendimiento del Ibex 35 en torno a cada hito; el dato de periodo completo es el rendimiento acumulado del valor menos el del Ibex 35 entre el 28/03/2024 y el 24/10/2025.*

El primer hito, la aproximación de BBVA del 30 de abril de 2024, generó el movimiento más intenso de toda la serie: en la ventana del 26 al 30 de abril, Sabadell se revalorizó un 9,9 % por encima del Ibex 35, mientras que BBVA quedó un 4,6 % por debajo. Este patrón, característico de los anuncios de M&A (Andrade et al., 2001; Bruner, 2002), refleja la combinación esperada: el objetivo captura la prima ofrecida y el adquirente incorpora el coste de la operación, junto con una valoración preliminar del mercado sobre la calidad de las sinergias. La magnitud del CAR negativo de BBVA, situada por encima de la media de las operaciones bancarias europeas recientes documentadas por Hagendorff et al. (2012), puede leerse como una expresión inicial de cautela del mercado sobre el encaje estratégico de la operación.

El segundo hito, el rechazo del consejo de Sabadell el 5-6 de mayo, arrojó un CAR no significativo en ambos valores, dado que el mercado ya descontaba la oposición. El tercero, el lanzamiento de la OPA hostil el 9 de mayo, prolongó el patrón inicial con CAR de menor magnitud pero del mismo signo —positivo para Sabadell, que se aproximó al precio implícito de la oferta más una pequeña prima por la probabilidad de mejora, y negativo para BBVA—, consolidando la pérdida de valor relativo del oferente respecto al sector.

El cuarto hito, la imposición de condiciones por el Consejo de Ministros en mayo-junio de 2025, marcó un punto de inflexión. La decisión gubernamental, al limitar materialmente la capacidad de integración efectiva de ambas entidades durante un periodo prolongado, redujo significativamente el valor presente esperado de las sinergias y, por extensión, el atractivo de la operación. Sabadell se mantuvo relativamente estable —los inversores intuyeron que la propia condición fortalecía la posición negociadora del consejo—, mientras que BBVA cedió. El quinto y último hito, el cierre del periodo de aceptación con el resultado fallido en octubre de 2025, generó una caída moderada en Sabadell —que perdía la prima implícita y volvía a su trayectoria stand-alone— y un repunte en BBVA, atribuible al alivio por el cierre del proceso y a la expectativa de redirigir el capital excedentario hacia retorno al accionista.

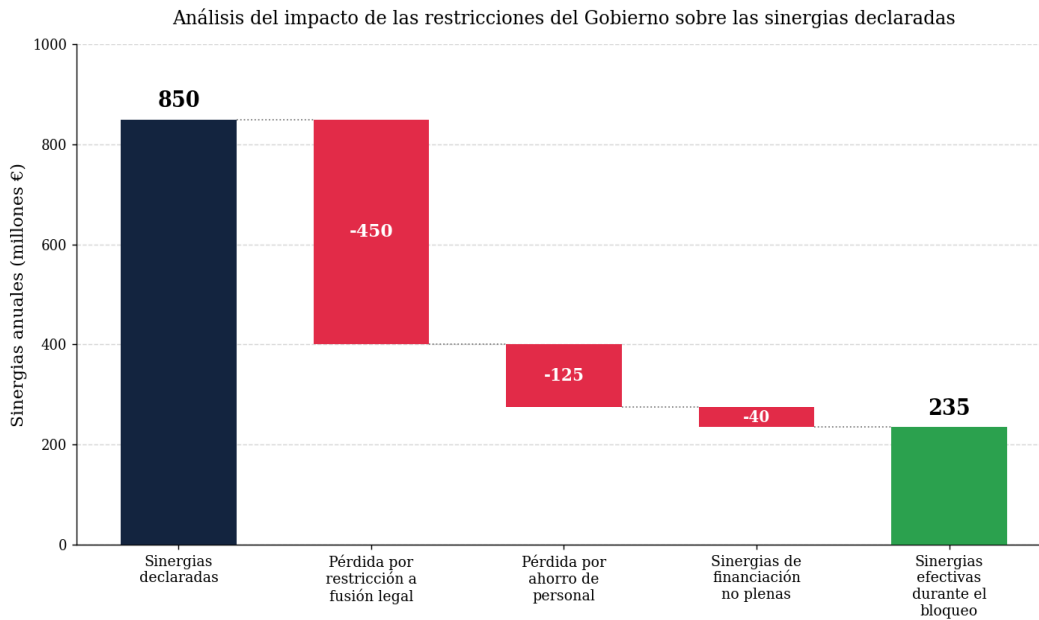
El patrón conjunto es nítido: el mercado, en cada uno de los hitos del proceso, recompensó al objetivo y castigó al oferente. Esta asimetría, consistente con los hallazgos clásicos de Andrade et al. (2001) y Moeller et al. (2005), sugiere que los inversores nunca llegaron a convencerse plenamente de que el grupo combinado generara el valor que BBVA estaba ofreciendo en términos de canje. El fracaso final del proceso es, en este sentido, coherente con la respuesta acumulada del mercado a lo largo de los diecisiete meses. La ventana larga confirma esta lectura con contundencia: entre el 28 de marzo de 2024 y el 24 de octubre de 2025, Sabadell se revalorizó un 113,3 %, frente al 53,1 % de BBVA, el 60,5 % del índice sectorial STOXX Europe 600 Banks y el 43,2 % del Ibex 35. Medido contra el sector bancario europeo, el rendimiento anormal acumulado de Sabadell fue de +52,7 puntos porcentuales, mientras que el de BBVA fue de -7,5 puntos: el objetivo capturó un valor extraordinario durante el proceso y el oferente quedó por detrás de sus comparables

---

sectoriales, una asimetría difícilmente compatible con la tesis de que la operación creaba valor para los accionistas de BBVA en los términos ofrecidos.

