

Opa del BBVA al Banco Sabadell. El resultado de la concentración económica y sus efectos sobre la competencia*

BBVA's Takeover Bid for Banco Sabadell. The Result of Economic Concentration and its Effects on Competition

María de los Ángeles Rodríguez Navarro
Graduada en Derecho
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria
maria.rodriguez506@alu.ulpgc.es

Enviado: 15 de septiembre de 2025
Aceptado: 28 de noviembre de 2025

<https://doi.org/10.24310/rejie.33.2025.22294>

RESUMEN

Este trabajo analiza la OPA formulada por el BBVA sobre el Banco Sabadell, una operación con implicaciones económicas y jurídicas significativas. El estudio versará sobre la identificación de los sujetos intervinientes, un análisis jurídico de las OPA, la evaluación de los efectos sobre el mercado y la competencia, así como un examen práctico del desarrollo de esta OPA específica.

PALABRAS CLAVE

Oferta pública de adquisición, sociedad anónima cotizada, mercado de valores, concentración económica, fusión, control.

ABSTRACT

This paper analyzes BBVA's takeover bid for Banco Sabadell, a transaction with significant economic and legal implications. The study will address the identification of the parties involved, a legal analysis of takeover bids, an assessment of the effects on the market and competition, and a practical examination of the conduct of this specific takeover bid.

KEYWORDS

Public purchase offer or takeover bid, public limited company, capital market, economic concentration, merger, control.

* Este artículo tiene su origen en el Trabajo de Fin de Grado correspondiente al Grado en Derecho, realizado en la Facultad de Ciencias Jurídicas de la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria, curso 2024/2025, bajo la tutela de la profesora doctora Beatriz Fonticelli Hernández, y que obtuvo la máxima calificación académica de Matrícula de Honor.



Sumario: I. Contextualización introductoria. II. Las Sociedades Anónimas Cotizadas. Especialidades de su regulación. III. Ofertas públicas de adquisición (Opa). 1. Concepto y Clases. 2. Normativa y régimen legal. 2.1. Regulación Actual y Procedimiento. 2.2. Elemento subjetivo de la operación (Sociedad Oferente y Sociedad Afectada). IV. Concentración económica resultante de la Opa (Fusión por absorción) y su eventual impacto competencial. V. Iter de la OPA del BBVA al Banco Sabadell. VI. Conclusiones. VII. Bibliografía.

I. Contextualización introductoria

La oferta pública de adquisición (OPA) formulada por el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A. (BBVA) sobre el Banco de Sabadell S.A. (Banco Sabadell), ha sido el tema escogido para este estudio, no solo porque se trate de una operación que se encontraba viva al tiempo de redactarlo, sino también porque tiene una gran variedad de aristas que involucran a varias ramas del ordenamiento jurídico. A ello debemos añadir su trascendencia a nivel no solo nacional sino europeo e internacional, habida cuenta de la expansión que tienen las entidades participantes y la gran variedad de nacionalidades que componen su accionariado como Sociedades Anónimas Cotizadas (SAC) que son.

Lo que se pretende con este trabajo es exponer las vicisitudes habidas en esta operación y desde una perspectiva jurídica, tratando todos los extremos normativos que tengan reflejo en esta OPA, para poder luego traspasarlos a la práctica concreta.

Para poder entender el tema de este trabajo y su objetivo principal, debemos partir de una base previa para poder adentrarnos en el *iter* de esta operación. En particular, es preciso conocer los sujetos de la operación, la operación en sí, así como los efectos de la misma sobre la competencia, al concluir con una concentración económica. Es por ello, que este estudio se estructurará en cuatro partes. En la primera se hará referencia a los sujetos intervinientes, atendiendo a su condición de SAC. En la segunda parte se analizarán las OPA para continuar en la tercera explicando los efectos que pueden tener las mismas, como medios para lograr una concentración económica, sobre el mercado y la competencia, de ahí que nos centremos también en el control que recae sobre ellas. Acabaremos, antes de las pertinentes conclusiones, analizando el *iter* de esta operación en particular, trasladando lo explicado en los apartados precedentes a la realidad práctica.

II. Las Sociedades Anónimas Cotizadas. Especialidades de su regulación

Como se ha indicado en el apartado introductorio, para poder entender la complejidad de la operación que se pretende analizar, una OPA que afecta a dos entidades de crédito, el BBVA y el Banco Sabadell; debemos partir de una base teórica que nos permita comprenderla, examinando no solo el tipo de operación sino también los sujetos intervinientes en ella. El elemento subjetivo de esta OPA son el BBVA y el Banco Sabadell, ambos, entidades de crédito que revisten la forma de SAC. Es por ello, que procede empezar nuestro estudio explicando las ideas básicas sobre el tipo social de los sujetos protagonistas de una OPA, con esto nos referimos a las SAC.

Así, «La sociedad cotizada ha sido definida, con frecuencia, como sociedad pública (“Public Company”), y no en el sentido de ser una sociedad controlada por el Estado, sino en el sentido de ser una sociedad abierta al público en general»¹. Las SAC manejan un gran volumen de recursos, operan en sectores estratégicos y tienen un gran número de accionistas que invierten en su seno. Vemos, por tanto, que son piezas claves de la economía de un país, lo que implica que requieran una regulación distinta de las Sociedades Anónimas (SA) abiertas² ordinarias y, desde luego, más compleja e integrada entre otras normas por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (LSC) o la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de inversión (LMVSI), complementándose además con Comunicaciones/Circulares de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) sobre cómo actuar. La complejidad de su regulación «representa el “coste jurídico” de la facilidad de financiación que permite la condición de SAC. (...) obteniendo un cauce privilegiado de financiación con cargo a sus recursos propios (acciones) o ajenos (obligaciones); es justo que ofrezcan al mercado de valores un nivel adecuado de transparencia»³. Todo ello implica, entre otras peculiaridades de estas sociedades, obligaciones adicionales e imposibilidad de establecer restricciones estatutarias a la libre transmisión de sus acciones.

Las acciones de estas sociedades son valores negociables⁴, como indica el artículo 92.1 LSC y el 2.1 a) 1º LMVSI, representadas obligatoriamente en anotaciones en cuenta si cotizan en mercados regulados.

Si, a renglón seguido, analizamos el artículo 495.1 de la LSC que define las SAC, podemos extraer además varias conclusiones adicionales, entre ellas, que no solo se trata de un tipo de SA, sino que también es un emisor privado de valores negociables; y atendiendo a estas dos cualidades, podemos apreciar que son sociedades con una doble naturaleza, lo que

1 DE VIVERO DE PORRAS, C.: “La junta general de accionistas”, en AA.VV. (LÓPEZ JIMÉNEZ, J. M., Dir.), *El gobierno corporativo de las entidades bancarias*, Ed. Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2016, pp. 307-354.

2 Las SA abiertas son aquellas en las que lo relevante es la aportación de capital con independencia de las circunstancias personales de los accionistas. Se diferencian de las SA cerradas (menos comunes) porque estas últimas ostentan un menor número de socios, y las condiciones personales de estos son tomadas en consideración; hay una correlación entre propiedad del capital y gestión social, es decir, son los socios mayoritarios los que dirigen la sociedad directamente o nombrando y controlando a los administradores; se establecen restricciones a la libre transmisión de acciones, pero sin poder hacerlas intransmisibles; es una figura la de la SA cerrada a caballo entre una SA abierta y una Sociedad Limitada (SL o SRL).

3 Así lo expresa, TAPIA HERMIDA, A.J., *Sociedades Anónimas Cotizadas y Ofertas Públicas de Adquisición*, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, Monografía nº 9, Madrid, 2012, p. 55.

4 Los valores negociables se caracterizan por ser derechos de contenido patrimonial y negociables, lo que se denomina *marketability*, y ello implica que, además de su fácil transmisibilidad (salvando lo dispuesto en el artículo 34 y 123 LSC), son susceptibles de contratación masiva e impersonal en un mercado secundario organizado y se agrupan en emisiones homogéneas. En este sentido, BROSETA PONT, M., *Manual de Derecho Mercantil Volumen II, Contratos mercantiles. Derecho de los Títulos Valores. Derecho Concursal*, (MARTÍNEZ SANZ, F. Ed.), 30ª ed., Ed. Tecnos, Madrid, 2024, p. 322.

conlleve una doble regulación. Así las cosas y como se adelantó *ut supra*, se les aplicará la LSC (Título XIV y, supletoriamente en lo no previsto, las normas aplicables a las SA) en lo relativo a los aspectos societarios, así como el Derecho del mercado de valores, en materia de instrumentos financieros.

Los límites fijados a esta clase de trabajos, impiden una extensa exposición de los pormenores del tipo societario, por lo que, teniendo en cuenta su relevancia a efectos del funcionamiento del mercado, procederemos a la explicación sucinta de los deberes de transparencia.

El deber de transparencia es uno de los pilares de la regulación internacional de las SAC, tal y como queda previsto en los objetivos y principios de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO en atención a sus siglas en lengua inglesa) para la regulación de los mercados de valores. Este deber, es uno de los costes de la condición de SAC, ya que este tipo de sociedades están sometidas a unas amplias obligaciones en materia de transparencia, cuyo incumplimiento, al igual que en el caso de las normas relativas al abuso de mercado, supondrá la calificación de la conducta como infracción administrativa, llevando aparejada una sanción impuesta por la CNMV. «Se busca que las SAC sean “casas de cristal” transparentes para los inversores que, de este modo, puedan formularse un juicio fundado de la inversión o desinversión que se les propone de forma permanente mediante la cotización de sus acciones»⁵. En todo caso es relevante destacar que la transparencia se manifiesta en varios ámbitos que ahora distinguiremos.

- **Transparencia societaria.** Al margen de los deberes de información que la SAC debe cumplir como consecuencia de las juntas (ej. publicar sus acuerdos, artículo 525 LSC), debe difundir asimismo cualquier cambio de los derechos inherentes a los valores admitidos a negociación. De ahí, la trascendencia de contar con una página web (artículo 11 bis 1 LSC) en la que alojar foros electrónicos para accionistas, a efectos de que puedan ejercer derechos como el de información (artículo 520 complementado con el 197 LSC) o el de presentar un complemento de convocatoria (artículo 519 LSC) o propuestas de acuerdo sobre asuntos incluidos en el orden del día de la convocatoria.

- **Transparencia contable.** Como todo empresario, ya sea persona natural o jurídica, las SAC deberán formular sus cuentas anuales, depositarlas en el Registro Mercantil (RM) y hacerlas públicas; como establecen los artículos 253 y siguientes de la LSC (y en su caso el Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio, en lo sucesivo CCom, artículos 25 y siguientes, para empresarios persona natural o sociedades personalistas). Sin perjuicio de ello, en el ámbito contable existen para las SAC ciertas especialidades. Así, no podrán abreviar ninguna cuenta (artículo 536 LSC), el informe de gestión debe incluir necesariamente información no financiera y deben elaborar un informe de gobierno corporativo junto con un informe anual sobre remuneraciones de los consejeros (artículo 538 LSC), debiendo tener constituido un Comité de Auditoría.

5 Por todo lo expuesto, TAPIA HERMIDA, A.J., *op. cit.*, p. 99.

- **Transparencia financiera.** Desde una perspectiva financiera, la transparencia implica la emisión de una serie de informes periódicos⁶ (Título I del RD 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea), ya que la información financiera que debe publicar una SA cuando formula las cuentas anuales, no es suficiente para que los inversores de las SAC puedan adoptar decisiones plenamente informados. Junto con la información financiera periódica, las SAC deben publicar y remitir a la CNMV la información financiera pro – forma, cuya finalidad es reflexionar sobre la situación hipotética que se deriva de las combinaciones de negocios/operaciones corporativas de restructuración como las fusiones (concentración económica en la que se puede llegar a materializar una OPA). Toda esta información mencionada, debe publicarse en la página web de la entidad y remitirse a la CNMV para que la incorpore a los registros públicos.
- **Transparencia política.** Un inversor que tenga intención de comprar o vender valores tiene un interés legítimo no solo en conocer la situación financiera de la entidad a la que pertenecen esos valores, sino también, el mapa de relaciones de poder dentro de la SAC, identificando a los accionistas significativos. De ahí las normas sobre transparencia de participaciones significativas (Título II RD 1362/2007 y Circular 2/2007 de 19 de diciembre de la CNMV derogada por la 8/2015 de 22 de diciembre y esta por la 2/2022 de 26 de mayo). El artículo 23 del mencionado RD regula los umbrales para calificar una participación como significativa o no y, en caso de serlo, surge la obligación para el accionista de comunicar al emisor la adquisición o cesión de dicha participación⁷.
- **Transparencia de la información relevante.** Cabe destacar que las SAC además de auditar sus cuentas anuales según la LSC y hacer público una serie de informes financieros deben comunicar a la CNMV ciertos parámetros adicionales. Nos referimos, por un lado, a la

6 Entre estos informes encontramos:

- Informe financiero anual (artículo 8 del RD 1362/2007), incluye las cuentas anuales, el informe de gestión y una declaración responsable de los administradores sobre el contenido de los anteriores documentos. Se debe publicar en el plazo máximo de los 4 meses siguientes al cierre del ejercicio al que se refieren, y nunca más tarde de la publicación de la convocatoria de la junta para aprobarlo. También estaba regulado en las normas 4º y 5º de la Circular de la CNMV 1/2008 de 30 de enero, esta circular fue derogada por la 3/2018 de 28 de junio que ahora no lo contempla.
- Informes financieros semestrales (artículo 11 RD 1362/2007 y Circular 3/2018 CNMV norma 2º), incluye cuentas anuales resumidas, informes de gestión intermedios y una declaración responsable de los administradores sobre el contenido de los anteriores documentos. Se debe publicar en el plazo máximo de 2 meses tras finalizar el semestre.
- Declaraciones intermedias de gestión trimestrales (artículos 19 y 20 RD 1362/2007 y Circular 3/2018 CNMV norma 3º), el objetivo de las mismas es la explicación de los hechos y operaciones significativas junto con una descripción general de la situación financiera.

7 Si bien, hay un colectivo de sujetos cuya participación en el capital social de una SAC se considera significativa, aunque no llegue a los umbrales (artículo 31 RD). Es el caso de la participación que ostenten los administradores de la sociedad.

información privilegiada, esto es, aquella que no se encuentra abiertamente disponible, que se refiere directa o indirectamente a uno o más inversores o instrumentos financieros (o sus derivados) y que de hacerse pública podría influir sobre los precios de los instrumentos (artículo 7.1 del Reglamento de la UE nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado, que deroga al reglamento anterior del año 2003 y varias directivas). Con estos antecedentes, la finalidad de hacer pública esta información es prevenir el abuso de mercado de quienes la conocen. No obstante, este deber de comunicar la información privilegiada puede quedar sin efectos temporalmente si quienes la poseen consideran que la divulgación de la información puede perjudicar su interés legítimo.

