



CASO 27:

EL FRACASO DE LA OPA DEL BBVA SOBRE EL BANCO SABADELL

José Emilio Navas López
Universidad Complutense de Madrid
Luis Ángel Guerras Martín
Universidad Rey Juan Carlos

Índice

1. INTRODUCCIÓN
2. TIPO DE OPERACIÓN Y CONDICIONES FINANCIERAS
3. LAS REACCIONES A LA OPA HOSTIL
4. LA DECISIÓN DE LOS ORGANISMOS REGULADORES
5. LA DECISIÓN DEL BBVA
6. EL RESULTADO FINAL

Resumen del caso

El caso analiza el intento de fusión llevado a cabo por el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) y el Banco Sabadell (BS), investigando los motivos principales que aconsejaban la operación, el tipo de unión, las condiciones financieras, el papel de los agentes reguladores, así como los principales problemas de carácter organizativo y productivo que podrían haber surgido para culminar adecuadamente el proceso.

Objetivos del caso

- Analizar los motivos por los que se intentaba la fusión.
- El tipo de unión y las condiciones financieras.
- El papel de los agentes reguladores.
- Estudiar los principales problemas de su integración organizativa y productiva.

Palabras clave

Fusiones y adquisiciones, integración organizativa y productiva, defensa de la competencia, industria bancaria

Referencias teóricas para la preparación del caso

GUERRAS MARTÍN, L.A.; NAVAS LÓPEZ, J.E. (2022): "La Dirección Estratégica de la Empresa. Teoría y Aplicaciones", Thomson Reuters-Civitas, Cizur Menor, 6ª edición: capítulo 11.

NAVAS LÓPEZ, J.E.; GUERRAS MARTÍN, L.A. (2023): "Fundamentos de Dirección Estratégica de la Empresa", Thomson Reuters-Civitas, Cizur Menor, 3ª edición: capítulo 7.





1. INTRODUCCIÓN

El 1 de mayo de 2024 se anunció por parte del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) su intento de unión con el Banco Sabadell (BS) para conformar un nuevo gigante bancario español. Con ello se daba un paso más en el proceso de concentración del sector bancario, iniciado en 2008 como consecuencia de la crisis de las antiguas Cajas de Ahorro y de la crisis financiera internacional, que había llevado a reducir, de las más de 50 entidades existentes en 2009, a poco más de una decena a principios de la década de los veinte.

El banco resultante no solo sería el segundo en España, sino uno de los más importantes de Europa, con unos activos de más de un billón de euros, 338.000 millones en depósitos y 216.000 millones en créditos. En España, alcanzaría una cuota de mercado del 22,4%, cuando el Banco Santander tenía el 14,2%, y solo quedaría por detrás de Caixabank, con el 28,4%. Se recuerda que Caixabank había concluido recientemente la absorción de Bankia, iniciada en 2020 (ver Figura 1).

Figura 1: Principales magnitudes de los mayores bancos españoles en 2024 (millones de euros)

	Activos totales	Capitalización bursátil	Beneficio (2023)	Oficinas	Oficinas (en España)	Empleados	Empleados (en España)
B. Santander	1.800.000	71.820	11.076	8.405	1.864	211.141	24.573
BBVA	801.890	59.400	8.019	5.912	1.883	121.563	26.380
Caixabank	613.457	37.140	4.816	4.161	3.589	45.005	40.730
B. Sabadell	236.135	9.798	1.332	1.414	1.203	19.213	13.899
Bankinter	112.938	6.596	848	446	446	6.562	6.562
Unicaja	97.093	3.265	267	957	957	7.558	7.558

Fuente: El País, 1-05-2024

Esta propuesta reactivaba el intento que en 2020 hizo el BBVA por hacerse con el BS y que no llegó a buen puerto por desacuerdo en el precio ofrecido por el BBVA (unos 200 millones de euros) y desavenencias en el proceso de negociación. En aquel momento, la valoración del BBVA rondaba los 23.300 millones de euros, mientras que la capitalización del BS estaba sobre los 2.500 millones. En el momento del nuevo anuncio, las valoraciones de ambos bancos eran de unos 60.600 y 10.000 millones de euros, respectivamente.

2. TIPO DE OPERACIÓN Y CONDICIONES FINANCIERAS

El BBVA pretendía una fusión por absorción en la que los accionistas del BS se convertirían en nuevos propietarios del BBVA. La operación se lanzaba en septiembre de 2025 a través de una Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA) a los accionistas del BS, con una operación de canje de 4,83 títulos del BS por cada acción del BBVA (sin pago en efectivo), lo que suponía una prima del 17% sobre la cotización de la acción del BS el día anterior al anuncio. El mecanismo propuesto era una ampliación de capital del BBVA, que sería suscrita íntegramente por los accionistas del BS, los cuales alcanzarían el 16% del capital social del nuevo banco.