## **5.6 ANÁLISIS CRÍTICO DE LAS SINERGIAS**

Las sinergias declaradas por BBVA, 850 millones de euros anuales antes de impuestos en régimen pleno, deben evaluarse no solo en términos de magnitud bruta sino, sobre todo, de capacidad efectiva de captura tras las restricciones impuestas. Según el desglose que el propio oferente comunicó a la CNMV, esa cifra se descomponía en aproximadamente 450 millones de euros en tecnología y procesos administrativos, 300 millones en ahorro de personal y 100 millones en sinergias de financiación (BBVA, 2025; EFE, 2025). La condición del Consejo de Ministros —mantener la personalidad jurídica, la gestión y el balance de ambas entidades separados durante un mínimo de tres años, prorrogables a cinco— suponía en la práctica una amputación temporal de la fuente principal de ahorro, puesto que la integración de redes, plantillas y plataformas tecnológicas exige la fusión legal previa. La magnitud del recorte no es, en este caso, una conjetura del analista: el propio BBVA la cuantificó en el folleto actualizado de septiembre de 2025. Frente a los 850 millones de sinergias plenas, el oferente reconoció que, mientras durase el bloqueo de la fusión, solo podría capturar del orden de 235 millones de euros anuales en el tercer año —en torno a 175 millones de costes operativos y unos 60-75 millones de sinergias de financiación—, es decir, apenas una cuarta parte del total previsto (BBVA, 2025; Infobae, 2025; El Español, 2025). Únicamente tras la eventual fusión, a partir del cuarto o quinto año, recuperaría el grueso del ahorro, que el banco llegó a elevar a 900 millones. La restricción, por tanto, no reducía las sinergias de régimen permanente, pero retrasaba varios años la captura del 70 %-75 % de las mismas, con el consiguiente impacto sobre su valor actual.



**Figura 5 – Impacto estimado de las restricciones del Gobierno sobre las sinergias declaradas**  
 Fuente: elaboración propia a partir del folleto registrado en CNMV (BBVA, 2025) y del acuerdo del Consejo de Ministros de 24 de junio de 2025 (Consejo de Ministros del Reino de España, 2025).

Sobre esta base puede construirse una valoración del coste que el retraso impone al adquirente, comparando el valor actual de las sinergias en el escenario sin restricción con el del escenario efectivamente impuesto. Descontadas al coste de capital observado de BBVA —un 6,9 %, estimado por el método CAPM con una beta de 0,59, una tasa libre de riesgo del 4,2 % y una prima de mercado del 4,67 % (S&P Capital IQ)—, las sinergias plenas de 850 millones anuales antes de impuestos equivalen, en régimen permanente, a un valor actual del orden de 8.500 millones de euros después de impuestos. El coste del veto no es ese valor, sino la pérdida que provoca el aplazamiento de la captura: durante el bloqueo solo se obtienen unos 235 millones anuales en lugar del régimen pleno, y la diferencia, descontada a la misma tasa, se sitúa entre unos 600 millones de euros si el bloqueo dura tres años y unos 1.200 millones si se prorroga a cinco. El cálculo es propio, pero descansa íntegramente sobre las cifras de captura publicadas por el oferente y sobre el coste de capital observado de BBVA (6,9 %, estimado con datos de S&P Capital IQ); los rangos reflejan la sensibilidad al horizonte del bloqueo, de tres a cinco años. Aun con esa cautela, la magnitud resulta

comparable o superior al margen de seguridad que el oferente había incorporado en su prima inicial: las condiciones del Gobierno, por sí solas, bastaban para dejar la operación en un punto de equilibrio o ligeramente destructor de valor para el adquirente.

### **5.7 ANÁLISIS REGULATORIO: CNMC, GOBIERNO, BCE Y BRUSELAS**

La dimensión regulatoria del caso es la más distintiva. La CNMC, en su análisis bajo la Ley 15/2007, identificó preocupaciones competitivas en el segmento PYME en determinados territorios. La fase II concluyó en mayo de 2025 con una autorización condicionada al cumplimiento de un paquete de compromisos: desinversiones selectivas, mantenimiento temporal de capacidad de oferta a PYMEs y compromisos sobre la red comercial. La novedad sustantiva del caso fue la decisión del Consejo de Ministros de elevar el expediente a su consideración y, a través del artículo 60, imponer condiciones adicionales por razones de interés general: cohesión territorial, protección de las PYMEs, preservación del empleo. La condición clave fue la prohibición de ejecutar la fusión legal entre BBVA y Sabadell durante un periodo prolongado.

El Banco Central Europeo, en su papel de supervisor prudencial bajo el MUS, emitió su no oposición. Finalmente, en 2025 la Comisión Europea inició un procedimiento de infracción contra España al considerar que la facultad otorgada por el artículo 60 podría vulnerar el artículo 49 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (elDiario.es, 2025; ARA, 2025). La incoación del expediente abre una vía potencial de revisión del marco normativo español aplicable a las concentraciones bancarias por razones de interés general.

### **5.8 POR QUÉ FRACASÓ LA OPA**

El fracaso del proceso, con una aceptación del 25,47 % frente al umbral mínimo del 50 % más una acción, no obedece a una causa única sino a una combinación de cinco factores.

- **Mejora insuficiente de la oferta.** El componente adicional en efectivo introducido en septiembre de 2025 elevó el valor implícito en aproximadamente un 10 %, pero llegó cuando Sabadell había acumulado ya una revalorización del orden del 60 %.

- **Condiciones del Gobierno.** La restricción a la integración legal podía haber reducido las sinergias capturables entre un 30 % y un 50 % en los primeros años.
- **Trayectoria operativa de Sabadell.** La entidad superó consistentemente las expectativas durante 2024 y 2025, fortaleciendo el mensaje del consejo sobre la viabilidad del plan stand-alone.
- **Configuración del accionariado.** Una proporción significativa de accionistas minoristas catalanes con vínculos históricos con la entidad, poco proclives a aceptar una operación hostil con componente identitario.
- **Duración del proceso.** Diecisiete meses entre el lanzamiento y el cierre del periodo de aceptación dieron tiempo a que las decisiones regulatorias y las condiciones del Gobierno se acumulasen en contra de la oferta.

---

## Capítulo 6. DISCUSIÓN

Este capítulo conecta los hallazgos con la literatura y con casos comparables, en torno a cinco ejes: la lectura asimétrica de la creación de valor, las implicaciones para la consolidación bancaria europea, las lecciones de gobierno corporativo, la tensión política-económica y la comparación con CaixaBank-Bankia e Intesa Sanpaolo-UBI Banca.