Por otro lado, también se debe hacer llegar al mercado la información relevante, es decir, aquella que es de publicación obligatoria o cuya difusión entre los inversores se considere necesaria por su especial interés. Con la publicidad de la información relevante se pretende aumentar la transparencia del mercado.

Todo lo expuesto hasta ahora reviste una especial importancia en el ámbito de la operación analizada, porque incide sobre los inversores, es decir, sobre aquellas personas que deciden comprar acciones, adquiriendo la condición de accionista de una SAC y, en suma, pudiendo verse afectados por las operaciones que recaigan sobre sus valores, como puede ser el caso de una OPA en relación con los accionistas del Banco Sabadell. De ahí la importancia de que el inversor esté debidamente informado de todo lo que ocurre en el mercado, para poder decidir, por ejemplo, si en el período de aceptación de la OPA, va a proceder positivamente y vender sus acciones a otra entidad. De hecho, insistiendo en la senda de la información relevante que es un punto clave en una OPA, pues su conocimiento puede afectar a los inversores, debemos mencionar que existe una enumeración no exhaustiva en la Circular 4/2009 de 4 de noviembre de la CNMV derogada por la 4/2022 de 22 de diciembre, de información considerada relevante, en la que se encuentran precisamente las OPA, fusiones, acuerdos de modificación del capital social...

La existencia de información relevante conlleva una serie de deberes. Por un lado, de naturaleza preventiva para garantizar el hermetismo mientras las operaciones a las que se refiere esa información no se hayan cerrado. Ello implica un deber de salvaguarda y sigilo en las fases de estudio y negociación, debiendo cumplir una obligación de gestión interna de la información, limitando el número de personas que tiene acceso a ella y controlando la identidad de estas, así como una obligación de vigilancia de la evolución en el mercado de los valores a los que les afecta esa información, porque si aprecia una evolución anormal que haga suponer que ha habido una filtración, debe difundir de inmediato el hecho relevante. Por otro lado, deberes sucesivos para garantizar la transparencia máxima cuando las operaciones se hayan cerrado, una vez concluido el acuerdo del que trataba la información relevante (hecho relevante efectivo), se deberá comunicar a la CNMV para que lo incorpore a sus registros públicos y difundirlo en cualquier otro medio como la web de la SAC. Huelga decir que las SAC al ser las principales fuentes de información relevante, pueden contribuir a que ellas mismas u otros sujetos de su entorno abusen de esa información no publicada aún (por lo tanto, convirtiéndose en privilegiada); para prevenir el abuso de información privilegiada, se le imponen a quienes disponen de ella, deberes de salvaguarda, para evitar que se use de forma abusiva o desleal. El abuso de información privilegiada puede llegar a generar responsabilidad civil contractual o extracontractual, responsabilidad administrativa (por infracciones de

la normativa del mercado de valores artículo 297 LMVSI) e incluso responsabilidad penal por delito de abuso de información privilegiada (artículo 285 CP).

III. Ofertas públicas de adquisición (OPA)

1. Concepto y clases

En este apartado abordaremos el elemento objetivo de este trabajo, una vez analizados los sujetos protagonistas y su ámbito de actuación. Es el momento, por tanto, de explicar el tipo de operación que se está llevando a cabo por un operador del mercado respecto de otro. Una OPA consiste en «un ofrecimiento realizado por una persona física o jurídica a los accionistas de una SAC (o cuyas acciones se negocien en un Sistema Multilateral de Negociación, SMN), para que estos vendan sus acciones al oferente en los términos de la oferta»⁸. Definición concordante, en términos generales, con la prevista en el artículo 2 de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición (que es el punto de partida de nuestra actual regulación de las OPA), en virtud de la cual una OPA es una «oferta pública, ya sea voluntaria u obligatoria, dirigida a los titulares de valores de una sociedad (con excepción de las ofertas realizadas por la propia sociedad afectada) con vistas a adquirir la totalidad o parte de dichos valores, siempre y cuando tenga por objetivo o sea consecuencia de la toma de control de la sociedad afectada conforme al Derecho nacional».

Si acudimos a la doctrina, autorizadas voces definen la OPA como un contrato especial de compraventa o permuta típico del mercado de valores, caracterizado por el régimen imperativo de su oferta, aceptación y consentimiento. En paralelo destacan dos posibles configuraciones distintas de este procedimiento desde una perspectiva de Derecho comparado: (i) como una técnica especial de adquisición de paquetes de acciones, propia del mercado de valores, sometida a los principios de publicidad, igualdad de trato y competencia; y, (ii) como un aspecto del Derecho societario tendente a la protección de las minorías de socios en el marco de fusiones y tomas de control⁹.

Partiendo de estas notas principales, debemos estar a unas clases de OPA concretas. Es sumamente relevante clasificar la OPA analizada, puesto que el régimen jurídico de la misma varía en función del tipo ante el que nos encontremos. Así, nos encontramos ante una operación financiera promovida por un sujeto oferente sobre un sujeto afectado, con la particularidad de que tanto uno como otro, son SAC. Este no es un dato baladí ya que, en el Derecho español solo se aplica la estricta normativa de OPA en el caso de que el oferente, persona física o jurídica, formule o deba formular una OPA sobre acciones de una SAC o sobre otros valores que den derecho a adquisición o suscripción; tal y como especifica el artículo 1 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (RD de OPA). Y, a efectos de aplicar esta normativa, se considera SAC

⁸ BROSETA PONT, M., *op. cit.* Vol. II, p. 372.

⁹ Véase, VICENT CHULIÁ, F.: *Introducción al Derecho Mercantil. Volumen II*, 25ª ed., Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2024, pp. 2852 a 2854.

aquellas sociedades cuyas acciones estén, en todo o en parte, admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español y tengan su domicilio social en España¹⁰.

El *late motiv* de la sociedad oferente puede ser muy variado, desde lanzarse hacia un nuevo desafío hasta una simple e irracional ambición intentando obtener el control de una corporación para, por ejemplo, alcanzar una fusión que elimine a su competidor más cercano. O, simplemente puede ser una cuestión de estrategia, a través de la cual, la sociedad oferente busca crecer en su sector sin tener que crear un modelo orgánico de crecimiento sino adquiriendo otra empresa de su sector¹¹. Es muy complicado conocer cuál es la motivación que ha llevado al BBVA a formular una OPA sobre el Banco Sabadell, máxime cuando hay muchas opiniones al respecto, revestidas de matices políticos, económicos o ambos. Por un lado, están aquellos que creen que la operación obedece a una estrategia de crecimiento para aumentar su cuota de mercado e introducirse en el sector de las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES) y que beneficiaría al Banco Sabadell y a sus calificaciones crediticias, al integrarse en un grupo bancario más grande y diversificado, lo que supondría una ventaja para los acreedores de este banco que se beneficiarían del perfil crediticio más sólido del BBVA. Otros, contrarios al éxito de la operación, la consideran una estrategia monopolística¹².

10 La falta de domicilio social en España no excluye la aplicación de la normativa, pero se imponen otros requisitos, ex artículo 1.2 y 1.3 del RD de OPA.

11 Véase *Oferta pública de adquisición de acciones*, Guías Jurídicas de LALEY, guía número 94, disponible en: <https://11nq.com/kLyul> (fecha de última consulta: 5 de mayo de 2025).

12 Entre las opiniones a favor, se encuentran las del propio BBVA, como cabía esperar, promocionando en su página web la OPA como muy atractiva o, según su presidente, como una gran oportunidad, véase *Oferta de compra de BBVA a los accionistas de Banco Sabadell*, disponible en <https://www.bbva.com/es/bbva-opa-sabadell/> y LÓPEZ, C., *BBVA asegura que la OPA sobre el Sabadell le permitirá alcanzar metas “que no serían posibles por separado”*, 4 de marzo de 2025, disponible en <https://sl1nk.com/6oo2K> (por ambas, fecha de última consulta: 7 de mayo de 2025). En la misma línea optimista, se han manifestado las agencias de calificación crediticia como Morningstar DBRS o Moody's, a pesar de las dudas sobre el éxito de la operación, véase ACEITUNO, N. F., *Moody's observa un “alto nivel de incertidumbre” sobre el éxito de la OPA de BBVA sobre Sabadell*, 8 de octubre de 2024, disponible en <https://sl1nk.com/7ZlvQ> y *Opa BBVA-Banco Sabadell: Morningstar ve más pros que contras*, 25 de mayo de 2024, disponible en <https://11nq.com/qKei0> (por ambas, fecha de última consulta: 7 de mayo de 2025). Incluso el BdE ha emitido un informe favorable sobre esta operación, que ha remitido al Banco Central Europeo, considerándola positiva para el sistema bancario, porque aumenta su fortaleza frente a posibles crisis financieras, véase *OPA BBVA – Sabadell: El Banco de España se pronuncia*, 2 de septiembre de 2024, disponible en <https://sl1nk.com/b2ITU> (fecha de última consulta: 7 de mayo de 2025). En contra se han pronunciado tanto políticos como el propio CEO del Banco Sabadell, así como organizaciones sindicales, véase entre otros muchos, BAQUERO, C. S., *Salvador Illa rechaza la opa del BBVA sobre el Sabadell: “Preferiría que no saliera adelante”*, 7 de mayo de 2025, disponible en <https://11nq.com/38rK4>, César González-Bueno, con Carlos Alsina en 'Más de uno', *sobre la OPA del BBVA: “A este precio no tiene sentido”*, 10 de febrero de 2025, disponible en <https://sl1nk.com/OH7Sl> y ARANDA, G., *Sindicatos, patronales y partidos: Catalunya se une contra la opa hostil del BBVA al Sabadell*, 2 de mayo de 2025, disponible en <https://sl1nk.com/XXQGc> (por todas, fecha de última consulta: 7 de mayo de 2025). Incluso en el ámbito internacional, periódicos como el Financial Times o The Wall Street Journal, han estado cubriendo esta OPA, véase, *BBVA-Sabadell merger will hurt local Enterprise*, disponible en <https://www.ft.com/content/6b1ef320-09a8-4199-99c6-6e0de7ff07fe> y VARDON, E., *Spain's Competition Regulator Approves BBVA's Hostile Bid for Sabadell*, 1 de mayo de 2025, disponible en <https://sl1nk.com/MG6cO> (por ambas, fecha de última consulta: 7 de mayo de 2025).

Los criterios de clasificación de las OPA son muy variados. En relación con su carácter amistoso, hostil o mutante, es preciso valorar si los administradores de la sociedad afectada están a favor o en contra de la operación. Perspectiva que puede inferirse bien del comportamiento de estos durante el procedimiento, o bien a través del informe que deben elaborar y presentar a los accionistas durante los primeros días del plazo de aceptación (artículo 24 del RD de OPA)¹³. En nuestro caso no hace falta esperar al informe de los administradores para dilucidar su oposición a la misma, ya que antes de esta OPA, el BBVA presentó una propuesta de fusión amistosa rechazada por los administradores del Banco Sabadell, de ahí que se acudiera al recurso de la OPA para recabar directamente la opinión de los accionistas. Además de hostil, esta OPA es voluntaria, puesto que el oferente no se vio obligado, por causas estipuladas legalmente, a formular esta OPA. Según la contraprestación de la adquisición de las acciones, esta puede ser a cambio de efectivo (la OPA como una compraventa), valores (la OPA como una permuta) o de precio mixto. En nuestro caso, el oferente ofrece canjear los valores objeto de la oferta por otros valores de la propia sociedad oferente emitidos o pendientes de emisión al requerir un aumento de capital social en cuantía suficiente para atender al canje. Complementariamente, ofrece un precio en efectivo que acompañaría al canje (como se verá en el quinto apartado de este estudio). Y, por último, según la finalidad que busque la oferente, si bien ya mencionamos que es difícil de averiguar, el objetivo parece enfocado en conseguir una fusión por absorción, por lo que estamos ante una OPA técnica con objetivo de fusión, precisamente lo que no se pudo lograr por la vía amistosa a través de negociaciones entre los administradores y su posterior propuesta en las juntas generales de las sociedades involucradas como regula el RD ley 5/2023 de 28 de junio. No se desconoce que existen más criterios para clasificar una OPA, así como más clases *v. gr.* las OPA competidoras¹⁴, pero centrándonos en la operación que nos ocupa, las expuestas son las más importantes.

13 La hostilidad de la OPA se debe a que esta es contraria a los intereses de los administradores o de los accionistas de control de la sociedad afectada; intereses que pueden o no (aunque deberían) coincidir con el interés social. No suele darse el caso de que la OPA sea hostil por ser contraria a los intereses de los accionistas, ya que estos, y más en grandes SAC con el capital muy disperso, son simples inversores que suelen valorar la oferta económicamente y no como los administradores cuyos intereses se vinculan como regla general a mantener el cargo, es decir, la valoran políticamente. Una OPA amistosa es el extremo contrario, aquella que es bien vista por el órgano de gobierno de la sociedad afectada. Existe también la posibilidad de que la OPA comience siendo amistosa y por el devenir de los acontecimientos se convierta en hostil, o viceversa, empieza siendo hostil porque por ejemplo los administradores de la sociedad afectada consideran insuficiente el precio, pero se convierte en amistosa cuando el oferente actualiza el precio, en esos casos podemos decir que se trata de una OPA mutante. Véase *Oferta pública de adquisición de acciones (OPA)*, Guías Jurídicas de LALEY, guía número 102, disponible en: <https://sl1nk.com/ZhH18> (fecha de última consulta: 13 de abril de 2025). Y TAPIA HERMIDA, A.J., *op. cit.*, pp. 223 a 226.

14 Reguladas en los artículos 40 y siguientes del RD de OPA, son aquellas que afectan a valores sobre los que en todo o en parte, haya sido presentada con anterioridad ante la CNMV otra OPA cuyo plazo de aceptación aun no haya finalizado y siempre que esta nueva oferta reúna los requisitos del artículo 42. Para más información de este tipo de OPA, véase BROSETA PONT, M., *op. cit. Vol. II*, pp. 381 y 382; y TAPIA HERMIDA, A.J., *op. cit.*, p. 301, en relación con los requisitos, proceso y deber de igualdad informativa al que queda sometido la sociedad afectada, previsto en el artículo 46 del RD de OPA.

2. Normativa y régimen legal

2.1. Regulación actual y procedimiento

Para poder entender la regulación actual aplicable a las OPA, hay que conocer, aunque sea someramente, sus antecedentes. El Derecho español de OPA en sus inicios estaba contenido en la Ley del Mercado de Valores de 1988 (Ley 24/1988 de 28 de julio), desarrollada en lo que se refiere a esta operación en el RD 1197/1991 de 26 de julio. En ese momento el régimen de OPA se basaba en un modelo de OPA previa, obligatoria y parcial, procedente del Derecho inglés. Esto implicaba que, a quienes querían adquirir un gran volumen de acciones (una participación significativa, que en ese momento era la igual o superior al 25 % del capital social de la SAC), se les obligaba a que primero formularan una OPA. Antes de la reforma que dio lugar al régimen actual, ya existían autores que consideraban este régimen de OPA previa, obligatoria y parcial, ineficaz¹⁵.