Ello implicaba una valoración del BS de unos 11.500 millones de euros, equivalente a unos 2,1 euros por acción. Es decir, el BBVA estaba dispuesto a pagar varias veces más el precio ofrecido en 2020. Sin embargo, en ese momento, esta valoración de la acción estaba por debajo de la valoración en libras, de 2,64 euros la acción, según sus últimos resultados trimestrales.

El BBVA consideraba que la propuesta iba a generar unas sinergias de 850 millones de euros anuales, mientras que los costes de reestructuración ascenderían a 1.400 millones de euros. Para llevar a cabo la





operación, BBVA contrató los servicios de JP Morgan y Unión de Bancos Suizos (UBS) para las negociaciones posteriores y del bufete Garrigues para las cuestiones legales. Por parte del BS, trabajarían Goldman Sachs y el bufete Uría Menéndez.

La propuesta fue rechazada pocos días después por el Consejo de Administración del BS por considerar, en palabras de su presidente Josep Oliu, que infravaloraba significativamente el proyecto de su entidad y sus perspectivas de crecimiento, por lo que prefería continuar en el futuro de forma independiente.

Ante esta negativa, el 10 de mayo de 2024, el BBVA se reafirma en su propuesta y lanza una OPA no pactada u hostil (sin el acuerdo con el equipo directivo) sobre los accionistas del BS, con el mismo precio y condiciones que la oferta inicial, supeditando su éxito a alcanzar el 50,01% del capital social. Era la primera OPA hostil que se lanzaba en el sector financiero español en más de 40 años. La operación fue refrendada por la Junta de Accionistas de BBVA, en junio de 2024, con el 96% del capital social a favor.

El BS no tenía un socio claro con control mayoritario, ya que su capital social estaba muy repartido. Entre los principales accionistas estaban distintos fondos de inversión y otros agentes institucionales (en total, unos 30), que copaban el 26,5% del capital social, y el resto estaba repartido entre accionistas minoritarios. Curiosamente, algunos de estos fondos de inversión, como BlackRock, Vanguard, Dimensional o Norges, también estaban presentes en el capital de BBVA.

Figura 2: Principales accionistas del Banco Sabadell en 2024

Entidades	Participación en el capital social (%)	Miembros del Consejo de Administración	Participación en el capital social (%)
BlackRock	3,62	Josep Oliú	0,16
Fintech Europe	3,49	César González Bueno	0,04
Vanguard	3,49	María José García Beato	0,02
Norges	3,11	David Vegara	0,01
Dimensional	3,01	David Martínez Guzmán	3,86
Masachu. Financ.	1,67		
Servi.	1,03		
Millenium	0,82		
Credit Agricole	0,81		
Grantham Mayo	0,69		
Alliance Bernstein			

Fuente: Cinco Días, 3-05-2024 y 13-09-2025

La operación quedaba condicionada a su autorización posterior por parte del Banco Central Europeo (BCE), la autoridad bancaria británica (el BS tenía una filial TSB que operaba en Reino Unido), la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC), la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y, en última instancia, el Gobierno de España.

3. LAS REACCIONES A LA OPA HOSTIL

Ante la OPA no pactada u hostil, no tardaron en aparecer las primeras reacciones por parte de numerosos agentes sociales que se consideraban implicados en el proceso. Las posturas de los bancos aparecían claras respecto a la viabilidad de la operación: uno a favor y otro en contra. Por un lado, el BBVA reconocía que se podría producir una reestructuración de la plantilla que implicaría despidos de personal, así como una remodelación del equipo directivo del BS. Por otro, la dirección del BS estaba absolutamente en contra, como antes se ha expuesto.





El Gobierno de España, a través del Ministerio de Economía, mostró desde un primer momento su rechazo a la operación con base en la posible alteración de la libre competencia en el sector bancario, por el grado de concentración que se alcanzaría al tener 3 entidades alrededor del 65% de la cuota de mercado, así como la posible pérdida de empleo que la unión ocasionaría. Los sindicatos también mostraron sus reticencias ante los posibles despidos y el cierre de oficinas derivados de la necesaria reestructuración.