### 6.1 CREACIÓN O DESTRUCCIÓN DE VALOR: UNA LECTURA ASIMÉTRICA

La conclusión que emerge del análisis es marcadamente asimétrica entre las dos bases accionariales. Para los accionistas de Sabadell, el proceso fue claramente generador de valor: durante los algo más de diecisiete meses transcurridos entre el lanzamiento de la OPA y su cierre, la acción se revalorizó del orden del 60 %, ampliamente por encima del Ibex Bancos. Este movimiento responde a tres factores superpuestos: la prima implícita de la oferta, la mejora operativa stand-alone y, especialmente en la fase final, la creciente credibilidad del mensaje del consejo sobre la viabilidad del plan individual.

Para los accionistas de BBVA, el balance es más matizado pero globalmente positivo. Aunque durante el proceso la acción mostró un comportamiento relativo más débil que el de Sabadell, el desenlace —el fracaso de la OPA— se interpretó por el mercado como una liberación del exceso de capital y una mayor probabilidad de retorno a los accionistas vía recompras y dividendos extraordinarios. Esta lectura es coherente con la hipótesis del free cash flow de Jensen (1986). La ironía del caso es que BBVA, al fracasar en su estrategia inorgánica, se vio obligado a adoptar la estrategia que parte de los inversores institucionales había venido demandando: monetizar el capital excedentario. En términos agregados, el proceso transfirió valor de BBVA a Sabadell en una magnitud neta que oscila entre aproximadamente 1.500 y 2.500 millones de euros, dependiendo de la ventana de medición.

### 6.2 IMPLICACIONES PARA LA CONSOLIDACIÓN BANCARIA EUROPEA

El caso aporta un mensaje relevante al debate europeo sobre consolidación bancaria. Vives (2016) había advertido años antes que la búsqueda de campeones nacionales o

---

Europeos chocaba con dos tensiones difíciles de resolver: escala frente a competencia, y mercado único frente a capacidad de los Estados miembros para influir en la configuración de su sector bancario. El desenlace ilustra ambas con particular nitidez: las autoridades nacionales conservan capacidad efectiva para introducir restricciones operativas significativas a operaciones bancarias domésticas, incluso cuando éstas han superado el filtro técnico de la autoridad de competencia. Una segunda implicación, más práctica, es la dificultad creciente para encontrar oportunidades de consolidación doméstica en los mercados bancarios europeos más maduros.

### **6.3 LECCIONES DE GOBIERNO CORPORATIVO**

El caso ofrece tres lecciones. La primera, la efectividad de las herramientas informativas y comunicativas como mecanismo de defensa frente a OPAs hostiles, en jurisdicciones donde las defensas estructurales más agresivas son legalmente limitadas (Comment y Schwert, 1995; Field y Karpoff, 2002). La segunda, el papel de los inversores institucionales como árbitros (Alexandridis et al., 2017): fueron las grandes gestoras de fondos las que determinaron el resultado. La tercera, dirigida a los oferentes potenciales, es la importancia del momento: BBVA intentó la operación cuando Sabadell estaba en plena recuperación, y una OPA lanzada doce o dieciocho meses antes habría afrontado una resistencia menor.

### **6.4 TENSIÓN POLÍTICA-ECONÓMICA**

El caso es probablemente uno de los ejemplos más nítidos en la historia reciente española de tensión entre el plano técnico-financiero y el plano político en una operación de M&A bancaria. La autorización de la CNMC, condicionada a un paquete de compromisos competitivos razonable, era compatible con la ejecución de la operación en términos económicamente atractivos para BBVA. La intervención del Gobierno, articulada en torno a consideraciones de interés general no económico, alteró sustancialmente la ecuación. Esta intervención no es necesariamente ilegítima desde un punto de vista democrático —un Gobierno elegido tiene capacidad para introducir consideraciones de cohesión social en la regulación económica—, pero plantea dos cuestiones de fondo.

La primera es la previsibilidad regulatoria. Una concentración bancaria es un proceso largo y costoso para los oferentes; la posibilidad de que, tras superar la fase técnica, una intervención política altere las condiciones efectivas de la operación introduce un coste de incertidumbre que puede desincentivar futuras iniciativas. La segunda cuestión es la coherencia con el marco europeo. Un sistema bancario integrado a través del MUS exige una cierta uniformidad en los criterios aplicados a operaciones que pueden afectar al mercado único. La coexistencia de cláusulas nacionales como el artículo 60 con la regulación europea abre un debate jurídico-político que el procedimiento de infracción de la Comisión Europea contribuirá a resolver.

## **6.5 COMPARACIÓN CON CASOS ANÁLOGOS**

La comparación con CaixaBank-Bankia y con Intesa Sanpaolo-UBI Banca (2020) ilumina factores adicionales que la sola lógica financiera no explica. La tabla siguiente sintetiza las tres operaciones; el análisis que sigue se detiene en las dos dimensiones más relevantes para el desenlace: la prima ofrecida y la duración del proceso.

CaixaBank-Bankia presenta tres diferencias estructurales respecto al caso analizado. Fue una operación amistosa, pactada entre los dos consejos, lo que eliminó de raíz el coste defensivo que sí soportó BBVA. Contó con el respaldo activo del Gobierno, accionista de Bankia a través del FROB, frente a la intervención adversa del Consejo de Ministros en BBVA-Sabadell. Y se produjo en un momento del ciclo en que ambas entidades cotizaban con descuento por la pandemia, de modo que la prima ofrecida —del orden del 20 % sobre el canje de 0,6845 acciones de CaixaBank por cada acción de Bankia— bastó para cerrar el acuerdo. La operación se completó en unos seis meses, desde el anuncio de septiembre de 2020 hasta la fusión legal de marzo de 2021, y permitió capturar las sinergias declaradas —cerca de 770 millones de euros anuales— en los tres ejercicios siguientes. En contraste, BBVA ofreció una prima inicial superior, del orden del 30 %, sobre un objetivo en plena recuperación cuya cotización siguió subiendo durante el proceso, de manera que esa prima se evaporó: la duración de diecisiete meses, lejos de favorecer al oferente, dio tiempo a que la mejora operativa de Sabadell y la intervención política vaciaran de atractivo la oferta.