Como ya se mencionó, el punto de partida de la actual regulación en materia de OPA, se encuentra en la Directiva 2004/25/CE que se incorporó a nuestro Ordenamiento Jurídico a través de la Ley 6/2007 de 12 de abril, que modificó la vigente en ese momento Ley del Mercado de Valores de 1988 en lo relativo al régimen de OPA, entre otras reformas. Además, el régimen jurídico se completó con el RD 1066/2007 que aún sigue vigente, habiendo sido reformado en varias ocasiones. «El Derecho de OPAS es una pieza clave de la moderna regulación de las sociedades cotizadas, en la medida en que tiende a asegurar no sólo la paridad de trato de los accionistas en el reparto de la prima de control, sino la posibilidad misma de desinvertir, esto es, de abandonar la sociedad cuyo control ha cambiado de manos en las mismas condiciones que los socios mayoritarios»¹⁶.

Nuestra regulación actual se divide en OPA obligatorias y voluntarias, si bien es cierto que el procedimiento a seguir es el mismo, puesto que a las OPA voluntarias les es de aplicación supletoria el régimen de las obligatorias (artículo 13.3 RD de OPA), ambos tipos tienen sus especialidades. Habida cuenta de que la OPA analizada es voluntaria, nos centraremos en sus especialidades, teniendo siempre en cuenta que existen supuestos en los que es obligatorio formular una OPA¹⁷.

Los signos distintivos de las OPA voluntarias vienen previstos en el artículo 117 de la LMVSI y en el artículo 13 del RD de OPA, si bien debe recalcar que el procedimiento a seguir es el mismo para los dos tipos. Estas OPA pueden ser parciales, al contrario de las obligatorias que deben ser totales y no requieren de un precio equitativo, pero sí unas exigencias específicas en caso de que concurra alguna de las circunstancias del artículo 117.3

¹⁵ Por todo lo expuesto, FERNÁNDEZ ARMESTO, J., "Las OPAS y el mercado de control empresarial, un balance de diez años de experiencia", *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 227, 1998, pp. 37 -50.

¹⁶ Véase *Oferta pública de adquisición de acciones (OPA)*, Guías Jurídicas de LALEY, guía número 102, disponible en: <https://s11nk.com/ZhH18> (fecha de última consulta: 13 de abril de 2025).

¹⁷ Son tres los supuestos en los que existe la obligación de formular una OPA, y están previstos en los artículos 3 a 12 del RD de OPA a los que nos remitimos.

LMVSI¹⁸. Asimismo, este tipo de OPA puede someterse a condiciones tales como la aceptación de la oferta por un número mínimo de acciones, la aprobación de modificaciones estatutarias o estructurales o la adopción de ciertos acuerdos por la junta de la sociedad afectada¹⁹.

El procedimiento comienza con la decisión de formular la OPA por parte del órgano de administración de la sociedad oferente, sin perjuicio de la posible intervención de la junta general si, por ejemplo, se ofrece como contraprestación valores no emitidos aún. Seguidamente, esta sociedad deberá anunciar como hecho relevante, su decisión (artículo 16 RD de OPA)²⁰. En el mes siguiente a la fecha del anuncio (artículo 17.2 RD de OPA), se debe presentar ante la CNMV la solicitud de autorización de la formulación de la OPA. En dicha solicitud se deben hacer constar las características principales de la oferta junto con el folleto explicativo que debe contener los datos previstos en el artículo 18 y en el Anexo del RD de OPA²¹, además de la documentación complementaria prevista en el artículo 20 del RD de OPA, que se puede presentar con la solicitud o en los siete días hábiles siguientes (artículo 17.1 *in fine* RD de OPA). A ello deben sumarse los documentos que acrediten el acuerdo/decisión de formular la OPA, indicando en su caso, si la decisión de promover la oferta pública está condicionada a su aprobación por la junta general de accionistas de la sociedad oferente aportando, de ser así, la documentación correspondiente en cuanto se obtenga dicha aprobación.

Una OPA como la analizada, que puede dar lugar a una concentración económica susceptible de tener que ser valorada por las autoridades de defensa de la competencia, requerirá solicitar a estas entidades (españolas o, en su caso, europeas) la autorización de la concentración. En nuestro caso, la OPA podría dar lugar a una concentración económica de ámbito nacional, que por sus características requiere un control previo de la autoridad de defensa de

18 En casos especiales en los que el valor de las acciones a las que se dirija la OPA o en general los precios del mercado, se hayan visto afectados por situaciones excepcionales como catástrofes naturales, el oferente debe justificar por medio de sendos informes el precio ofrecido.

19 Para una información más detallada de las OPA voluntarias, véase, URÍA, F.: “Otros supuestos de ofertas públicas de adquisición: exclusión de negociación, reducción de capital mediante adquisición de acciones propias y ofertas voluntarias – Comentario al artículo 13 RD 1066/2007”, en AA. VV. (GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., Dir.): *La regulación de las OPAs – Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*, Ed. Thomson Reuters, Navarra, 2009, pp. 326 a 342.

20 Véase Circular 8/2008, de 10 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueban los modelos a los que deberán ajustarse los anuncios y las solicitudes de autorización de las ofertas públicas de adquisición de valores.

21 TAPIA HERMIDA, A.J., *op. cit.*, p. 274; «En particular, el folleto debe contener la información que figura en el Anexo del RD 1066/2007 que estructura el contenido del folleto en 5 capítulos dedicados a los aspectos siguientes: Así, después de una “introducción y advertencias si la operación lo requiere”, el capítulo I, se dedica a los aspectos generales y a los elementos subjetivos, tales como las personas responsables del folleto; los acuerdos, ámbito y la legislación aplicable; la información sobre la sociedad afectada y sobre el oferente y su grupo; los acuerdos sobre la OPA y la sociedad afectada; los valores de dicha sociedad pertenecientes al oferente; las operaciones con valores de la sociedad afectada; y la actividad y situación económico-financiera del oferente; el capítulo II, se dedica a los elementos objetivos de la OPA, tales como los valores a los que se dirige, la contraprestación ofrecida, las condiciones a las que esté sujeta la OPA y sus garantías y financiación; el capítulo III, al procedimiento de aceptación y liquidación; el capítulo IV, a la finalidad de la operación; y el capítulo V, a las autorizaciones y otras informaciones o documentos».

la competencia española (información que ampliaremos en el apartado siguiente), por lo que debemos acudir a la normativa nacional que regula las concentraciones económicas, esto es, la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia y el Real Decreto 261/2008, de 22 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de Defensa de la Competencia (LDC y RDC respectivamente). En este sentido, el artículo 9 apartados 1 y 2 de la LDC, subraya que las concentraciones de ámbito nacional se deben notificar a la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) y no se pueden ejecutar hasta que no sea autorizada. Pero estas exigencias no impiden que se pueda realizar una OPA autorizada por la CNMV que sea una concentración económica sujeta al control de la CNMC, siempre que se cumplan los requisitos del artículo 9.3 de la LDC²², que en el caso analizado se cumplen. También es posible, que la CNMV no autorice la OPA y su folleto hasta que se pronuncie la CNMC, para evitar que una vez autorizada la operación, esta no se pueda ejecutar por una decisión negativa de la CNMC. El oferente podrá condicionar su oferta a la obtención de esta autorización o no oposición de la autoridad de defensa de la competencia (esta es la única condición que cabe en caso de las OPA obligatorias), según el artículo 26.1 del RD de OPA. Asimismo, es posible que la OPA también requiera la autorización o no oposición de otros organismos de supervisión general o del sector en el que operan las sociedades involucradas en la oferta o una simple notificación preceptiva previa, como indica el artículo 26.2 RD de OPA, y ese es el caso de la oferta analizada, que requiere otras autorizaciones según lo establece la normativa sectorial de aplicación.

Volviendo a la tramitación, una vez presentada la solicitud de autorización a la CNMV, esta deberá admitirla o no a trámite en el plazo de siete días hábiles. En caso de silencio, la solicitud se tendrá por admitida (artículo 17.3 RD de OPA). Superada esta primera etapa y, en el plazo de 20 días hábiles desde la recepción de la solicitud la CNMV deberá autorizar o denegar la OPA (artículo 21 RD de OPA). Si la CNMV autoriza la OPA, se lo debe notificar al oferente y este en el plazo máximo de cinco días hábiles desde la notificación, debe difundir de manera pública y general la oferta (artículo 22.1 RD de OPA)²³. Difundida la misma, a partir del día hábil bursátil siguiente al anuncio, comenzará el plazo para su aceptación fijado por el oferente en su folleto, que no puede ser inferior a quince días naturales ni superior a setenta. En cualquier caso, en diez días naturales desde el inicio del plazo de aceptación, la sociedad afectada debe publicar un informe detallado y motivado de la oferta elaborado por sus administradores (artículo 24.1 RD de OPA). Sin olvidar que, los administradores de ambas sociedades deberán informar también, desde el momento en que la oferta es pública, a los representantes de sus trabajadores (artículo 25 RD de OPA). Las aceptaciones se comunica-

22 Que son los siguientes, (i) que la concentración sea notificada a la CNMC en el plazo de cinco días desde que se presenta la solicitud de la autorización de la oferta a la CNMV, en caso de no haber sido notificada con anterioridad; y (ii) que el comprador no ejerza los derechos de voto inherentes a los valores en cuestión o sólo los ejerza para salvaguardar el valor íntegro de su inversión sobre la base de una dispensa concedida por la CNMC.

23 Al margen de este deber de publicación, el artículo 22.3 RD de OPA permite que «el oferente, desde el día hábil bursátil siguiente al de la publicación del primer anuncio, pondrá a disposición de los interesados ejemplares del folleto explicativo de la oferta, así como la documentación que ha de acompañar al mismo prevista en el artículo 20 del presente real decreto».

rán directamente a las sociedades rectoras de las bolsas en las que coticen las acciones objeto de la oferta (artículo 35 RD de OPA) y huelga decir que serán revocables hasta el último día del plazo de aceptación.

Finalizado el plazo de aceptación y en el marco de cinco días hábiles, las sociedades rectoras de las bolsas comunicarán a la CNMV el número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación presentadas (artículo 36 RD de OPA). En función de este dato, se conocerá si la oferta ha tenido un resultado positivo o negativo, dependiendo de si se ha alcanzado el número mínimo de valores señalados en la misma. Si el resultado es negativo, se impone la prohibición de formular otra nueva oferta sobre estos valores en el plazo de seis meses contados desde la fecha de publicación del resultado (artículo 39 RD de OPA).

Por el contrario, si el resultado es positivo, la CNMV se lo comunicará en el plazo de dos días hábiles a la sociedad rectora, a la oferente y a la afectada, y lo publicará en el boletín de cotización. A partir de este momento, la oferta se ejecutará y si la contraprestación era en efectivo, se liquidará la OPA por medio del proceso establecido por Iberclear. Si, *sensu contrario*, se basaba en un canje, se liquidará en la forma prevista en el folleto (artículo 37 RD de OPA).

Es conveniente mencionar la figura de la compraventa forzosa prevista en los artículos 47 y 48 del RD de OPA y 116 LMVSI, toda vez que en el caso de la OPA analizada, si saliera adelante pero no de forma completa, esta podría ser una opción de perfeccionar el resultado buscado por el BBVA, mediante la fusión por absorción a través de una OPA. En otros términos, en el caso de una OPA dirigida a la totalidad de los valores de la sociedad afectada, puede darse el caso de que no todos los accionistas acepten, pero si finalmente la OPA sale adelante, el RD de OPA prevé esta figura (la compraventa forzosa) para que el oferente una vez liquidada la operación pueda exigir al resto de titulares que no aceptaron la oferta, la venta forzosa de sus acciones a un precio equitativo correspondiente a la contraprestación ofrecida durante la OPA²⁴.

2.2. Elemento subjetivo de la operación (sociedad oferente y sociedad afectada)

En lo que respecta a los sujetos intervinientes en la operación, sobre ellos pesan una serie de exigencias.

24 Se deben cumplir unos requisitos, por un lado, que el oferente a causa de la OPA, llegue a ser titular de valores que representen al menos el 90 % del capital social; y por otro, que la OPA fuera aceptada por titulares de valores que representen al menos un 90 % de los derechos de voto. El folleto explicativo de la OPA debe incluir si el oferente tiene intención de ejercer este derecho de venta forzosa. A la inversa, también es posible que los titulares de las acciones que no se adquirieron con la OPA, exijan al oferente que les compre sus acciones. El plazo máximo para ejercer estos derechos de exigir la venta o en su caso la compra, es de tres meses desde el final del plazo para aceptar la OPA. Los gastos de la compra forzosa los asumen los vendedores, es decir, los accionistas que la promovieron y, en caso de venta forzosa, los gastos los asume el en su momento oferente. Si los valores de la compraventa forzosa tenían cargas, según al artículo 116.2 LMVSI, se transmiten libres y esas cargas pasarán a constituirse sobre el precio pagado o los valores entregados por el oferente como pago del precio por la compraventa. Es importante tener en cuenta que los valores vendidos forzosamente quedarán excluidos de negociación, y en el caso de los comprados forzosamente también si como consecuencia de la compra, el oferente pasara a ser titular de todos los valores, artículo 48.10 RD de OPA.

La sociedad oferente está sometida a una serie de limitaciones desde el momento en el que anuncia su decisión de formular una OPA. Entre tales restricciones, no puede difundir información que no conste en el anuncio previo de la oferta (artículo 32.1 RD de OPA); pero sí puede, en todo momento, adquirir valores de la sociedad afectada, según establece el artículo 32.3 RD de OPA. Si bien esta adquisición puede afectar a la OPA en curso, porque si el oferente adquiere al margen de la operación, valores de la sociedad afectada por un precio mayor al precio ofrecido como contraprestación de la oferta, la suma de la oferta automáticamente se eleva (artículo 32.5 RD de OPA cuando el precio es exclusivamente en efectivo).

Más allá de la posibilidad de condicionar la oferta, esta será irrevocable desde el anuncio público, sin que, fuera de los casos previstos en las normas, se pueda modificar o desistir (artículo 30.1 RD de OPA).

En lo que se refiere al desistimiento, los supuestos están previstos en el artículo 33 del RD de OPA, adelantando en este punto que hay causas comunes aplicables a todo tipo de OPA, como por ejemplo que se hubiera condicionado la oferta a la obtención de la autorización de las autoridades de defensa de la competencia y esta no se hubiera obtenido. Luego, hay causas específicas de desistimiento para OPA voluntarias y obligatorias. Enfocándonos en las aplicables a las voluntarias, una causa es la autorización de una oferta competidora o bien que la sociedad afectada tome una decisión que impida a la oferente mantener su oferta. También por no haberse cumplido, al finalizar el plazo de aceptación alguna condición impuesta a la OPA²⁵.