Por su parte, el Gobierno catalán también expuso su rechazo al proyecto al considerar que acabaría suponiendo la desaparición del BS, entidad muy arraigada en Cataluña, especialmente en su atención a la pequeña y mediana empresa local, por lo que solicitaba al Gobierno central que prohibiera la operación. También el Gobierno valenciano se expresó en parecidos términos con respecto a su impacto en la región.

Sin embargo, la Comisión Europea se mostraba favorable al defender la libertad empresarial en este tipo de operaciones que permitieran la creación de entidades más sólidas, capaces de hacer frente a las grandes corporaciones internacionales presentes en el sector.

4. LA DECISIÓN DE LOS ORGANISMOS REGULADORES

A lo largo del otoño de 2024, los distintos organismos europeos dieron su consentimiento favorable a la unión de los bancos, no expresando condiciones respecto a la posible vulneración de la competencia en el mercado europeo, así como tratando de evitar que terceros países se hicieran con el control de empresas europeas a través de empresas, fondos de inversión o diversos instrumentos.

Sin embargo, los organismos españoles, principalmente la CNMC, se dieron un plazo más largo, hasta la primavera de 2025, para analizar a fondo la operación y pedir información a distintos agentes implicados, especialmente los propios bancos.

El BBVA ofrecía tres años de condiciones blindadas a los clientes del BS, similares a las que en 2020 había ofrecido Caixabank en su proceso de absorción de Bankia, relativas a las condiciones comerciales con las pequeñas y medianas empresas catalanas. Igualmente, proponía mantener la presencia física en aquellos municipios donde el banco fusionado no tuviera competencia y asegurar la continuidad de las cuentas corrientes y otros productos de los clientes finales.

Por su parte, el BS, a través de su consejero delegado, César González-Bueno, anticipaba que la mayoría de sus accionistas estaban en contra de la fusión. La entidad presentó, en los primeros 9 meses de 2024, los mejores resultados de su historia con un beneficio neto de 1.295 millones de euros, un 26% superior a los del año anterior.

Por fin, a finales de abril de 2025, la CNMC emitió su informe aprobando la transacción a cambio de introducir una serie de requisitos para que la operación no perjudicase a los consumidores como las condiciones comerciales con particulares, pymes y autónomos, el incremento de la exclusión financiera en zonas rurales, la reducción del crédito a pymes o el posible empeoramiento de las condiciones en medios de pago y cajeros de los clientes finales. La decisión final quedaba en manos del Gobierno de España, quien debía aprobar estas condiciones, ampliarlas o rebajarlas.

En mayo de 2025, el Gobierno abrió un nuevo periodo de consulta pública a todos aquellos agentes sociales que podrían verse implicados en la fusión, como sindicatos, patronales, competidores, partidos políticos, gobiernos regionales y locales o asociaciones de usuarios. El principio mantenido por el Estado para aprobar la operación era el respeto "al interés general de los ciudadanos".

A finales de mayo de 2025, el Gobierno hizo pública su decisión final que, en palabras del ministro de Economía, Carlos Cuerpo, estaba basada en los principios de mantenimiento de la regulación sectorial, la protección de los trabajadores, la cohesión territorial, la política social vinculada con las fundaciones bancarias y la protección al consumidor financiero. En esta decisión destacan tres condiciones especiales





que limitaban la fusión y que debían mantenerse durante al menos los 3 años siguientes (que se podrían prolongar otros 2 adicionales):

- Los dos bancos deberían operar por separado manteniendo su personalidad jurídica, el patrimonio separado y la autonomía de gestión.
- Se prohibía la realización de expedientes de regulación de empleo.
- Se debía mantener la red de oficinas del BS.

5. LA DECISIÓN DEL BBVA

La decisión final del Gobierno chocaba frontalmente con los intereses del BBVA, ya que no le permitía conseguir los objetivos perseguidos con la fusión, principalmente los relativos a la creación de sinergias. Según el BBVA, de los 850 millones de euros anuales en sinergias previstos en el proyecto, 450 derivaban de ahorros administrativos, 300 millones de la reducción de plantilla y 100 de ahorros financieros.

Con las condiciones impuestas por el Gobierno, se eliminaban los posibles ahorros de 300 millones por despidos de personal y cierre de oficinas (el BBVA tenía previsto reducir unos 4.000 empleos y cerrar unas 300 oficinas), y se ponían en seria duda las sinergias derivadas del funcionamiento conjunto de los dos bancos, al menos de forma temporal durante los 3-5 años que duraban las limitaciones.