Intesa Sanpaolo-UBI Banca, en cambio, se asemeja a BBVA-Sabadell en su naturaleza hostil pero difiere radicalmente en el desenlace, y la comparación es por ello más instructiva. Intesa lanzó en febrero de 2020 una oferta de canje sobre UBI a la que el consejo de la entidad objetivo se opuso, en un escenario inicial de prima modesta. La clave del éxito fue doble. En primer lugar, Intesa reforzó los términos durante el proceso —incorporó un componente en efectivo a un canje que era exclusivamente en acciones— para neutralizar el argumento de infravaloración; BBVA también mejoró su oferta, pero lo hizo tarde, en septiembre de 2025, cuando la revalorización del objetivo ya había absorbido el incremento. En segundo lugar, y de forma decisiva, el proceso italiano se resolvió con rapidez: en torno a cuatro o cinco meses entre el anuncio y el cierre del periodo de aceptación, que superó el 90 % en el verano de 2020. Esa brevedad impidió que la cotización del objetivo se recompusiera y que intervinieran factores políticos. La autoridad de competencia italiana impuso condiciones —desinversión de sucursales— de naturaleza estrictamente técnica, sin la capa de interés general que el artículo 60 introdujo en España. La lección es nítida: en una OPA hostil, la prima y la velocidad son sustitutivos imperfectos del apoyo del consejo objetivo, y BBVA falló en ambas dimensiones simultáneamente.

En síntesis, la principal diferencia entre Intesa-UBI y BBVA-Sabadell no residió en la lógica financiera —ambas eran operaciones con encaje industrial razonable— sino en el contexto político y, sobre todo, en la duración del proceso, que en España se prolongó hasta convertirse en un aliado del objetivo y en un enemigo del oferente.

**Tabla 4 – Comparativa de tres operaciones de M&A bancaria europea**

Dimensión	CaixaBank-Bankia	Intesa-UBI Banca	BBVA-Sabadell
Año	2020-2021	2020	2024-2025
Tipo de operación	Amistosa	Hostil	Hostil
País	España	Italia	España
Posición del consejo objetivo	Favorable	Inicial oposición	Oposición sostenida
Posición del Gobierno	Activamente favorable (FROB)	Neutra	Adversa (art. 60)
Momento operativo	Débil (post-COVID)	Estable	Recuperación

del objetivo			operativa
Duración del proceso	≈ 6 meses	≈ 4 meses	≈ 17 meses
Resultado	Completada	Completada (>90 % aceptación)	Fracaso (≈ 25 %)

*Fuente: elaboración propia a partir de los folletos de las tres operaciones, hechos relevantes en CNMV/CONSOB y prensa económica de referencia.*

Más allá de la comparación cualitativa, el cuadro siguiente sitúa la operación frente a sus comparables en términos de prima y múltiplos de transacción. La prima inicial de BBVA, del 30 % sobre el cierre previo, se ubica en el rango medio-alto del sector: por encima de la ofrecida por CaixaBank sobre Bankia (24,1 %) e Intesa sobre UBI (5,0 %), pero por debajo de la de Crédit Agricole sobre Creval (43,8 %). En múltiplos, la operación implicaba un P/VC cercano a 0,9x, sensiblemente superior al de los precedentes (0,33x-0,67x), reflejo de la recuperación de la cotización de Sabadell antes del anuncio. El contraste más relevante es el desenlace: de las cinco operaciones, BBVA-Sabadell y UniCredit-Banco BPM son las dos que no llegaron a completarse, ambas marcadas por una contraprestación percibida como insuficiente y por la interferencia del Gobierno.

**Tabla 5 – Múltiplos y primas de las operaciones comparables**

Métrica	CaixaBank–Bankia	Intesa–UBI	CA–Creval	UniCredit–BPM	BBVA–Sabadell
Año	2020-21	2020	2020-21	2024-25	2024-25
Prima 1 día antes anuncio	24,1 %	5,0 %	43,8 %	0,3 %	30,0 %
Prima 1 mes antes	60,7 %	17,6 %	82,2 %	9,5 %	50,4 %
P/VC (EqV/FF.PP.)	0,33x	0,58x	0,51x	0,67x	~0,9x
P/E (EqV/Bº neto)	15,2x	23,6x	9,9x	5,0x	n.d.
Valor operación	€5.485m	€3.940m	€877m	€10.008m	≈€12.000m
Carácter	Amistosa	Hostil*	Amistosa	Hostil	Hostil
Resultado	Completada	Completada	Completada	Retirada	Fracasada (25,5 %)

*Fuente: elaboración propia a partir de Mergermarket (ION Analytics) y los folletos de las operaciones. Primas calculadas sobre la cotización un día/un mes antes del anuncio; múltiplos «target» a la fecha de referencia de cada operación (P/VC = Equity Value/Fondos Propios, precio sobre valor contable; P/E = Equity Value/Beneficio*

neto). (\*) UBI calificó inicialmente la oferta de hostil pese a la actitud final amistosa del consejo. El P/E de BBVA-Sabadell no es directamente comparable por el carácter mixto inicial de la contraprestación.

## Capítulo 7. CONCLUSIONES Y TRABAJOS FUTUROS

El presente Trabajo de Fin de Grado ha abordado el análisis integral de la primera gran OPA hostil bancaria fallida en España bajo el régimen vigente. Esta sección final sintetiza los principales hallazgos, valora los aprendizajes obtenidos y traza las líneas para futuras investigaciones.

### 7.1 CONCLUSIONES DEL TRABAJO

#### 7.1.1 EL ENFOQUE INTEGRAL Y LA LECTURA ASIMÉTRICA DEL VALOR

El abordaje del caso desde la triple perspectiva estratégica, financiera y regulatoria, desarrollado en la discusión del capítulo sexto, se confirma como la clave analítica del trabajo: ninguna de las tres lecturas por separado explica el desenlace. De ese enfoque integrado emerge con nitidez el patrón asimétrico que documenta la literatura de M&A, aquí en estado especialmente puro: los accionistas de Sabadell capturaron valor durante todo el proceso —revalorización superior al 60 %— mientras que BBVA lo cedió en términos relativos hasta el desenlace, recuperando parte por la expectativa de retorno del capital excedentario.