En lo que respecta a la sociedad afectada, es posible que antes de formularse la OPA sobre sus acciones, ésta hubiera acordado medidas que se pueden considerar defensivas respecto de la operación, como restricciones a la libre transmisibilidad de sus acciones (artículo 123 y 530 LSC) o restricciones al derecho de voto (artículo 188.3 LSC). De ser este el escenario, el artículo 115 LMVSI prevé la posibilidad de dejar sin efecto estas defensas acordando medidas de neutralización, en aras de que prospere la oferta si están a favor de la misma, como sería en el caso de OPA amistosas.

Al margen de esta situación, más probable en OPA amistosas, es conveniente hablar en este momento del deber de pasividad o, si se prefiere, abstención o neutralidad, al que están sometidos los administradores de la sociedad afectada. Este deber cobra mucha más importancia en OPA voluntarias y a su vez hostiles, en las que los administradores de la sociedad afectada basándose en sus intereses contrarios a la OPA, pueden obstaculizarla con su actuación. Tal pasividad implica una prohibición de adoptar medidas defensivas por parte de los administradores, sin autorización de la junta. Tiene su origen en la Directiva 25/2004/CE, aunque marcada por la controversia pues había Estados que no deseaban limitar las posibilidades de defensa de los administradores frente a OPA hostiles. Ante este horizonte, la posibilidad quedó finalmente al albur de los propios Estados que, a la hora de transponer habrán

²⁵ Salvo que el oferente renuncie a que se cumpla, como máximo un día antes de que finalice el plazo de aceptación. Aunque, en el caso de que se condicione la OPA a que acepten un número mínimo de accionistas, no hay plazo máximo para renunciar a esta condición.

de decidir si lo incluyen o no y, en caso negativo, podrán estar al principio de reciprocidad²⁶ que cobra importancia en las OPA transfronterizas.

En el caso del Estado español, ya la normativa previa a la Directiva aplicaba el deber de pasividad, por lo que tras la transposición lo siguió aplicando (artículo 28 RD de OPA y 114 LMVSI), máxime porque permitir adoptar medidas defensivas al no regular este deber, desincentiva al oferente y supone un rechazo a las OPA hostiles. Ahora bien, sí que hubo de añadirse el principio de reciprocidad. Trasladados estos apuntes al caso analizado, se observa que es de aplicación el deber de pasividad, sin que pueda estarse a la reciprocidad porque sobre ambas sociedades recae la misma normativa. Este deber de abstención trata de garantizar que los accionistas de la sociedad afectada como destinatarios de la oferta puedan decidir libremente y sin interferencias por parte de los administradores en abuso de su posición. Por lo que, en definitiva, no deja de ser una concreción en materia de OPA del deber de lealtad al que los administradores están sujetos (artículo 227 LSC).

Así las cosas, la obligación derivada, esto es, la abstención por parte de los administradores, comienza desde el primer anuncio de la OPA (el previsto en el artículo 16 del RD de la OPA) hasta la publicación del resultado de la misma. Nótese que no comienza desde que los administradores de la sociedad afectada tienen conocimiento de la inminencia de una OPA. La razón subyacente estriba en que se entendió que dados los límites que supone para los administradores, así como las elevadas sanciones derivadas de su incumplimiento, solo se puede exigir cuando hay certeza de una OPA. Lo cual no deja de suponer un riesgo porque es posible que los administradores conozcan la OPA antes de su anuncio y tomen medidas defensivas sin estar limitados por este deber aún. Por ello, lo que se impone es que el deber de abstención sea exigible en los extremos temporales mencionados antes, pero también, que la junta apruebe o confirme cualquier decisión extraordinaria susceptible de frenar el éxito de la OPA aun cuando se adoptara antes del anuncio, al fin y al cabo, en una OPA el poder de decisión se traslada a los accionistas²⁷.

Es evidente que el alcance subjetivo de este deber llega hasta los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada y órganos delegados, incluso se extiende sobre personas que actúen de forma concertada con los anteriores. El alcance objetivo de este deber supone para los administradores que, antes de realizar cualquier actuación (no hace referencia a que la inactividad pueda suponer un incumplimiento del deber) que pueda impedir el éxito

26 Como excepción a la aplicación de este deber de pasividad en el caso de que el régimen jurídico aplicable a la sociedad afectada y a la oferente sea distinto y el de la sociedad oferente no prevea el deber de pasividad y el aplicable a la afectada sí, la sociedad afectada puede no aplicar el deber de pasividad porque si ella fuera la oferente y la oferente fuera la afectada, tampoco lo aplicaría.

27 La junta deberá autorizar con antelación, actos prohibidos por el deber de pasividad, pero dicha autorización no puede ser previa a la OPA, se debe conceder una vez anunciada para que los accionistas tengan a su disposición suficiente información. Y también deberá confirmar o aprobar decesiones anteriores al anuncio de la OPA aún no aplicadas total o parcialmente, procedentes de la propia junta o del órgano de administración respectivamente, ya que las circunstancias en las que se adoptaron han variado; siempre y cuando no encajen en el curso normal de actividades de la sociedad y cuya aplicación pueda impedir el éxito de la OPA (artículo 28 apartados 1 y 2 RD de OPA).

de la oferta²⁸ y que suponga privar a los accionistas de su capacidad de decisión; deben obtener la autorización de la junta general. No disponer de esta, no solo implica una infracción que lleva aparejada sanciones, sino que en el caso de las OPA voluntarias puede ser causa de desistimiento por parte del oferente²⁹. Llegados a este punto, nos gustaría dejar planteada una cuestión que será desarrollada en el último apartado, ¿puede un cambio de domicilio social realizado por decisión del órgano de administración, en aplicación del artículo 285.2 de la LSC y durante la tramitación de una OPA suponer un acto prohibido por el deber de pasividad por tener la suficiente entidad para poder llegar a impedir el éxito de la oferta, o contribuir a su fracaso?

IV. Concentración económica rResultante de la OPA (fusión por absorción) y su eventual impacto competencial

Si la OPA sale adelante siendo aceptada por los accionistas del Banco Sabadell, supondría la adquisición por parte del BBVA de dicha entidad siendo el objetivo del BBVA materializar dicha compra en una fusión por absorción, pero como se mencionó en el apartado anterior, ha de tenerse en cuenta la normativa de defensa de la competencia, porque dicha fusión, o simplemente, la toma de control resultante de la OPA en caso de que la fusión no se materialice, es una concentración económica y como tal es susceptible de requerir un control por parte de las autoridades de defensa de la competencia. Dicha concentración, además de estar sujeta a la normativa de defensa de la competencia, que regula de forma muy detallada el control de las concentraciones económicas, queda sujeta también a regulación sectorial que añade controles por parte de otros organismos. En este apartado nos centraremos en explicar la posible concentración económica que puede resultar si esta OPA tiene un resultado favorable, a qué controles está sujeta, con especial atención al previsto en el Derecho de defensa de la competencia y cómo encajan dichos controles en el ya explicado procedimiento de OPA, subrayando qué efectos tendría sobre él.

Una fusión por absorción ha sido el objetivo pretendido por el BBVA desde un principio. Al no lograrlo por la vía amistosa³⁰ siguiendo el procedimiento aplicable a las modificaciones estructurales, recogido en el RD ley 5/2023 de 28 de junio, optó por la vía de la OPA, hostil evidentemente, con el objetivo de que si finalmente se autoriza la oferta por la CNMV y se abre el período de aceptación, los accionistas del Banco Sabadell acepten y canjeen sus

28 Salvo actuaciones permitidas como la búsqueda de ofertas competidoras porque la OPA posterior debe como mínimo mejorar la existente.

29 Para más información acerca del deber de pasividad, su origen, alcance y el principio de reciprocidad, véase, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., "El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada por una OPA", *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 2, 2008, pp. 89-136.

30 Dicha fusión se propuso por los administradores del BBVA a los administradores del Banco Sabadell, pero estos la rechazaron (véase *Oferta de compra de BBVA a los accionistas de Banco Sabadell*, sección de Preguntas y respuestas sobre la OPA, segunda pregunta disponible en <https://www.bbva.com/es/bbva-opa-sabadell/> (fecha de última consulta: 12 de mayo de 2025), por lo que no llegó a existir un proyecto de fusión (modificación estructural), en los términos del artículo 4 del RD ley 5/2023 de 28 de junio.

acciones por acciones del BBVA, tomando este último el control de la sociedad afectada e intentando materializarlo en una fusión de ambas entidades por absorción de la sociedad oferente.

Si bien es cierto que, en caso de fusiones amistosas, el procedimiento a seguir sería el previsto en el RD ley 5/2023 de 28 de junio, en el caso analizado el proceso es distinto porque la fusión que pretende BBVA queda circunscrita en la normativa sobre OPA, con la suerte (o infortunio, según se analice) de que, si prospera la oferta, se produzca el canje de acciones (porque la contraprestación en esta OPA son valores, lo lógico en base al resultado que se desea) y con él la fusión por absorción. Es conveniente destacar que, si la OPA sale adelante implicaría, lógicamente, que ha superado todos los controles que en este apartado se explicarán y que ha sido aceptada por los accionistas del Banco Sabadell, lo que supondría, en última instancia, que el BBVA tuviera el control de la referida entidad. Precisamente, la oferente busca como principal objetivo que dicho control obtenido se materialice por medio de una fusión por absorción, pero para que eso ocurra, esta operación deberá pasar todavía por otro control más, que viene a sumarse a los que se explicarán en este apartado. A tales efectos y según la disposición adicional decimosegunda de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito (LOSSEC), en caso de operaciones de modificación estructurales, como lo es una fusión, en las que intervenga un banco, el Ministro de Economía deberá autorizar dicha operación³¹. Pero antes de decidir, deberá solicitar un informe al Banco de España (BdE), al Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (SEPBLAC), a la CNMV (que previamente se habrá pronunciado a favor de la OPA si estamos en este paso) y a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones; para que evalúen la fusión en los ámbitos de su competencia. El plazo para resolver sobre la autorización es de seis meses desde que se recibe la solicitud o desde que esta se completa y, en todo caso, a los doce meses desde la recepción. En caso de silencio, este será desestimatorio.

Una fusión da lugar a una concentración económica y las OPA pueden ser un mecanismo de concentración empresarial. Para poder comprender las concentraciones económicas, debemos partir de una idea básica. La competencia entre empresas es un objetivo esencial en el mercado interior de la UE y en los mercados exteriores. En esta senda, una forma de hacer más competitivas a las empresas es permitir que se reorganicen y reestructuren libremente, pero con seguridad jurídica para los accionistas, trabajadores, acreedores y consumidores. Bajo tales premisas, una forma de reorganización es a través de la concentración de medios productivos, es decir, una concentración económica, vista con buenos ojos desde la UE, como se desprende del considerando 4 del Reglamento (CE) 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas (Reglamento

31 De ahí que el actual Ministro de Economía, D. Carlos Cuerpo, se haya pronunciado diciendo que la última palabra sobre la fusión, la tiene el Gobierno; no por su posible intervención en el procedimiento de control de concentraciones ante las autoridades de defensa de la competencia en lo relativo a la OPA, como se verá más adelante, sino por su papel en la materialización de la adquisición del BBVA, si la OPA sale adelante, en una fusión. Véase ZARZALEJOS, Á. y GIMÉNEZ, Ó., *Economía puede vetar la fusión BBVA-Sabadell, pero no frenar la opa*, 10 de mayo de 2024, disponible en https://www.elconfidencial.com/empresas/2024-05-10/opa-bbva-sabadell-veto-gobierno_3880851/ (fecha de última consulta: 19 de mayo de 2025).

Comunitario de Concentraciones RCC). Estas concentraciones son necesarias, sin que en principio deban considerarse prácticas restrictivas de la competencia³².

Esta perspectiva favorable respecto de las concentraciones económicas se debe a que el control societario es un bien precioso que puede adquirirse por procedimientos diversos. Desde este enfoque, una OPA es un procedimiento que permite en régimen de oferta pública y en un plano de igualdad, dar la oportunidad a todos aquellos que ostentan participaciones en la sociedad, de poder llegar a recibir el plusvalor que ese control, ahora demandado, añade a la cotización singular de sus acciones.

Pero tampoco puede desconocerse que las OPA y las concentraciones económicas van de la mano, tanto es así, que en el ámbito de la UE, durante la elaboración del RCC y de la Directiva de OPA (ambas disposiciones del año 2004), uno de los objetivos fue evitar el conflicto entre ambos procedimientos, objetivo que se logró tanto a nivel de la UE como interno (LDC y RD de OPA). Si bien es cierto que en caso de que pueda existir conflicto, tendrá preferencia la normativa de defensa de la competencia por tener mayor vocación de orden público³³.

Respecto a las concentraciones económicas, debemos partir de un concepto, «se consideran operaciones de concentración los cambios duraderos del control como consecuencia de fusión, o por medio de operaciones en las que una o más empresas adquieran el control sobre la totalidad o parte de una o varias empresas, mediante toma de participaciones en el capital, compra de activos, o contrato (arts. 3.1 RCC y 7.1 y 2 LDC). Lo relevante es que el control confiera la posibilidad de ejercer una influencia decisiva sobre la empresa. Asimismo, se incluirán las operaciones de creación de una empresa en participación (*joint venture*), siempre que la misma desempeñe “de forma permanente todas las funciones de una entidad económica autónoma” (arts. 3.4 RCC y 7.1.c) LDC)»³⁴. A la luz de lo expuesto podemos añadir que una concentración puede tener repercusión sobre varias ramas del Ordenamiento Jurídico. De hecho, una posible combinación o interacción normativa es la que se da en el supuesto de estudio, en el que confluye la normativa de Derecho del mercado de valores (RD

32 TAPIA HERMIDA, A.J., *op. cit.*, pp. 211 y 212. Junto con ello, HERRERO SUÁREZ, C.: “OPA y control de concentraciones”, en AA.VV. (RONCERO SÁNCHEZ, A., Coord.): *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados. Tomo II*, Ed. Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2019, p. 1157, «Las ventajas económicas generalmente asociadas a las empresas de grandes dimensiones y la apertura de mercados cada vez más amplios, obligan a los operadores económicos a salir de su aislamiento y a buscar la cooperación o la unión con otras empresas. Este proceso concentrador, de naturaleza eminentemente económica, puede llevarse a efecto a través de distintos mecanismos jurídicos (adquisición de activos, intercambio de administradores, tomas de participación en el capital unilaterales o recíprocas, fusión, absorción, etc.) que puede comportar, a su vez, distintos grados de integración empresarial, desde la unión económica y jurídica de las empresas participantes (fusión) hasta la constitución de empresas comunes en las que las empresas matrices conservan su autonomía jurídica y económica».

33 Por todo lo expuesto, SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “Ofertas públicas de adquisición y defensa de la competencia”, en AA.VV., *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont. Toma III*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 1995, pp. 3373 a 3378.