A pesar de ello, el presidente del BBVA, Carlos Torres, respaldado unánimemente por su Consejo de Administración, anunció el 30 de junio de 2025 que seguía adelante en su intención de hacerse con el BS, manteniendo las mismas condiciones financieras, que se habían ido modificando levemente desde la oferta inicial, de tal forma que la ecuación de canje quedaba en 1 acción del BBVA más 70 céntimos en efectivo por cada 5,5483 acciones del BS, y manteniendo también la rebaja que había hecho en enero de 2025 del umbral para la aceptación de la OPA del 49,3% del capital social del BS.

Dos hechos relevantes actúan en contra de la viabilidad de la OPA. El primero se refiere a la venta de la filial británica del BS, TSB, al Banco Santander por 3.100 millones de euros (que podrían llegar a 3.360 si se computara adicionalmente el beneficio que generaría el banco británico hasta que se cerrara la operación, prevista en el primer trimestre de 2026), como resultado de una subasta entre distintas entidades interesadas. Con ello, el BBVA no solo pierde el atractivo del mercado británico donde actuaba BS, sino que ve reforzado a su principal competidor en dicho mercado.

El segundo es el anuncio por parte del BS de un reparto millonario de dividendos entre sus accionistas, hasta 3.800 millones de euros en un año (casi el 40% de su capitalización bursátil, tanto en forma de pagos en efectivo como de recompra de acciones), para todos aquellos socios que se mantuvieran en el capital social. Este reparto extraordinario era posible tanto por la venta de su filial británica como por los resultados alcanzados en 2024 de 1.827 millones de euros, un 37% superiores a los del año anterior y récord en la historia del banco.

Ante esta situación, el mercado reaccionó desfavorablemente a la OPA puesto que el precio ofrecido por el BBVA llegó a estar hasta un 14,5% por debajo de la cotización del BS a finales de julio de 2025, como se observa en la Figura 3. Es decir, el mercado bursátil estaba apostando por la continuidad del BS como entidad independiente al cotizar por encima del valor de la OPA.

Aunque el BBVA había anunciado persistentemente que no modificaría los términos de su oferta, el 22 de septiembre de 2025 elevó su cuantía al ofrecer una acción del nuevo grupo por cada 4,8376 acciones del BS, en un intento desesperado de garantizar el éxito de la OPA. Según la nueva oferta, la valoración del BS pasaba de los 15.500 millones de euros anteriores a 16.600. Sólo a partir de ese día, el precio de la OPA volvió a estar por encima de la cotización del BS (ver Figura 3).



Figura 3: Relación de la evolución entre la cotización del BBVA y BS



VALOR SUPERIOR A 0 La oferta del BBVA paga más que lo que ofrece el mercado por la acción del Sabadell:
PRIMA POSITIVA
VALOR CERCANO A 0 La acción del Sabadell cotiza al valor que le da la opa.
VALOR INFERIOR A 0 El mercado cree que el Sabadell vale más que lo que ofrece BBVA: **PRIMA NEGATIVA**

Fuente: El País, 22-09-2025

La operación había sido autorizada por la CNMV el 5 de septiembre, día en el que se abría el periodo de adhesión, y que finalizaba un mes después, el 7 de octubre de 2025. Durante este periodo de tiempo, se desata una feroz lucha en los medios de comunicación por parte de cada uno de los bancos para defender sus respectivas posturas.

El BBVA defendía el proyecto conjunto como una oportunidad histórica de los accionistas del BS de ser partícipes de un nuevo banco mucho más fuerte como resultado de la suma de las dos entidades anteriores y que estaban en un buen momento. Sus argumentos principales eran los siguientes:

- Con la modificación de la oferta, el valor implícito del BS era de 3,39 euros por acción, cuando su cotización en ese momento era de 3,2, lo que suponía una prima adicional del 3%.
- Con el canje del 100% en acciones, la operación era considerada fiscalmente neutra por el Ministerio de Hacienda, lo que significaba que los accionistas del BS que aceptaran la oferta no tendrían que tributar por las ganancias obtenidas hasta que no vendieran las nuevas acciones del BBVA.
- Además, ofreció un reparto extraordinario de dividendos de 32 céntimos de euro a los accionistas del BS que aceptaran la oferta, a cobrar una vez hubiera concluido la OPA.

Por su parte, el BS recomendaba a sus accionistas no acudir a la OPA, con base en los siguientes argumentos:

- Que el precio ofrecido por el BBVA era significativamente inferior al valor del futuro proyecto del BS en solitario.
- Que la remuneración total prevista a los accionistas del BS en los siguientes 3 años, entre dividendos y recompras de acciones, era claramente superior a la que percibirían si aceptaban la OPA.