#### 7.1.2 PROTAGONISMO DE LA REGULACIÓN E INTERVENCIÓN POLÍTICA

La intervención del Consejo de Ministros bajo el artículo 60 de la Ley 15/2007 fue, junto con la mejora operativa de Sabadell, el factor más decisivo del desenlace. La valoración desarrollada en el capítulo quinto, construida sobre las cifras de captura de sinergias publicadas por el propio oferente y el coste de capital observado de BBVA, cifra el impacto del retraso impuesto por las restricciones entre unos 600 millones de euros —si el bloqueo dura tres años— y unos 1.200 millones —si se prorroga a cinco—, una magnitud comparable al margen de seguridad que el oferente había incorporado en su prima y suficiente, junto con la revalorización autónoma de Sabadell, para dejar la operación en un punto de equilibrio o ligeramente destructor de valor para BBVA.

### **7.1.3 IMPLICACIONES ESTRATÉGICAS Y DE GOBIERNO CORPORATIVO**

El caso confirma que las herramientas informativas y comunicativas pueden derrotar a una OPA hostil incluso en ausencia de las defensas estructurales típicas de la literatura anglosajona. Para los oferentes, el caso subraya la importancia del momento: una OPA contra un objetivo en plena recuperación operativa afronta un coste de defensa muy superior.

Conviene además recapitular la lógica del rechazo inicial del consejo de Sabadell, porque condicionó todo lo que vino después. El consejo desestimó la propuesta amistosa de abril de 2024, y mantuvo el rechazo cuando se transformó en OPA hostil, sobre tres argumentos consistentes: que el canje infravaloraba a la entidad respecto a su valor stand-alone tras la recuperación iniciada en 2022; que la operación, articulada íntegramente en acciones, transfería a los accionistas del objetivo el riesgo de ejecución y de intervención regulatoria sin compensarlo con una prima suficiente; y que la absorción diluía un modelo de negocio especializado en PYME cuya rentabilidad marginal el propio consejo consideraba superior dentro de un plan en solitario. La trayectoria posterior —mejora de resultados, revalorización bursátil y venta de TSB— dio soporte empírico a esos argumentos y erosionó progresivamente la posición del oferente.

El papel de los proxy advisors merece, por último, una conclusión específica. En una operación con una base accionarial muy fragmentada y un peso decisivo de los inversores institucionales, las recomendaciones de ISS y Glass Lewis funcionaron como un termómetro independiente del atractivo de la oferta. Resulta significativo que ambos asesores respaldaran inicialmente la ampliación de capital de BBVA por la lógica estratégica de la combinación y que, sin embargo, a medida que avanzaba el proceso, sus informes fueran reflejando que la evolución del precio había vaciado de atractivo el canje, hasta el punto de que ISS llegara a calificar la oferta de poco atractiva. La lección de gobierno corporativo es doble: los proxy advisors son un actor cuyo criterio puede inclinar el resultado de una OPA hostil sobre una sociedad cotizada con accionariado disperso, y su valoración tiende a seguir la creación de valor observable más que la narrativa estratégica del oferente.

#### **7.1.4 VALOR PRÁCTICO DEL TRABAJO**

El trabajo aporta valor en cuatro frentes. Para directivos y banqueros de inversión, ofrece una lectura sistemática del primer fracaso documentado de una OPA hostil bancaria de gran escala en España. Para reguladores y supervisores, sintetiza el funcionamiento concreto del artículo 60 en una operación real. Para investigadores académicos, prepara el terreno para extensiones empíricas. Y para estudiantes de ADE, el caso constituye un material pedagógico de primer nivel.

#### **7.2 TRABAJOS FUTUROS**

El presente trabajo sienta una base sólida para futuras investigaciones. Como toda investigación, presenta oportunidades de mejora y expansión que enriquecerían su realismo y aplicabilidad.

##### **7.2.1 MEJORAS METODOLÓGICAS Y EMPÍRICAS**

- **Event study sobre muestra de operaciones comparables.** Extender el análisis de rendimientos anormales acumulados a una muestra de OPAs bancarias europeas comparables permitiría contrastar formalmente si la reacción observada en el caso BBVA-Sabadell se desvía del patrón sectorial.
- **Cuantificación detallada de las sinergias contrafactuales.** Un modelo financiero completo del grupo combinado, con calibración de cada componente bajo distintos escenarios de restricciones regulatorias.
- **Investigación cualitativa con entrevistas semiestructuradas.** Entrevistas con directivos, asesores e inversores institucionales que participaron en el proceso aportarían profundidad sobre los procesos de decisión.

##### **7.2.2 APLICABILIDAD PROFESIONAL Y DESARROLLOS POSTERIORES**

- **Análisis de la estrategia post-OPA de ambas entidades.** El seguimiento durante los próximos cinco años permitirá evaluar si el desenlace fue efectivamente óptimo para ambas bases accionariales.

- **Valoración del coste de oportunidad de la operación fallida.** ¿Cuál habría sido el retorno alternativo de los recursos de BBVA durante diecisiete meses si se hubieran destinado a estrategia orgánica?

### 7.2.3 EXTENSIÓN A OTROS CASOS Y JURISDICCIONES

- **Comparación sistemática con cláusulas equivalentes europeas.** Italia, Francia o Alemania disponen de habilitaciones similares al artículo 60 español. Comparar su aplicación situaría el caso en perspectiva europea.
- **Aplicación a otros sectores estratégicos.** El marco analítico es aplicable a operaciones en sectores donde el interés general puede activarse —energía, telecomunicaciones, defensa—.

En definitiva, este TFG representa un punto de partida sólido en el análisis académico de un caso que pasará a ser una de las referencias en la enseñanza de M&A bancaria en España, validando la utilidad de una mirada integradora sobre los procesos de concentración.