34 BROSETA PONT, M., *Manual de Derecho Mercantil Volumen I, Introducción y estatuto del empresario. Derecho de la competencia y de la propiedad industrial. Derecho de sociedades*, (MARTÍNEZ SANZ, F. Ed.), 30º ed., Ed. Tecnos, Madrid, 2023, p. 187.

de OPA) y el Derecho de competencia (control de concentraciones económicas). Puede que la OPA se formule una vez ejecutada la operación de concentración o que, como en nuestro caso, la OPA sea la causa de la concentración. Los procedimientos se deben coordinar para que no choque la celeridad que caracteriza a las operaciones en el mercado de valores, con el concienzudo control de concentraciones, de ahí los ya mencionados artículos 9.3 LDC y 26 del RD de OPA, prevaleciendo la normativa de competencia sobre la de OPA, ya que esta no se podrá ejecutar si da lugar a una concentración no autorizada por las autoridades de defensa de la competencia.

El elemento esencial para determinar si estamos o no ante una concentración económica es la noción de control, «que, como consecuencia de la concentración, se lleve a cabo una unificación del poder de decisión en el seno de las empresas participantes, una pérdida de la independencia decisoria de, al menos, una de las empresas afectadas. Cuando el acuerdo no provoca una modificación real en la organización de la gestión o en las relaciones de propiedad, sino únicamente una coordinación del comportamiento en el mercado de empresas que se mantienen económicamente independientes, no estaremos en presencia de una concentración, sino de una práctica colusoria. (...) Toda concentración presupone una modificación de la estructura de las empresas que participan en la misma, pero no toda modificación de la estructura de las empresas da lugar a una concentración. Tanto el RCC (art.3), como la LDC (art.7), centran la esencia de una concentración en la existencia de un cambio duradero de control enumerando a continuación dos formas básicas de concentración empresarial: la fusión económica y la adquisición de control, dentro de la cual podemos incluir como una subespecie la constitución de una empresa común»³⁵. Es un concepto de control distinto al usado por ejemplo en el RD de OPA para determinar cuándo una adquisición de control obliga a formular una OPA, basado bien en obtener el poder de imponer decisiones o de bloquear la adopción de decisiones estratégicas.

Sabiendo que el resultado de la OPA analizada sería una toma de control esta operación encaja en el concepto de concentración económica del artículo 3 RCC y 7 LDC. Nos queda saber si dicha concentración será de tal dimensión que requerirá ser controlada por las autoridades de defensa de la competencia ya sea de la UE (en tal caso, la Comisión Europea) o nacionales (la CNMC), puesto que es posible que una OPA no dé lugar a una concentración económica a los efectos de aplicar las normas de control³⁶.

35 HERRERO SUÁREZ, C., *op. cit.*, pp. 1160 y 1161.

36 *Ídem*, pp. 1164 y 1165, «El fenómeno concentrativo al que las normas de competencia se refieren está basado en la modificación de la estructura de «las empresas afectadas»; lo que deslinda claramente la concentración empresarial de los casos de crecimiento interno de las empresas, al presuponer necesariamente, la vinculación entre, al menos, dos empresas. Por tanto, no habrá concentración en los supuestos de reestructuración interna dentro de un grupo de empresas, como por ejemplo, en los casos en que una empresa, pese a tener una participación en el capital de una sociedad cotizada por debajo del 30%, ejerce, al menos desde la perspectiva del Derecho de la competencia, control sobre ésta. Si decidiera incrementar su participación por encima del 30% se desencadenaría la obligación de formular una OPA, pero no sería precisa la intervención de las autoridades de competencia dado que no existe un cambio en la estructura de control y, por tanto, una operación de concentración económica».

Nótese que solo son objeto de control por parte de la Comisión Europea las operaciones de concentración de dimensión comunitaria que puedan afectar al mercado común por involucrar a varios Estados miembros. Son los apartados 2 y 3 del artículo 1 del RCC los que nos indican los umbrales para apreciar la existencia de dimensión comunitaria. Por su parte, la CNMC controlará aquellas concentraciones en las que concurra al menos una de las circunstancias del artículo 8.1 LDC. Para poder aplicar estas normas, el dato a tener en cuenta es el volumen de negocios de ambas empresas involucradas, al cierre de 2024 (año en el que se formuló la OPA), el volumen de negocios del Banco Sabadell se distribuía en los siguientes porcentajes: 85 % España, 5 % Reino Unido y una presencia marginal en Estados Unidos y México. Por su parte, el volumen de negocios del BBVA en 2024 se repartía de la siguiente manera: 49 % México, 34 % España, 6 % Turquía, 6 % América del sur y 5 % en el resto de Europa, Estados Unidos y Asia³⁷. A partir de estos datos y de la lectura conjunta de los artículos señalados, podemos concluir que la toma de control resultante de la OPA y la posible fusión posterior, no es una concentración de dimensión comunitaria. En cambio, sí que estamos ante una concentración económica susceptible de control interno, porque se cumple al menos un criterio de los exigidos por el artículo 8.1 LDC. Se trata del previsto en el apartado b), en virtud del cual, se considera que una concentración tiene dimensión nacional a efectos de control por parte de la CNMC, si el volumen de negocios en España de ambos participantes supera los 240 millones de euros, siempre que al menos dos de los participantes (en nuestro caso los únicos dos), de forma individual tengan en España un volumen de negocios superior a 60 millones de euros. Atendiendo a los datos expuestos anteriormente, vemos como este criterio se cumple. Sirva resaltar, eso sí, que la aplicación del apartado a) queda negada por muy poco, porque si se fusionan ambas entidades su cuota de mercado no llegaría al 30 % en ningún ámbito³⁸.

Por lo tanto, a partir de aquí, centraremos nuestra explicación en el procedimiento de control de concentraciones interno regulado en los artículos 7 a 10 y 55 a 60 LDC y en el RDC. Verificado que es necesario el control de la CNMC, dicha operación de concentración se debe notificar a esta entidad con anterioridad a su ejecución (artículo 9.1 LDC con atención al 9.3 en caso de OPA). En nuestro caso, el plazo es de 5 días desde que se presenta ante la CNMV la solicitud de autorización de la oferta o antes incluso de ese evento. Con la notificación comienza el procedimiento de control (artículo 55.1 LDC) que acabará bien con la autorización simple o con condiciones, bien con la denegación.

37 Datos obtenidos de: Informe anual del Banco Sabadell para el ejercicio de 2024, sección 3 sobre el Informe de Gestión consolidado, apartado “Negocios”, disponible en <https://www.grupbancsabadel.com/memoria2024/es/>; y en el Informe del cuarto trimestre de 2024 del BBVA, en la sección de “Áreas de negocio”, disponible en <https://accionistaseinversores.bbva.com/informes/informe-4t24-areas-negocio/> (por ambos, fecha de última consulta: 12 de mayo de 2025).

38 Información obtenida de: DE LAS HERAS, I., *Con la fusión BBVA-SABADELL, tres bancos sumarian el 80% de los activos en España*, 5 de mayo de 2024, disponible en <https://www.lavanguardia.com/dinero/20240505/9613572/fusion-bbva-sabadell-tres-bancos-sumarian-80-activos-espana.html> (fecha de última consulta: 12 de mayo de 2025).

El procedimiento se divide en varias fases³⁹, aquí expuestas de forma sintética por mera cuestión de disponibilidad de páginas.

Una primera de instrucción (artículo 57 LDC) donde la Dirección de Investigación elaborará un informe sobre el que el Consejo de la CNMC resolverá en el plazo de un mes desde la recepción de la notificación en la CNMC (artículo 36.2 a) LDC). Dicha resolución podrá (i) autorizar la operación; (ii) quedar subordinada la aceptación al cumplimiento de compromisos propuestos por los notificantes⁴⁰; (iii) acordar iniciar la segunda fase cuando se considere que la concentración puede obstaculizar la competencia efectiva en todo o parte del mercado nacional; (iv) acordar la remisión de la concentración a la Comisión Europea por entender que tiene dimensión comunitaria; o, finalmente (v) acordar el archivo de las actuaciones.

Si, como en la OPA analizada se acuerda abrir la segunda fase (artículo 58 LDC), esta se hará pública, respetando en todo momento los aspectos confidenciales, y se pondrá en conocimiento de las personas físicas y jurídicas que puedan resultar afectadas, así como del Consejo de Consumidores y Usuarios, para que presenten alegaciones si lo consideran. La Dirección de Investigación elaborará un pliego con los posibles obstáculos para la competencia que puedan derivar de esta concentración y se lo remitirá a los interesados, para que en el plazo de 10 días aleguen lo que a su derecho convenga. Es posible que se celebre una vista ante el Consejo de la CNMC a solicitud de la parte notificante de la concentración. Revisadas las alegaciones, la referida Dirección, remitirá al Consejo una propuesta de resolución definitiva para que el Consejo resuelva. El plazo de duración de esta segunda fase será, como regla general, de 3 meses desde la fecha en que se acordó su apertura [artículo 36.2 b) LDC]. La segunda fase podrá acabar de alguna de estas maneras: (i) autorizando la operación; (ii) subordinando la autorización al cumplimiento de compromisos propuestos por los notificantes o condiciones; (iii) prohibiendo la concentración; o, (iv) archivando las actuaciones. Esta resolución de la segunda fase además de a los interesados se comunicará al Ministerio de Economía.

Si en segunda fase, la CNMC prohibió la concentración o la subordinó al cumplimiento de compromisos o condiciones, el Ministro de Economía podrá, en el plazo de 15 días⁴¹ desde la recepción de la resolución de la segunda fase (artículo 36.3 LDC), elevar la decisión sobre la

39 Para una información más esquematizada acceda a la página web de la CNMC, *Fusiones y adquisiciones*, disponible en <https://www.cnmc.es/vigilamos-la-competencia/fusiones-y-adquisiciones> (fecha de última consulta: 12 de mayo de 2025).

40 Según el artículo 59 LDC, «1. Cuando de una concentración puedan derivarse obstáculos para el mantenimiento de la competencia efectiva, las partes notificantes, por propia iniciativa o a instancia de la Comisión Nacional de la Competencia, podrán proponer compromisos para resolverlos. 2. Cuando se propongan compromisos, el plazo máximo para resolver y notificar el procedimiento se ampliará en 10 días en la primera fase y 15 días en la segunda fase. 3. Los compromisos propuestos por las partes notificantes podrán ser comunicados a los interesados o a terceros operadores con el fin de valorar su adecuación para resolver los problemas para la competencia derivados de la concentración así como sus efectos sobre los mercados».

41 Hábiles, a contar a partir del día siguiente al del hecho que lo inició, ya que estamos ante una actuación de un Ministro, cabeza de un departamento de la Administración General del Estado por lo que es de aplicación al cómputo de plazos por días, el artículo 30 apartados 2 (primer párrafo) y 3 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.

concentración al Consejo de Ministros (artículo 60.1 LDC) por razones ya no de competencia sino de interés general (tercera fase del control). Es de rigor recalcar que la decisión de la CNMC no será eficaz ni ejecutiva y no pondrá fin a la vía administrativa, hasta que el Ministro⁴² resuelva o expire el plazo para ello o, si decide elevar, hasta que resuelva el Consejo de Ministros (artículo 58.6 LDC). En el supuesto de elevación al Consejo de Ministros, este último tendrá un plazo de un mes (artículo 36.4 LDC) para decidir si confirma la resolución de la CNMC o autoriza la concentración con o sin condiciones, debiendo resolver atendiendo a criterios de interés general distintos de la defensa de la competencia, y pudiendo antes de resolver, solicitar un informe a la CNMC. En lo que respecta a los plazos, hay que indicar las consecuencias en caso de silencio, pues si este ocurre, tendrá la consideración de silencio positivo (artículo 38 apartados 2, 3 y 4 LDC).

Los aspectos más analizados en el control de una concentración por las autoridades de defensa de la competencia son según el artículo 10 LDC, el examen de las cuotas porcentuales de mercado, el grado de concentración existente en el mercado relevante (en nuestro caso sería en el sector de la banca) con carácter previo como el que existiría si prospera la operación (el previsible), y su prolongación en el tiempo. Es decir, la CNMC debe hacer un juicio ponderando las ventajas económicas de la operación y las lesiones a la competencia para apreciar si las primeras contrarrestan a las segundas.

En el supuesto de estudio, la controversia que se plantea es la posibilidad de que, tras la toma de control y posterior fusión, el mercado de la banca española se convierta en un oligopolio controlado por los tres bancos con mayor cuota de mercado, a saber, Banco Santander, BBVA + Banco Sabadell y CaixaBank. Si acudimos al último Informe Anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación, de fecha de 2024⁴³, vemos que el número de sociedades cotizadas en las bolsas españolas no es tan elevado como se podría pensar⁴⁴ y podemos apreciar que hay una tendencia a la concentración. Esta perspectiva es aún más evidente si consultamos la tabla de sociedades cotizadas por sector⁴⁵, siendo el financiero uno de los más concentrados con 15 SAC, de las cuales 8 son bancos. Si la OPA sale adelante, ese número se reduciría a 7. El sector bancario, en fin, es un sector muy concentrado, de ahí que se pongan tantos obstáculos a esta OPA (como ya se apreciará en el apartado siguiente).

Efectivamente, la sombra del oligopolio sobrevuela esta operación porque si prospera, las cuotas de mercado se repartirían prácticamente entre tres grandes bancos⁴⁶.

42 Se utiliza el masculino genérico como fórmula verbal comprensiva de ambos géneros y en aras de evitar reiteraciones excesivas.

43 Disponible en la página web de la CNMV, *Informe anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación*, <https://www.cnmv.es/portal/publicaciones/informes?lang=es> (fecha de última consulta: 12 de mayo de 2025).

44 129 a finales de 2024. Una más que en 2023 donde se contabilizaban 128, aunque una menos que en 2022 donde fueron 130, según el informe anual de 2023).

45 Página 41 del informe de 2023 puesto que en el de 2024 no consta dicha tabla por sectores,

46 Véase de nuevo, DE LAS HERAS, I., *Con la fusión BBVA-SABADELL, tres bancos sumarían el 80% de los activos en España*, 5 de mayo de 2024, disponible en <https://11nq.com/yv1SM> (fecha de última consulta: 12

Sería conveniente explicar los efectos de este control sobre el ya explicado procedimiento de OPA ya que ambos coexisten en el tiempo y se condicionan.

Como hemos visto en varias ocasiones, según el artículo 9.3 LDC el procedimiento de OPA puede seguir adelante si se cumplen los requisitos del citado artículo⁴⁷. En esta OPA, el proceso ante la CNMV se paralizó porque esta autoridad decidió que creía más conveniente esperar a que las autoridades de defensa de la competencia se pronunciaran, para evitar dar el visto bueno a una OPA que, por controvertida, pueda luego no poder ejecutarse.

Siendo así, hemos de preguntarnos, ¿cómo afectaría el resultado del control de concentraciones al procedimiento de OPA? La respuesta, como casi siempre ocurre en Derecho, se hace depender de otras cuestiones. En particular, depende de si la OPA se condicionó o no, según permite el artículo 26 del RD de OPA.