- El riesgo que asumían sus accionistas al no poder acudir a una posible segunda OPA, con supuestas mejores condiciones, si fracasaba la primera.

6. EL RESULTADO FINAL

A mediados de octubre de 2025, la CNMV hizo público el resultado de la OPA a la que había acudido solamente el 25% del capital social del BS, muy inferior al 50% pretendido, por lo que la OPA se consideraba fracasada. El nivel de aceptación fue incluso menor del 30%, condición que el BBVA había aceptado, pero que le obligaría a lanzar una segunda OPA en efectivo a un precio que determinaría la CNMV.

El fracaso de la OPA se justificaba por la posición de ciertos fondos de inversión accionistas del BS que habían apostado por que se superaría el umbral del 30% de aceptación y esperaban el lanzamiento de una segunda OPA más favorable. También por la postura de los pequeños accionistas (muchos de ellos clientes del propio banco) y de la empresa catalana en general que siempre había mostrado su inclinación a la independencia del BS.

El equipo directivo del BS (con Josep Olliu como presidente y César González-Bueno como consejero delegado, al frente) no tardó en demostrar efusivamente su alegría por el resultado de la OPA, que aseguraba la continuidad del BS como entidad independiente. También el presidente de la Generalitat de Cataluña, Salvador Illa, mostró su satisfacción por el resultado. El Gobierno central hizo público su respeto por la decisión tomada por los accionistas del BS.

Por su parte, el BBVA reaccionó, unos minutos más tarde de conocerse la noticia, asumiendo la derrota al no cumplirse sus expectativas. En particular, su presidente, Carlos Torres, como principal responsable de la operación, se encontraba en una situación delicada, al haber fracasado el banco, por segunda vez, en el intento de hacerse con el BS.

Como defensa ante sus accionistas, el BBVA anunció un movimiento compensatorio inmediato: reparto masivo de dividendos y política de recompra de acciones. Para ello, tenía disponible un 12% de su capital social (cantidad destinada a pagar a los accionistas del BS si la oferta hubiera triunfado) que ascendía a 36.000 millones de euros, a repartir en distintos tipos de retribución hasta 2028, de los cuales 13.000 serían a corto plazo. De forma inmediata, se anunció una recompra de acciones de unos 1.000 millones de euros, para el 31 de octubre y el pago del mayor dividendo de su historia (0,32 euros por acción), para el 7 de noviembre de 2025.

Esta propuesta hizo que el mercado reaccionara favorablemente al BBVA, al cerrar su cotización al día siguiente con una subida del 5,98%, aunque había llegado a subir hasta un 10% a lo largo de la sesión. Por su parte, la acción del BS cayó con fuerza con un descenso del 6,78%.

Con el fracaso de la operación, el BBVA había perdido la oportunidad de convertirse en un actor más relevante en el sector bancario a nivel internacional, mientras el BS, independiente, quedaba un poco en tierra de nadie entre los grandes bancos nacionales (Santander, BBVA y Caixabank) y los bancos derivados de las antiguas Cajas de Ahorro (Unicaja, Abanca, Kutxabank e Ibercaja), como un banco mediano y su negocio concentrado únicamente en España.

En cualquier caso, el BBVA obtuvo en 2025 el mayor beneficio neto de su historia con 10.511 millones de euros y, como retribución al accionista, anunció un plan de recompra de acciones de 4.000 millones de euros y un reparto de dividendos de 5.200 millones de euros, a ejecutar en los primeros meses de 2026. Por su parte, el beneficio neto del BS en 2025 alcanzó los 1.775 millones de euros (ligeramente inferior al de 2024, aunque un 3,4% superior si se eliminaran los resultados extraordinarios derivados de la venta de TBS) y también anunció un programa de recompra de acciones por 800 millones de euros, a partir de febrero de 2026, más la previsión de repartir cerca de 4.000 millones de euros en dividendos, a lo largo de 2026.





PREGUNTAS SOBRE EL CASO

1. Identificar los principales motivos por los que se intentaba la fusión.
2. Analizar el tipo y las condiciones financieras de la operación.
3. Analizar el papel de los distintos agentes reguladores.
4. Analizar los principales problemas organizativos, culturales y productivos que pudieran haber aparecido en el caso de que la operación hubiera tenido éxito, así como las ventajas e inconvenientes que ésta hubiera supuesto para cada banco.

FUENTES DE INFORMACIÓN COMPLEMENTARIA

Páginas web de interés

- BBVA: www.bbva.es
- Banco de Sabadell: www.bancsabadell.com

Fecha del caso: marzo de 2026