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

ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo Fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, Pablo López-Henares, estudiante del Grado en Administración y Dirección de Empresas (E-4) con Mención Internacional de la Universidad Pontificia Comillas, al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado «La OPA hostil de BBVA sobre Banco Sabadell. Análisis estratégico, financiero y regulatorio de la primera gran OPA bancaria fallida en España (2024-2025)», declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

- **Brainstorming de ideas de investigación:** Utilizado para idear y esbozar posibles ángulos de análisis del caso.
- **Crítico:** Para encontrar contra-argumentos a las tesis defendidas en el trabajo.
- **Referencias:** Usado conjuntamente con buscadores académicos para identificar referencias preliminares, contrastadas y validadas posteriormente.
- **Constructor de plantillas:** Para diseñar la estructura del trabajo según la normativa de TFG de ICADE.
- **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística manteniendo el contenido analítico de mi autoría.

- **Sintetizador y divulgador de bibliografía especializada:** Para resumir literatura compleja, validando posteriormente las síntesis con la lectura directa.
- **Revisor:** Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo.

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. 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:** 01 / 06 / 2026

**Firma:** Pablo López-Henares

---

## Anexo I. Modelos cuantitativos aplicados al caso

Este anexo documenta los tres modelos cuantitativos que sostienen el análisis del capítulo quinto. Los tres se han implementado en una hoja de cálculo auxiliar, alimentada con datos de las cuentas anuales de ambas entidades (2019-2024), del folleto de la operación y de S&P Capital IQ (series de cotización, betas y consenso) y de Mergermarket (operaciones comparables), y construida de forma que sus resultados se actualizan automáticamente al modificar los supuestos. Se describen a continuación su formulación y sus parámetros.

### I.1 Estudio de eventos (CAR)

El rendimiento normal de cada entidad se estima con el modelo de mercado,  $R(i,t) = \alpha(i) + \beta(i) \cdot R(m,t) + \varepsilon(i,t)$ , calibrado por mínimos cuadrados sobre la ventana de estimación de 250 sesiones previas al 29 de abril de 2024. El rendimiento anormal de cada día se define como  $AR(i,t) = R(i,t) - [\alpha(i) + \beta(i) \cdot R(m,t)]$ , y el rendimiento anormal acumulado como  $CAR(i) = \sum AR(i,t)$  sobre la ventana del evento. Se emplean ventanas de  $[-1, +1]$  y  $[-2, +2]$  días, el Ibex 35 como índice de mercado y el STOXX Europe 600 Banks como referencia sectorial alternativa. La significatividad se contrasta estandarizando el CAR por la desviación típica de los residuos de la ventana de estimación. Los parámetros  $\alpha$  y  $\beta$  y las series diarias proceden de S&P Capital IQ.

### I.2 Valoración de sinergias y coste del veto

El valor actual de las sinergias se calcula descontando su perfil temporal post-impuestos a la tasa del coste de capital ( $K_e$ ). En el escenario sin restricción, las sinergias se capturan de forma creciente hasta el régimen pleno de 850 millones de euros; en el escenario con veto, quedan limitadas a unos 235 millones anuales durante el periodo de bloqueo (tres años, prorrogables a cinco) y solo alcanzan el régimen pleno después. El valor terminal se modeliza como una renta perpetua del régimen pleno descontada al último año explícito. El coste del veto es la diferencia entre el VAN de ambos escenarios. El modelo incorpora una tabla de sensibilidad del coste del veto a la tasa de descuento y a la duración del bloqueo.

### **I.3 Accretion / dilution del beneficio por acción**

El análisis de accretion/dilution evalúa el efecto de la operación sobre el beneficio por acción de BBVA. Las acciones de nueva emisión se obtienen dividiendo el número de acciones de Sabadell entre la ecuación de canje (4,8376 acciones de Sabadell por cada acción de BBVA). El beneficio combinado suma el beneficio neto atribuido de ambas entidades más las sinergias post-impuestos asumidas en régimen, y el beneficio por acción pro forma resulta de dividir ese beneficio combinado entre el número de acciones de BBVA ampliado. La operación es accretiva si el beneficio por acción pro forma supera al individual de BBVA. Con los datos del último ejercicio disponible y el desglose de sinergias del folleto, el modelo confirma el carácter accretivo que el oferente declaró para los accionistas, una vez capturadas las sinergias.

Las tres herramientas comparten una misma filosofía: separar los supuestos —editables y documentados con su fuente— de los cálculos, de modo que el modelo sea transparente, auditable y replicable, en línea con las prácticas de valoración de la banca de inversión.

## **Capítulo 8. BIBLIOGRAFÍA**

Las referencias se presentan agrupadas en tres bloques: literatura académica, documentación regulatoria y normativa, y prensa económica e información sectorial. La numeración es correlativa para facilitar futuras referencias cruzadas.

### **8.1 LITERATURA ACADÉMICA**

- [1] Alexandridis, G., Antypas, N., & Travlos, N. (2017). Value creation from M&As: New evidence. *Journal of Corporate Finance*, 45, 632-650.  
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.05.010>
  
- [2] Altunbas, Y., & Marques-Ibanez, D. (2008). Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities. *Journal of Economics and Business*, 60(3), 204-222. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2007.02.003>

- 
- [3] Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103-120.  
<https://doi.org/10.1257/jep.15.2.103>
- [4] Bruner, R. F. (2002). Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker. *Journal of Applied Finance*, 12(1), 48-68. <https://doi.org/10.2139/ssrn.485884>
- [5] Bruner, R. F. (2004). *Applied mergers and acquisitions*. John Wiley & Sons.  
<https://www.wiley.com/en-us/Applied+Mergers+and+Acquisitions-p-9780471395348>
- [6] Comment, R., & Schwert, G. W. (1995). Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures. *Journal of Financial Economics*, 39(1), 3-43. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00823-J](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00823-J)
- [7] Cybo-Ottone, A., & Murgia, M. (2000). Mergers and shareholder wealth in European banking. *Journal of Banking & Finance*, 24(6), 831-859.  
[https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(99\)00109-0](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(99)00109-0)
- [8] DePamphilis, D. (2019). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities* (10a ed.). Academic Press. <https://doi.org/10.1016/C2017-0-02825-9>
- [9] DeYoung, R., Evanoff, D. D., & Molyneux, P. (2009). Mergers and acquisitions of financial institutions: A review of the post-2000 literature. *Journal of Financial Services Research*, 36(2-3), 87-110. <https://doi.org/10.1007/s10693-009-0066-7>
- [10] Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. *Journal of Finance*, 59(2), 537-600. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00642.x>
- [11] Field, L. C., & Karpoff, J. M. (2002). Takeover defenses of IPO firms. *Journal of Finance*, 57(5), 1857-1889. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00482>
- [12] Gaughan, P. A. (2018). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings* (7a ed.). John Wiley & Sons. <https://www.wiley.com/en-us/Mergers%2C+Acquisitions%2C+and+Corporate+Restructurings%2C+7th+Edition-p-9781119380764>