En el caso analizado la OPA está condicionada a la autorización de la CNMC y de la *Prudential Regulation Authority* (PRA), y a la aceptación mínima de la mitad de los derechos de voto efectivos del Banco Sabadell. En el caso de condicionar la OPA a la autorización de la CNMC, nos encontramos con distintos escenarios previstos en el artículo 26 RD de OPA.

Si la OPA es aceptada por la CNMC sin condiciones, esta surtirá plenos efectos, será irrevocable y desaparece, si no lo había hecho ya por dispensa, la prohibición del artículo 9.3 b) LDC.

Si la OPA se prohíbe, será ineficaz, al igual que las aceptaciones recibidas, corriendo a cargo del oferente los gastos ocasionados y en el caso de estar ante un supuesto de OPA obligatoria por toma de control, se deberá reducir el porcentaje de control en el plazo de tres meses.

Por último, si la OPA es autorizada, pero con condiciones, o ha transcurrido el plazo de aceptación sin pronunciamiento expreso ni tácito de la CNMC, se da margen de decisión al oferente, que podrá desistir si lo indicó previamente en el folleto o en una declaración complementaria de la oferta o podrá renunciar a la condición. Si desiste, la oferta deviene ineficaz al igual que las aceptaciones. Si, por el contrario, renunciase a la condición y continuara con la OPA, como una oferta no condicionada (artículo 26.1 *in fine* RD de OPA), asumiría el riesgo del resultado definitivo del proceso de control de la operación de concentración.

Condicionar la OPA, sin duda, es ventajoso porque «al vincular inicialmente la suerte de la OPA a la de la concentración, evita el riesgo de tener que proceder a una desconcentración en condiciones desfavorables en el caso de que una vez producida la concentración la decisión de la autoridad de competencia sea negativa».

de mayo de 2025). Para consultas ver las cuotas de mercado en el ámbito de depósitos y de activos (préstamos), por separado sin unir a las entidades participantes en esta OPA, LARROUY, D., *La concentración bancaria deja a cuatro entidades gestionando dos tercios de los depósitos en España*, 11 de marzo de 2024, disponible en <https://sl1nk.com/BSBmS> (fecha de última consulta: 12 de mayo de 2025).

⁴⁷ Que son la notificación a la CNMC a efecto de control, y que, respecto a las acciones que pueda adquirir el oferente mientras se tramita el control de la concentración, no se podrán ejercer los derechos de voto inherentes a esos valores, salvo para salvaguardar la inversión si la CNMC dispensa (por ejemplo cuando en junta se vaya a acordar la venta de activos que reduzcan el valores de la sociedad afectada, redundando de forma negativa en el valor de la operación); si se vota sin la dispensa ese voto será nulo a efectos de poder impugnar el acuerdo de la junta si se trató de un voto decisivo (artículo 204.3 LSC).

Las condiciones que el oferente pueda establecer, limitan su vigencia al plazo de aceptación. Puede que por eso la CNMV, en el caso analizado, suspendiera su decisión hasta que la CNMC se pronunciara. Parecía lo más sensato, en lugar de seguir adelante con un asunto controvertido, que seguramente iría a la segunda fase o incluso a la tercera del control de concentraciones, como es el caso. Si se previera que el asunto va a acabar en la primera fase del control, que dura máximo un mes, no habría problema porque el plazo de aceptación es de máximo setenta días naturales, pero como en este caso no estaba clara la postura de la CNMC, parecía imprudente seguir adelante con la OPA. Máxime cuando, si se seguía y la OPA era aceptada sin haberse pronunciado aún la CNMC, la oferta o bien sería desistida por el oferente o continuaría como oferta no condicionada y pendiente su ejecución de la CNMC⁴⁸.

Para finalizar, al margen del artículo 26.1 RD de OPA, es posible que la regulación sectorial establezca sus propios controles. Así lo prevé el artículo 26.2 RD de OPA, al hacer referencia a la posibilidad de que la OPA esté supeditada a la autorización, no oposición o simple notificación previa de la misma, por parte de otros organismos. Puede incluso solicitarse la autorización de la OPA a la CNMV sin haber solicitado lo pertinente a los respectivos organismos, pero la CNMV no autorizará la OPA hasta que no se acredite haber obtenido la autorización, no oposición, o haber hecho la notificación, según proceda, salvo que hayan transcurrido los plazos para el silencio administrativo positivo. Se desprende de lo anterior, que tiene más prioridad esta supervisión que el control de concentraciones porque este último no suspende el procedimiento de la OPA.

La regulación sectorial puede exigir: (i) autorización preceptiva⁴⁹; (ii) una simple notificación; o, (iii) la falta de oposición⁵⁰. En el sector crediticio, que es el que nos ocupa, el artículo 4.1 c) del Reglamento (UE) n° 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013, atribuye al Banco Central Europeo (BCE) competencias específicas en materia de adquisición y venta de participaciones cualificadas en entidades de crédito (salvo en caso de resolución de una entidad bancaria). Por lo tanto, cuando un operador adquiere una participación significativa en una entidad supervisada, como es el caso, se debe seguir el procedimiento previsto en el artículo 15 de dicho Reglamento, según el cual, toda notificación sobre la adquisición de una participación significativa en una entidad de crédito establecida en un Estado miembro que sea parte del MUS, como España, debe presentarse a las autoridades de supervisión del Estado miembro en el que esté establecida la entidad, en nuestro caso, al BdE, según lo que establezca la legislación nacional⁵¹.

⁴⁸ En relación a cuanto venimos sosteniendo, HERRERO SUÁREZ, C., *op. cit.*, pp. 1173 a 1176; en explicación de MARCOS FERNÁNDEZ, F.: “Anuncio, presentación y autorización de la oferta-Comentario al artículo 26 RD 1066/2007”, en AA.VV. (GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., Dir.): *La regulación de las OPAs – Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*, Ed. Thomson Reuters, Navarra, 2009, pp. 523 a 529.

⁴⁹ Como el sector armamentístico y defensa nacional, artículos 13.4 y 5 RD 137/1993 de 29 de enero.

⁵⁰ MARCOS FERNÁNDEZ, F., *op. cit.*, pp. 530 a 549.

⁵¹ La Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, define en sus artículos 22 a 27 el procedimiento y criterios para evaluar la adquisición de participaciones significativas en

La entidad nacional evaluará la adquisición propuesta y transmitirá al BCE, al menos diez días laborables antes de que expire el plazo de evaluación⁵², la notificación junto con una propuesta de decisión de oponerse o no. De ahí, que el BCE se haya pronunciado sobre esta OPA, como se indicará más adelante y que el BdE se limitara a remitir un informe al BCE para que este decidiera⁵³.

Otras entidades que deben intervenir en esta OPA son las competentes en materia de supervisión bancaria o defensa de la competencia de otros Estados en los que operen las sociedades involucradas, como es el caso de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México (en lo sucesivo CNBV México), país donde BBVA tiene el mayor porcentaje de volumen de negocio. También se ha condicionado la oferta a la autorización de PRA que es parte del Banco de Inglaterra y es responsable de la supervisión prudencial de entidades financieras, controlando entre otras materias, las adquisiciones significativas. Como el Banco Sabadell es propietario de TSB Bank (adquirido en 2015 a través de una OPA y que es ahora una de sus filiales), entidad bancaria con sede y operaciones en Reino Unido y sometida a la normativa inglesa, cualquier cambio de control indirecto sobre TSB Bank lo debe controlar PRA.

V. Iter de la OPA del BBVA al Banco Sabadell

En este último apartado procederemos a explicar cuál ha sido el recorrido de esta OPA. Dada la vigencia del tema tratado, la información obtenida sobre el *iter* de la OPA se ha sustentado

entidades de crédito por las entidades supervisoras nacionales, sin perjuicio de que la supervisión directa es competencia del Banco Central Europeo. Dicha Directiva ha sido transpuesta al Ordenamiento Jurídico español por medio de la LOSSEC y el Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, que desarrolla la LOSSEC. Es el artículo 17.1 de la LOSSEC el que establece el deber de notificación previa por parte del potencial adquirente de la participación significativa de una entidad de crédito española; el artículo 18 indica que el BdE examinará la notificación previo informe de SEPBLAC. El procedimiento de examen de la notificación por parte del BdE se desarrolla en el RD 84/2015, en sus artículos 23 a 28, destacar que la función del BdE consiste en evaluar la adquisición propuesta y elevar al Banco Central Europeo una propuesta de decisión para que este se oponga o no a la adquisición. Para la evaluación, el BdE debe atender a los criterios establecidos en el artículo 25.1 del RD 84/2015, atendiendo al informe de SEPBLAC que deberá solicitar tan pronto como reciba la notificación del artículo 17.1 LOSSEC.

52 Según el artículo 25.3 del RD 84/2015, «La decisión de oposición o no oposición a la adquisición de una participación significativa deberá adoptarse en un plazo máximo de sesenta días hábiles, a contar desde la fecha en que el Banco de España haya efectuado el acuse de recibo de la notificación, para realizar la evaluación a la que se refiere el apartado 1. El acuse de recibo se realizará por escrito en el plazo de dos días hábiles a contar desde la fecha de la recepción de la notificación por el Banco de España, siempre que esta se acompañe de toda la información que resulte exigible conforme al artículo 24 y en él se indicará al adquirente potencial la fecha exacta en que expira el plazo de evaluación. Si la notificación no contuviera toda la información exigible, se requerirá al adquirente potencial para que, en un plazo de diez días, subsane la falta o acompañe la información preceptiva, con indicación de que, si así no lo hiciera, se le tendrá por desistido de la adquisición propuesta». Y como indica el artículo 25.5 *in fine* de esta misma norma, «Si no existiese pronunciamiento en el plazo de sesenta días hábiles previsto en el apartado 3 se entenderá que no existe oposición».

53 Véase, DE LAS HERAS, I., *El Banco de España Traslada al BCE un informe a favor de la opa del BBVA sobre el Sabadell*, 30 de agosto de 2024, disponible en <https://11nq.com/y4rfS> (fecha de última consulta: 12 de mayo de 2025).

necesariamente en la documentación publicada a través de las páginas webs oficiales de los organismos involucrados⁵⁴, así como las de las partes⁵⁵ y, de forma complementaria, en información periodística. Esta operación se ha prolongado mucho en el tiempo, más de un año, dada la envergadura de la misma y la controversia que ha suscitado, es por ello, que han sido muchos los acontecimientos ocurridos y dados los límites de este trabajo, nos centraremos en destacar los más trascendentes a nuestro juicio.

Los orígenes de esta OPA se remontan más allá de su anuncio como Información Privilegiada (IP) en la CNMV el 9 de mayo de 2024. Hemos de retroceder al año 2020, cuando el 16 de noviembre ambas entidades confirman a la CNMV haber iniciado conversaciones con el propósito de lograr una fusión por absorción, pero aclaran que aún no han llegado a ninguna decisión y no hay certeza de que la fusión ocurra⁵⁶. Tanto es así, que el 27 del mismo mes, ambas entidades comunican haber concluido las negociaciones sin haber llegado a un acuerdo. Según el Banco Sabadell, por discrepancias respecto a la ecuación de canje⁵⁷. Cuando parecía que todo se quedaría en un mero intento fallido y ya en 2024, el 30 de abril, el BBVA confirma como IP las noticias publicadas en la prensa sobre un nuevo intento de retomar las negociaciones iniciadas en 2020. En la citada IP, la entidad vasca asegura haber trasladado el Presidente del Consejo de Administración del Banco Sabadell, el interés del Consejo de Administración del BBVA de retomar las negociaciones para una fusión. Por su parte el Banco Sabadell confirma haber recibido una propuesta de fusión⁵⁸.

54 Nos referimos concretamente a la página web de la CNMV que nos permite acceder a Información Privilegiada y a Otra Información Relevante, que las dos entidades participantes en la operación han ido remitiendo a la CNMV, es posible acceder a los buscadores de esta información en las siguientes direcciones <https://11nq.com/3Yv6F> y <https://www.cnmv.es/portal/otra-informacion-relevante/consulta-oir?lang=es>, solo es necesario filtrar la búsqueda por entidad y en la categoría concreta marcar OPA y también a los efectos de esta operación, Operaciones corporativas (fecha de última consulta: 21 de mayo de 2025). Junto a la CNMV, la CNMC también tiene un expediente abierto en su página web para esta operación, disponible en <https://www.cnmc.es/expedientes/c147024> (fecha de última consulta: 21 de mayo de 2025).

55 Destaca la página web del BBVA que permite acceder a distintos apartados de información sobre la OPA como un calendario orientativo e interactivo que te permite acceder a documentación relevante que a su vez ha sido publicada en la página web de la CNMV en aras de cumplir con la obligación de transparencia en los mercados. *Oferta de compra de BBVA a los accionistas de Banco Sabadell*, disponible en <https://www.bbva.com/es/bbva-opa-sabadell/> (fecha de última consulta: 21 de mayo de 2025).

56 Confirmación de inicio de negociaciones disponible como Información Privilegiada del BBVA y del Banco Sabadell en <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?t=%7b5d0a0b33-7b27-48f3-8f35-5669d82240eb%7d> y en <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?t=%7b3b8bf4d1-48eb-4872-a5c7-3ca3b5b49300%7d> (por ambas fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025).

57 Comunicación sobre el fin de las negociaciones disponible como Información Privilegiada del BBVA y del Banco Sabadell en <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?t=%7b07f3457b-f4e6-4af1-a220-9d9ab0a3d951%7d> y en <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?t=%7b97a7e62d-4e6d-41b4-9076-bbd24add6325%7d> respectivamente (por ambas fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025).

58 Comunicación sobre la propuesta de retomar las negociaciones disponible como Información Privilegiada del BBVA y del Banco Sabadell en <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?t=%7bed654bc9-9eff-47bc-80a3-2da26bd7049f%7d> y en <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?t=%7bfb44508d-e465-4e7b-a179-aa1cb1fd5fef%7d> respectivamente (por ambas fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025).