- 
- [13] Hagendorff, J., Collins, M., & Keasey, K. (2008). Investor protection and the value effects of bank merger announcements in Europe and the US. *Journal of Banking & Finance*, 32(7), 1333-1348. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.11.003>
- [14] Hagendorff, J., Hernando, I., Nieto, M. J., & Wall, L. D. (2012). What do premiums paid for bank M&As reflect? The case of the European Union. *Journal of Banking & Finance*, 36(3), 749-759. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.09.004>
- [15] Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *Journal of Finance*, 54(6), 1969-1997. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00179>
- [16] Houston, J. F., James, C. M., & Ryngaert, M. D. (2001). Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 285-331. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00046-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00046-0)
- [17] Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- [18] Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- [19] MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39. <https://www.jstor.org/stable/2729691>
- [20] Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 201-228. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.07.002>
- [21] Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2005). Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave. *Journal of Finance*, 60(2), 757-782. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00745.x>

- [22] Officer, M. S., Poulsen, A. B., & Stegemoller, M. (2009). Target-firm information asymmetry and acquirer returns. *Review of Finance*, 13(3), 467-493.  
<https://doi.org/10.1093/rof/rfn017>
- [23] Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59(2), 197-216. <https://doi.org/10.1086/296325>
- [24] Vives, X. (2016). *Competition and stability in banking: The role of regulation and competition policy*. Princeton University Press.  
<https://doi.org/10.1515/9781400880904>
- [25] Yin, R. K. (2018). *Case study research and applications: Design and methods* (6a ed.). SAGE Publications. <https://us.sagepub.com/en-us/nam/case-study-research-and-applications/book250150>

## 8.2 DOCUMENTACION REGULATORIA, NORMATIVA Y OFICIAL

- [26] Banco Central Europeo. (2025). Decisión de no oposición a la adquisición de participación significativa de Banco Sabadell por BBVA. Mecanismo Único de Supervisión.  
<https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2025/html/index.en.html>
- [27] Banco de España. (2024). Informe de Estabilidad Financiera, otoño 2024. Banco de España. <https://www.bde.es/wbe/es/publicaciones/estabilidad-financiera/informe-estabilidad/>
- [28] Banco Sabadell. (2025). Presentación sobre la decisión del Consejo de Administración respecto a la OPA de BBVA. Banco Sabadell.  
<https://www.grupbancsabadell.com/inversores>
- [29] BBVA. (2025, 5 de septiembre). Folleto explicativo de la oferta pública de adquisición de acciones de Banco de Sabadell, S.A. [presentación a inversores]. BBVA.

- 
- [https://accionistaseinversores.bbva.com/wp-content/uploads/2025/09/20250905-Presentacion-OPA-SAB\\_esp.pdf](https://accionistaseinversores.bbva.com/wp-content/uploads/2025/09/20250905-Presentacion-OPA-SAB_esp.pdf)
- [30] BBVA. (2025, 22 de septiembre). Otra información relevante: mejora de la contraprestación de la oferta sobre Banco Sabadell [Formulario 6-K/425]. U.S. Securities and Exchange Commission.  
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/842180/000119312525210709/d64543d425.htm>
- [31] BBVA. (2019–2024). Cuentas anuales consolidadas e informes anuales. BBVA.  
<https://accionistaseinversores.bbva.com/informes-financieros/>
- [32] Banco Sabadell. (2019–2024). Cuentas anuales consolidadas. Banco Sabadell.  
<https://www.grupbancsabadell.com/inversores>
- [33] Comisión Europea. (2025, 16 de julio). Procedimiento de infracción INFR(2025): carta de emplazamiento a España relativa a la legislación que permite intervenir en concentraciones bancarias. Comisión Europea.  
[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/inf\\_25\\_1827](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/inf_25_1827)
- [34] Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia. (2025, 30 de abril). Resolución de fase II del expediente C/1470/24 BBVA/Banco Sabadell [autorización con compromisos]. CNMC. <https://www.cnmc.es/prensa/autorizacion-compromisos-bbva-sabadell-20250430>
- [35] Consejo de Ministros del Reino de España. (2025, 24 de junio). Acuerdo por el que se valora con condiciones, en aplicación del artículo 60 de la Ley 15/2007, la concentración BBVA/Banco Sabadell. Referencia del Consejo de Ministros.  
<https://www.lamoncloa.gob.es/consejodeministros/referencias/Paginas/2025/index.aspx>
- [36] Funcas. (2024). Cuadernos de Información Económica, núm. 303: Sector bancario español. Funcas. <https://www.funcas.es/revista/cuadernos-de-informacion-economica-noviembre-diciembre-2024/>

- 
- [37] Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Boletín Oficial del Estado, núm. 89, de 13 de abril de 2007.  
<https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-7782>
- [38] Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito. Boletín Oficial del Estado, núm. 156, de 27 de junio de 2014.  
<https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2014-6726>
- [39] Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia. Boletín Oficial del Estado, núm. 159, de 4 de julio de 2007. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-12946>
- [40] Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. Boletín Oficial del Estado, núm. 180, de 28 de julio de 2007.  
<https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-14483>
- [41] Reglamento (UE) n.º 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito. Diario Oficial de la Unión Europea, L 287/63. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:32013R1024>

### **8.3 PRENSA ECONOMICA E INFORMACION SECTORIAL**

- [42] ARA. (2025, 29 de mayo). L'Audiència Nacional estudiarà el recurs contra la consulta pública de l'OPA al Sabadell. ARA. [https://www.ara.cat/economia/banca/l-audiencia-nacional-estudiara-recurs-consulta-publica-l-opa-sabadell\\_1\\_5395442.html](https://www.ara.cat/economia/banca/l-audiencia-nacional-estudiara-recurs-consulta-publica-l-opa-sabadell_1_5395442.html)
- [43] Reuters. (2020, 27 de noviembre). BBVA and Sabadell call off merger talks. Reuters. <https://www.reuters.com/article/business/bbva-sabadell-call-off-merger-talks-idUSKBN2871GU/>

- [44] Cinco Días. (2024, 1 de mayo). La fusión de BBVA y Sabadell provocaría que tres bancos copen más del 70 % de crédito y depósitos en España. Cinco Días (El País). <https://cincodias.elpais.com/companias/2024-05-01/la-fusion-de-bbva-y-sabadell-provocaria-que-tres-bancos-copen-mas-del-70-de-credito-y-depositos-en-espana.html>
- [45] El Cronista. (2024, 27 de septiembre). Guerra de dividendos entre BBVA y Banco Sabadell, con la OPA hostil como fondo. El Cronista. <https://www.cronista.com/espana/economia-finanzas/guerra-de-dividendos-entre-bbva-y-banco-sabadell-con-la-opa-hostil-como-fondo/>
- [46] elDiario.es. (2025, 16 de octubre). Cronología de una OPA fracasada: la historia del intento frustrado de BBVA por hacerse con Sabadell. elDiario.es. [https://www.eldiario.es/economia/cronologia-opa-fracasada-historia-frustrado-bbva-hacerse-sabadell\\_1\\_12686810.html](https://www.eldiario.es/economia/cronologia-opa-fracasada-historia-frustrado-bbva-hacerse-sabadell_1_12686810.html)
- [47] Euronews. (2025, 17 de octubre). BBVA fails in €17bn takeover battle for smaller Spanish rival Sabadell. Euronews. <https://www.euronews.com/business/2025/10/17/bbva-fails-in-17bn-takeover-battle-for-smaller-spanish-rival-sabadell>
- [48] Onda Vasca. (2025, 12 de octubre). BBVA-Sabadell: la opa más tensa del sector bancario [cronología]. <https://www.ondavasca.com/bbva-sabadell-la-opa-mas-tensa-del-sector-bancario/>
- [49] EFE. (2025, 8 de julio). El BBVA mantiene que las sinergias con el Sabadell llegarán a los 850 millones previstos. Agencia EFE (vía Investing.com). <https://es.investing.com/news/stock-market-news/el-bbva-mantiene-que-las-sinergias-con-el-sabadell-llegaran-a-los-850-millones-previstos-3207606>
- [50] Sharecast / Hargreaves Lansdown. (2025, 17 de octubre). Takeover battle ends as Sabadell shareholders reject BBVA. <https://www.hl.co.uk/shares/stock-market-news/company--news/takeover-battle-ends-as-sabadell-shareholders-reject-bbva>

- [51] Bolsamanía. (2024, 18 de junio). El «proxy» Glass Lewis también apoya la opa de BBVA sobre Sabadell. Bolsamanía.  
<https://www.bolsamania.com/noticias/mercados/proxy-glass-lewis-tambien-apoya-opa-bbva-sabadell--16960389.html>
- [52] El Español (Invertia). (2024, 18 de junio). El «proxy advisor» ISS recomienda a los grandes accionistas de BBVA que apoyen la opa sobre Sabadell. El Español.  
[https://www.elespanol.com/invertia/empresas/banca/20240618/proxy-advisor-iss-recomienda-grandes-accionistas-bbva-apoyen-opa-sabadell/863913629\\_0.html](https://www.elespanol.com/invertia/empresas/banca/20240618/proxy-advisor-iss-recomienda-grandes-accionistas-bbva-apoyen-opa-sabadell/863913629_0.html)
- [53] elNacional (On Economía). (2024, 2 de julio). Junta del BBVA: los «proxies» apoyan la ampliación, pero ven riesgos en la opa. elNacional.cat.  
[https://www.elnacional.cat/oneconomia/es/empresas/junta-bbva-proxies-apoyan-ampliacion-pero-ven-riesgos-opa\\_1245195\\_102.html](https://www.elnacional.cat/oneconomia/es/empresas/junta-bbva-proxies-apoyan-ampliacion-pero-ven-riesgos-opa_1245195_102.html)
- [54] EFE. (2025, 7 de agosto). El BBVA mantiene en 850 millones las sinergias de la opa aunque revisa su ejecución. Agencia EFE (vía Investing.com).  
<https://es.investing.com/news/stock-market-news/el-bbva-mantiene-en-850-millones-las-sinergias-de-la-opa-aunque-revisa-su-ejecucion-3256872>
- [55] Santander. (2025, 1 de julio). Santander to acquire TSB from Sabadell for £2.65 billion. Banco Santander [nota de prensa]. <https://www.santander.com/en/press-room/press-releases/2025/07/santander-to-acquire-tsb-from-sabadell-for-2-65-billion>
- [56] Reuters. (2024, 6 de mayo). Spanish bank Sabadell rejects \$12.9 billion BBVA merger proposal. Reuters (vía Investing.com).  
<https://www.investing.com/news/stock-market-news/sabadells-board-meets-to-analyse-bbva-bid-proposal-newspapers-say-3419979>
- [57] Infobae. (2025, 5 de septiembre). BBVA eleva a 900 millones las sinergias por hacerse con Sabadell, de los que 235 los lograría al tercer año. Infobae.  
<https://www.infobae.com/america/agencias/2025/09/05/bbva-eleva-a-900-millones-las-sinergias-por-hacerse-con-sabadell-de-los-que-235-los-lograria-al-tercer-ano/>

- [58] El Español (Invertia). (2025, 5 de septiembre). BBVA limita a 410M las sinergias al comprar Sabadell bajo el control del Gobierno y las eleva a 900M tras la fusión. El Español. [https://www.elespanol.com/invertia/empresas/banca/20250905/bbva-limita-sinergias-comprar-sabadell-control-gobierno-eleva-fusion/1003743912904\\_0.html](https://www.elespanol.com/invertia/empresas/banca/20250905/bbva-limita-sinergias-comprar-sabadell-control-gobierno-eleva-fusion/1003743912904_0.html)