A dicha propuesta de fusión tuvimos acceso un día después, el 1 de mayo de 2024. De ella podemos destacar varios aspectos. El BBVA comienza indicando que la fusión sería ventajosa para ambas entidades, sus accionistas, empleados, clientes y las sociedades en las que operan. Prevé que se convertirían en líderes europeos con mayor capacidad para apoyar a la sociedad y, según expresa, «La entidad combinada sería más sólida y eficiente, y un referente en el mercado por volumen de activos, créditos y depósitos. Seríamos mejores facilitadores del flujo de crédito a familias y empresas de todo tamaño». En suma, serían una entidad más competitiva y rentable a pesar de que se prevén bajadas en los tipos de interés y un menor crecimiento de la inversión crediticia en Europa. Seguidamente, se centra en destacar que tanto BBVA como el Banco Sabadell tienen modelos de negocio complementarios «Banco Sabadell es el referente en España en el segmento de empresas y, al igual que BBVA, tiene un claro liderazgo en digitalización y sostenibilidad. Además, su presencia en Reino Unido se sumaría a la escala global de BBVA y su liderazgo en México, Turquía y América del Sur. Por todo ello la entidad fusionada sería el mejor socio financiero de familias y empresas, con una mejor oferta de productos y cobertura de clientes, y una mayor capacidad de acompañar a las empresas en su expansión internacional». A continuación, el BBVA procede a enumerar ciertas medidas relativas a la ejecución de la fusión, destacando, entre otras, las siguientes: (i) crear un comité de integración con representantes de ambas entidades; (ii) conformar un Consejo asesor para España con relevancia institucional y comercial; (iii) durante la ejecución de la fusión, se propone que tres miembros del Consejo de Administración del Banco Sabadell elegidos de común acuerdo se incorporen al del BBVA como consejeros no ejecutivos y que uno de ellos sea propuesto como Vicepresidente; (iv) en su propuesta el BBVA, a sabiendas de la importancia de Cataluña para el Banco Sabadell, le dedica unas medidas especiales, confirmando que la entidad resultante tendrá una doble sede operativa (Madrid y Barcelona) y aunque la denominación social y la marca sean las del BBVA se podrá mantener también el uso de la marca Banco Sabadell en regiones y negocios en los que tenga un interés relevante, como Cataluña o Valencia; (v) incluso el BBVA confirma que mantendrá su política de remuneraciones a los accionistas. Finalmente, destacar que el canje propuesto por el BBVA para esta fusión era de una acción de nueva emisión del BBVA (tras un aumento de su capital social) por cada 4,83 acciones del Banco Sabadell (cuyo precio equivalente en efectivo es de 2,26€ por acción del Banco Sabadell). Asimismo, el éxito de la fusión se condicionaba a obtener las autorizaciones del Ministerio de Economía y de la CNMC⁵⁹.

El 6 de mayo de 2024 nos encontramos con una IP del Banco Sabadell rechazando la propuesta de fusión porque tras haberla estudiado, consideraron que infravaloraba de forma significativa el proyecto del banco y sus perspectivas de crecimiento como entidad independiente. Además, con motivo de las noticias sobre la propuesta de fusión, detectaron una caída en el valor de las acciones del BBVA en bolsa, lo que les genera aún más incertidumbre

59 Propuesta de fusión disponible como Información Privilegiada del BBVA en <https://www.cnmv.es/web-services/verdocumento/ver?t=%7b1b116f6c-e5a2-425e-90c0-be4c6c9c36c5%7d> (fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025).

sobre el valor de la propuesta. En definitiva, deciden rechazarla por no satisfacer, según ellos, el interés del banco y de sus accionistas⁶⁰.

Como se sabe ahora, BBVA no se dio por vencido y acudió a otras vías, soslayando a los administradores y enfocando la estrategia comercial hacia otro objetivo, por lo que optó por anunciar el 9 de mayo de 2024 una OPA dirigida a los accionistas del Banco Sabadell. El anuncio se remitió, junto con una nota de prensa y una presentación dirigida a los analistas de la entidad como IP a la CNMV. Tenemos que decir, que la oferta anunciada no dista mucho de la propuesta de fusión, al margen de los aspectos formales que debe cumplir el anuncio de una OPA según el artículo 16 del RD de OPA. BBVA se presenta como oferente indicando su domicilio social, capital social y número de acciones en las que este se divide, hace contar que se trata de una OPA voluntaria, y que BBVA es titular de acciones del Banco Sabadell que representan un 0,1829% de su capital social, pero que ni sus administradores ni otras sociedades de su grupo tienen participaciones en la sociedad afectada. Además, deja establecido que no ha nombrado a fecha del anuncio a ningún miembro del Consejo de Administración de la sociedad afectada. Seguidamente, procede a identificar a la sociedad afectada indicando los mismos datos que utilizó para presentarse y recoge que la OPA es total porque se dirige a todas las acciones emitidas de la sociedad afectada y, por lo tanto, a todos sus accionistas. La contraprestación ofrecida es la misma que se establecía como tipo de canje en la fusión, pero con un matiz. Ahora, el precio en efectivo equivalente pasa de 2,26€ por acción del Banco Sabadell a 2,12€, pues como OPA voluntaria, no está sujeta a las reglas del precio equitativo que sí afectan a las OPA obligatorias.

El anuncio continúa indicando que será necesario que la CNMV autorice la oferta, así como la notificación previa al BdE y la no oposición del BCE, en los términos del artículo 26.2 del RD de OPA, al remitirnos a la normativa sectorial, como ya se explicó *ut supra*. Por su parte, también condiciona la oferta a: (i) la aceptación de la OPA por accionistas del Banco Sabadell que representen al menos el 50,01% de su capital social; (ii) la aprobación por la junta general del BBVA del aumento del capital social; (iii) la obtención de la autorización de la CNMC y de PRA. Luego, es cierto que enumera una serie de autorizaciones necesarias pero que no incluye como condicionantes. Para finalizar, se reserva el derecho a exigir la venta forzosa a los accionistas del Banco Sabadell que no acepten, en los términos del artículo 47 RD de OPA.

A pesar de que su objetivo es que la OPA se materialice en una fusión, si esta no es posible, tampoco se echaría atrás con la oferta pudiendo llegar a aceptar que ambas entidades queden como independientes pero controladas por el BBVA, e indica que para más información habrá que estar al folleto que se publique si la CNMV aprueba la OPA⁶¹.

60 Rechazo a la propuesta de fusión disponible como Información Privilegiada del Banco Sabadell en <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?t=%7b51c99832-6cf1-4e51-970d-75191852b5c9%7d> (fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025).

61 Página web del BBVA sección de preguntas frecuentes, sección de Impactos de la transacción, quinta pregunta, en la que se afirma que incluso sin fusión, la operación es atractiva *Oferta de compra de BBVA a los accionistas de Banco Sabadell*, disponible en <https://www.bbva.com/es/bbva-opa-sabadell/>, idea de la posible no fusión, que encontramos también en prensa BAYÓN, Á., *El BBVA mantiene la puerta abierta a una opa sin*

Junto al anuncio publicó una nota de prensa en la que informaba que en la entidad resultante de la OPA y posterior fusión, los accionistas del Banco Sabadell tendrían un 16% de participación y reiteraba que ambas entidades se complementan, como ya hizo en la propuesta de fusión⁶².

Con el anuncio de la OPA, el 9 de mayo de 2024 comenzó el procedimiento previsto en el RD de OPA. En su virtud, el BBVA tenía un mes para solicitar la autorización de la OPA ante la CNMV (artículo 17 RD de OPA), y eso hizo, al presentar la solicitud de autorización el 24 de mayo de 2024 como OIR⁶³.

Tras la solicitud, la CNMV tenía siete días hábiles para admitirla o no, lo que daría como fecha límite el 4 de junio de 2024. Sin embargo, se pronunció más tarde, el 11 de junio de 2024, porque el plazo de siete días no empezó a contar hasta que la solicitud no fue definitivamente completada el 4 de junio de 2024, lo que dejaba de margen a la CNMV hasta el 13 de junio de 2024. En su comunicado la CNMV admitió a trámite la solicitud y dejó constancia de que no autorizaría la oferta hasta que no se acreditaran las notificaciones, autorizaciones o no oposiciones sujetas al artículo 26.2 RD de OPA⁶⁴. A partir de esta admisión, la CNMV debería haberse pronunciado sobre la autorización en el plazo de 20 días hábiles, pero como ya se ha indicado, la entidad tomó una decisión sensata a los efectos de proteger el mercado de valores, es decir, no pronunciarse hasta que la CNMC autorizara la concentración resultante de la OPA⁶⁵. Por lo tanto, desde el 11 de junio de 2024, el procedimiento de OPA ante la CNMV se mantiene paralizado, sin perjuicio de algunos eventos acontecidos que se indicarán más adelante.

En paralelo, se inició el control de la concentración económica resultante de la OPA ante la CNMC, a través de una notificación recibida en dicha entidad el 31 de mayo de 2024⁶⁶.

fusión tras la consulta del Gobierno, 9 de mayo de 2025, disponible en <https://sl1nk.com/4WQdi> (por ambas, fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025).

62 Por todo lo expuesto, anuncio de la OPA y nota de prensa disponibles como Información Privilegiada del BBVA en <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?t=%7b405fa0e8-a5ef-442e-a060-248c31ba841e%7d> y <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?t=%7b213d4a9d-8478-4f1d-9d85-cebba636ac4%7d> (por ambas, fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025).

63 Solicitud de autorización de la OPA presentada por el BBVA como Otra Información Relevante a la CNMV disponible en <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?t=%7b06a9242f-05cb-419b-b579-8924802d32f4%7d> (fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025). En la solicitud además de requerir a la CNMV que autorizara la oferta, se limitó a confirmar el contenido del anuncio salvo los cambios que se disponía a indicar, que a los efectos de esta exposición carecen de trascendencia.

64 Resolución de la CNMV admitiendo a trámite la solicitud de autorización de la OPA presentada por el BBVA, disponible en <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?t=%7bdf60708-516e-42a2-9ded-af425aa849cf%7d> (fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025).

65 RODRIGO PALACIOS, N. y BAYÓN, Á., *La CNMV no aprobará el folleto de la opa del BBVA hasta que Competencia fije sus condiciones*, 5 de diciembre de 2024. Disponible en <https://cincodias.elpais.com/companias/2024-12-05/la-cnmv-no-aprobara-el-folleto-de-la-opa-del-bbva-hasta-que-competencia-no-fije-sus-condiciones.html> (fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025).

66 Así lo confirma el expediente de esta operación de concentración abierto en al CNMC disponible en <https://www.cnmc.es/expedientes/c147024> (fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025).

En dicho momento se inició la primera fase que según la LDC (artículo 36.2 subapartado a) debió haber durado un mes, pero se prolongó hasta el 12 de noviembre de 2024, día en que la CNMC comunica al BBVA su decisión de abrir la segunda fase⁶⁷.

El contenido de dicha notificación no se hizo público, pero días más tarde, el 20 de noviembre de 2024 la CNMC publicó una nota sucinta explicando su decisión al acabar la primera fase. En dicha nota manifiesta que el Consejo de la CNMC decidió abrir la segunda fase del proceso de control porque tras un primer análisis no pudo concluir si los compromisos presentados por el BBVA podían resolver todos los problemas identificados. Tras esta primera indicación, la nota enumera los mercados considerados relevantes por verse afectados por la concentración, a saber, el mercado de servicios bancarios⁶⁸, el mercado de servicios de pago⁶⁹, el mercado de seguros y el de gestión de activos considerados no relevantes, así como el mercado de fondos y planes de pensiones. En resumen, todos pertenecientes al mercado financiero.

Sirva de ejemplo de lo expuesto que la CNMC tras los resultados del test de mercado realizado a los agentes (operadores de banca tradicional y digital, asociaciones de consumidores y empresariales) consideró que la operación afectaría especialmente a la banca minorista porque aunque a nivel municipal no se generarían monopolios, en 50 municipios habría duopolio⁷⁰. Asimismo, sería posible hablar de perjuicios en los servicios de adquirencia, suministro de TPV y servicios técnicos para la aceptación de pagos online⁷¹ y los cajeros automáticos⁷².

67 Como indica el expediente de la CNMC citado en la referencia anterior, y el BBVA así se lo comunicó a la CNMV como Otra Información Relevante disponible en <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/?t=%7b2e57ed52-79ba-4598-ab05-43a32b82a259%7d> (fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025).

68 Entre ellos el mercado de banca minorista, de banca privada, de leasing; considerando no relevante al de banca de inversión por las reducidas cuotas resultantes.

69 Emisión de tarjetas, servicios de adquisición de operaciones de pago o adquirencia, suministro de TPV, cajeros automáticos...

70 Existiendo riesgo de empeoramiento de condiciones comerciales para particulares y PYMES «la entidad resultante tendría incentivo y capacidad para modificar las condiciones a los clientes particulares y a las pymes, sin riesgo de perder clientes en favor de otra entidad, allí donde la resultante quedaría como único operador o con reducida competencia que pueda disciplinar su actuación»; riesgo de exclusión financiera porque a pesar del avance hacia la digitalización, la presencialidad sigue siendo importante en la banca minorista, y en los municipios donde la entidad resultante no se encuentre con competencia, se cerrarán sucursales; riesgo de reducción de crédito a PYMES, en este aspecto el test de mercado no fue concluyente, hubo diversidad de opiniones, por lo que la CNMC no pudo descartar riesgos.

71 BBVA y el Banco Sabadell son la segunda y tercera entidad en estos mercados, el unirse serían la primera, y aunque es cierto que como afirma el BBVA en su página web (*Oferta de compra de BBVA a los accionistas de Banco Sabadell*, disponible en <https://www.bbva.com/es/bbva-opa-sabadell/> en la sección de preguntas, apartado de Competencia, primera pregunta, fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025), con el proceso de digitalización se han reducido las barreras de entrada, el peso que tendría esta entidad podría dificultar la captación de clientes por parte de entidades financieras alternativas. Y no se puede descartar que la entidad resultante utilice su capacidad para empeorar las condiciones comerciales de estos servicios, al presentarse como la mejor y casi única opción.

72 Banco Sabadell tiene acuerdos con otras entidades para que sus clientes puedan acceder a otros cajeros, con la operación, no se les asegura que puedan acceder en las mismas condiciones ni que los terceros puedan seguir

Por todo ello, la CNMC consideró que necesitaba más datos para poder valorar si los compromisos presentados por el BBVA, de los que hablaremos más adelante cuando se expongan los definitivos⁷³, son suficientes o no. Para finalizar, la CNMC destacó que la operación afecta de forma significativa a Cataluña y Valencia y abrió un plazo de 10 días para que las personas que puedan resultar afectadas por la operación, pudieran presentar sus alegaciones⁷⁴. Según la LDC (artículo 36. 2 subapartado b), la duración de la segunda fase debe ser de tres meses desde que se acordó su apertura (el 12 de noviembre de 2024), pero veremos que, como ocurrió con la primera fase, estos plazos no se cumplirán.

Durante la tramitación de la primera y la segunda fase de control ante la CNMC, se produjeron una serie de acontecimientos, que enumeraremos de manera esquemática. El 5 de julio de 2024 se celebró una junta extraordinaria de los accionistas del BBVA en la que con un 96 % de votos a favor se aprobó un aumento del capital social (con aportaciones no dinerarias) mediante la emisión y puesta en circulación de nuevas acciones de la misma clase y valor nominal que las ya emitidas. La finalidad no era otra que servir de contraprestación para la oferta, por lo que los destinatarios de esas nuevas acciones serán los accionistas del Banco Sabadell que acepten la oferta, sin que concurra derecho de suscripción preferente para los accionistas del BBVA, cumpliendo así una de las condiciones impuestas a la OPA, pero se deja constancia de que el aumento se ejecutará en función del resultado de la oferta y de cuántas aceptaciones se produzcan⁷⁵.

El 3 y el 5 de septiembre de 2024 el BBVA comunica que ha recibido la autorización de PRA y la no oposición del BCE respectivamente⁷⁶. Con la primera se cumple otra de las condiciones de la OPA, y con la no oposición del BCE se cumple con el requisito del artículo 26.2 RD de OPA, por lo que la CNMV si quisiera podría haberse pronunciado sobre

accediendo a los cajeros del Banco Sabadell. Por mucho que los clientes del Banco Sabadell vayan a tener acceso al sistema de cajeros del BBVA.

73 Adelantamos para el lector impaciente que habrá compromisos definitivos, de modo que desde este punto ya avanzamos previamente el resultado de la segunda fase.

74 A la nota sucinta de la CNMC a la que hemos hecho referencia en este y en el anterior párrafo, se puede acceder a través del expediente antes citado o por medio de este acceso directo <https://www.cnmc.es/sites/default/files/5631852.pdf> (fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025).

75 Comunicación del BBVA como Otra Información Relevante a la CNMV sobre los acuerdos adoptado en la junta general extraordinaria del 5 de julio de 2024 disponible en <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7bbfb6d80a-9029-49bc-b953-2e4a8aa0fdf8%7d>, respecto a los porcentajes de aprobación de los acuerdos, están disponibles en su página web (*Oferta de compra de BBVA a los accionistas de Banco Sabadell*, disponible en <https://www.bbva.com/es/bbva-opa-sabadell/> en la sección de preguntas, apartado de Aprobaciones regulatorias y otras condiciones de la operación, única pregunta (por ambas, fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025).

76 Comunicados del BBVA como Información Privilegiada sobre la obtención de la autorización de PRA y la no oposición del Banco Central Europeo disponibles en <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7bf1a82a03-4585-4ee2-ba03-ea683a29e9d3%7d> y <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7b9d3c0408-2e98-4a6e-a19a-3dae9c704c73%7d> respectivamente (por ambas, fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025).

la autorización de la oferta desde el 5 de septiembre de 2024, pero ya hemos indicado su postura al respecto.

El 1 de octubre de 2024, el BBVA remite a la CNMV un ajuste del canje a causa del reparto de dividendos a cuenta de los resultados del ejercicio de 2024 que hacen ambas entidades a sus accionistas. Con el reparto del Banco Sabadell (0,08€ por acción) el canje se reestructura a razón de una acción del BBVA por 5,0196 acciones del Banco Sabadell; mientras que con el reparto del BBVA (0,26€ por acción) al canje anterior se le suma una cantidad en efectivo, esto es, una acción del BBVA y 0,29€ por cada 5,0196 acciones del Banco Sabadell⁷⁷.

Ya en 2025, el 9 de enero, el BBVA presentó una modificación de la oferta reduciendo la condición de aceptación mínima, en aras de facilitar el éxito. Si hasta ese momento para que prosperara la OPA tenía que ser aceptada por un número de acciones del Banco Sabadell que representaran al menos el 50,01 % de su capital social, con la modificación la OPA debe ser aceptada por un número de acciones suficiente para que el BBVA adquiriera más del 50 % de los derechos de voto efectivos del Banco Sabadell al término del plazo de aceptación de la oferta, quedando excluidos del cómputo los derechos de voto suspendidos que correspondan a acciones en autocartera del Sabadell⁷⁸.

El 20 y 21 de marzo de 2025 se celebran las juntas generales del Banco Sabadell y del BBVA respectivamente y en ambas decidieron repartir dividendos complementarios a cuenta del resultado del ejercicio de 2024, lo que supuso que el BBVA remitiera a la CNMV un ajuste del canje. Con el reparto del Banco Sabadell (0,1244€ por acción) se reestructuró así, una acción del BBVA y 0,29€ por cada 5,3456 acciones del Banco Sabadell. Y con el reparto del BBVA (0,41€ por acción) al canje anterior se le incrementa la cantidad en efectivo, una acción del BBVA y 0,70€ por cada 5,3456 acciones del Banco Sabadell⁷⁹, siendo este último el canje al día de cierre de este trabajo.

De todos los acontecimientos de este 2025 relacionados con esta OPA, con permiso de la resolución de la CNMC en segunda fase, de la resolución del Consejo de Ministros en la tercera fase del control de concertaciones y la decesión del BBVA de seguir adelante con esta OPA⁸⁰ y de la resolución final de esta OPA, debemos destacar uno en concreto por su trascendencia mediática y también jurídica. Como ya se ha hecho constar en varias ocasiones,

77 Modificación de la contraprestación de fecha del 1 de octubre de 2024, disponible como Otra Información Relevante del BBVA en <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?t=%7b5daf4ef2-b07c-43ce-85d0-dc4706104fdb%7d> (fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025).

78 Modificación de la OPA de enero de 2025 presentada por el BBVA como Información Privilegiada disponible en <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?t=%7b35d9f208-aa65-4e44-bf7e-c09cd680b475%7d> (fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025).

79 Modificación de la contraprestación de fecha del 28 de marzo de 2025, disponible como Otra Información Relevante del BBVA en <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?t=%7b97143e4b-3f7c-46d0-a7b3-bc77931508f6%7d> (fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025).

80 Adelantamos para el lector impaciente que habrá una resolución del Consejo de Ministros en el procedimiento de control de concentraciones, de modo que desde este punto ya avanzamos previamente que hubo una tercera fase de control.

sobre todo a lo largo del cuarto apartado, esta OPA ha generado mucha controversia, mayor si cabe en el ámbito político, con muchas opiniones al respecto que, en el caso del Gobierno estatal han sido desde un principio contrarias al éxito no solo de la oferta sino también de la posible fusión ulterior⁸¹. No se puede negar que esta politización de la OPA ha influido en el desarrollo de la misma, haciendo por ejemplo que la CNMV decida suspender su autorización a la espera de la CNMC porque era conocedora de la controversia que rodeaba a la OPA y de que eso haría que el examen de la CNMC fuera más detallado, llegando a la segunda fase. De hecho, es posible que el control de la concentración, por muy compleja que fuera, pudiera haberse resuelto en la primera fase si no hubiera sido una OPA tan mediática, si bien es un dato que no podemos confirmar de forma categórica, aunque se deja apuntado en aras de alentar el debate académico. Lo que sí podemos afirmar es que los movimientos de las entidades involucradas, a sabiendas de la influencia del Gobierno en la operación, han estado dirigidos a convencer a este para que apoyara sus pretensiones.

Esto nos lleva por un lado al BBVA, que cuando la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales, entidad de Derecho Público adscrita al Ministerio de Hacienda y primer accionista de Telefónica, propuso la sustitución del presidente del Consejo de Administración de Telefónica, apoyó dicha propuesta⁸². No sabemos si porque realmente consideraba bueno el cambio para la compañía o si era una simple estrategia para acercar posturas con el Gobierno. Aunque no podemos afirmar con certeza que el movimiento del BBVA tuviera algo que ver con la OPA, sí podemos observar que casualmente, unos días después de la noticia de Telefónica, nos levantamos con la noticia de que el Banco Sabadell volvía a cambiar su domicilio social para volver a Cataluña⁸³, tras marcharse en 2017 a Alicante (Valencia) por la inestabilidad política vivida con la fallida independencia, todo por decisión de su Consejo de Administración⁸⁴. De nuevo, no podemos saber si el cambio de domicilio tiene relación con la OPA, pero es una casualidad muy oportuna, habida cuenta de que la fuerza política que gobierna Cataluña coincide con la que está al frente del Gobierno central. Puede ser también una estrategia para disuadir a su accionariado, muy arraigado a Cataluña, de aceptar finalmente la oferta.

Dicho lo anterior, es el momento de responder a la pregunta que dejamos planteada al final del apartado tercero. A sabiendas de la existencia de esta noticia sobre la decisión de los administrados del Banco Sabadell de cambiar su domicilio social, quizás como estrategia para

81 Véase notas a pie de página 12 y 31.

82 MUÑOZ, R. y SÉRVULO GONZÁLEZ, J., *Telefónica nombra a Marc Murtra nuevo presidente en sustitución de Álvarez-Pallete*, 18 de enero de 2025, disponible en <https://sl1nk.com/DT7yd> (fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025).

83 HERNÁNDEZ, M., *Banco Sabadell volverá a Cataluña siete años después de su salida y en plena OPA de BBVA*, 21 de enero de 2025, disponible en <https://www.elmundo.es/economia/empresas/2025/01/21/678ffa67fdddf6788b4599.html> (fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025).

84 Cambio el de 2017 facilitado por la modificación del art 285.2 de la LSC realizada a través del Real Decreto ley 15/2017, de 6 de octubre, de medidas urgentes en materia de movilidad de operadores económicos dentro de territorio nacional, que dio más poder en esta modificación estatutaria al órgano de administración frente a la junta.

influir en la OPA, nos planteábamos si dicha decisión de los administradores podría ser considerada como un incumplimiento del deber de pasividad que recae sobre los administradores de la sociedad afectada por una OPA. El artículo 28.1 del RD de OPA no recoge el cambio de domicilio como infracción de este deber, sino que se limita a establecer el criterio general de lo que les está prohibido a los administradores y, en concreto, no pueden realizar actuaciones (salvo excepciones entre las que no está el cambio de domicilio social) que puedan impedir el éxito de la OPA, sin antes obtener la autorización de la junta general. Posteriormente, el mismo artículo enumera una serie de actuaciones que quedarán en todo caso prohibidas si se realizan sin esa autorización previa y son susceptibles de impedir el éxito de la OPA. De la lectura del listado, podemos deducir que se trata de un *numerus apertus*, lo que implica que, aunque la actuación no se encuentre prevista en la norma expresamente, no significa que esté permitida expresamente. Es así que puede seguir siendo una infracción del deber de pasividad si es susceptible de impedir el éxito de la oferta. Podemos deducir por otro lado, que las actuaciones enumeradas en el listado se caracterizan por ser operaciones que pueden encarecer el coste de la OPA (por ejemplo, un aumento del capital social a través de la emisión de nuevos valores puede hacer que la OPA se tenga que extender a un mayor número de acciones, o repartir dividendos extraordinarios que no formen parte de la política habitual de remuneraciones), o que pueden cambiar la estructura patrimonial y financiera de la sociedad afectada (como lo produce la venta de activos valiosos). En definitiva, parece que la decisión de un cambio de domicilio no encaja dentro de la infracción del deber de pasividad, no porque no esté expresamente regulado como actuación prohibida, ya que hemos concluido que se trata de un listado no taxativo, sino porque no cumple con las características que tienen las actuaciones que sí están en el listado y que debemos tomar como referencia para saber qué está prohibido para los administradores de la sociedad afectada. Por mucho que pueda influir en la OPA a nivel político, supone una estrategia más de persuasión dirigida al Gobierno para cuando se deba pronunciar, pero no afecta a la oferta en sí misma.

Todos estos son movimientos estratégicos que de un modo u otro mediatizan y politizan más una OPA que ya ha ido obteniendo autorizaciones y no oposiciones, de entidades muy relevantes en el marco financiero internacional como ya hemos indicado.

Llegamos así al 30 de abril de 2025, día en el que, tras más de tres meses de espera, la CNMC emite su resolución de la segunda fase⁸⁵. En ella autorizó la operación de concentración, pero sujeta al cumplimiento de los compromisos propuestos por el BBVA que coinciden con los propuestos en primera fase, si bien con alguna que otra modificación y aumento. El estudio en segunda fase ha permitido a la CNMC concluir que los compromisos⁸⁶ sí eran ade-

85 Nota de prensa de la CNMC sobre la resolución en segunda fase disponible en <https://www.cnmc.es/prensa/autorizacion-compromisos-bbva-sabadell-20250430>. Resolución que fue aprobada sin votos particulares, ni siquiera de los consejeros de la CNMC propuestos por partidos políticos, véase BAYÓN, Á., *Puigdemont duda de que el Gobierno vaya a parar la opa del BBVA al Sabadell*, 4 de mayo de 2025, disponible en <https://sl1nk.com/WkFew> (por ambas, fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025).

86 Los compromisos impuestos por la CNMC son muchos y en algunos apartados muy técnicos, pero tanto la CNMC en su nota de prensa (citada en la nota a pie de página anterior), como el BBVA (en su nota de prensa presentada ante la CNMV como Otra Información Relevante disponible en <https://www.cnmv.es/webservi->

cuados para paliar los riesgos identificados en la operación siempre y cuando se cumplan, de ahí que se establezca un plan de revisión. Teniendo en cuenta el resultado de la segunda fase ante la CNMC y según lo explicado en el apartado anterior, el Ministro de Economía tiene 15 días hábiles desde la recepción de la comunicación sobre la resolución⁸⁷ para decidir si eleva o no al Consejo de Ministros la decisión sobre la concentración por razones de interés general. Pero como todo lo que rodea a la actualidad de nuestro país, no podía ser tan sencillo como elevar o no elevar. Es así que el Ministerio de Economía anunció el 6 de mayo de 2025 la apertura de una consulta pública no vinculante cuya duración sería de siete días hábiles⁸⁸. La apertura de dicha consulta es un acontecimiento sin precedentes y sin respaldo jurídico en la LDC ni en el RDC. Se trata simplemente de un formulario accesible para cualquiera y que

ces/verdocumento/ver?t=%7bbc404d57-5452-4dfa-bb8d-e0ce0159b46b%7d (fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025) destacan los que son considerados más relevantes, aunque luego el BBVA los enumere con más detalle. Son los siguientes, «no cerrar oficinas cuando no haya otra a menos de 300 metros; tampoco en códigos postales con renta per cápita inferior a 10.000 euros; ni donde queden menos de tres competidores; ni en municipios de menos de 5.000 habitantes. También destaca el compromiso de mantener las condiciones comerciales para clientes particulares, autónomos y pymes en aquellos códigos postales en los que haya menos de cuatro competidores. Asimismo, BBVA creará una cuenta para clientes vulnerables, tanto de Banco Sabadell como de BBVA, sin comisiones y con tarjeta de débito gratuita, entre otras condiciones. Respecto a las pymes y autónomos, además de no cerrar ninguna oficina especializada en empresas de Banco Sabadell, BBVA se compromete a mantener, durante tres años (prorrogables dos años más si así lo decide la CNMC), las líneas de circulante a todas las pymes de Banco Sabadell y las líneas de crédito y las destinadas a la importación y exportación de todos los clientes autónomos de Banco Sabadell. Además, BBVA se compromete a mantener el volumen de crédito total de las pymes cuya cuota CIRBE1 agregada de BBVA y Banco Sabadell sea al menos del 85%. En las comunidades autónomas donde la cuota en el segmento de crédito a pymes de la entidad resultante sea mayor (Cataluña e Islas Baleares), este compromiso aplicará a las pymes cuya cuota CIRBE1 agregada sea al menos del 50%. Asimismo, para las pymes y autónomos situados en códigos postales en los que queden menos de cuatro competidores, los precios del nuevo crédito no superarán el precio medio aplicado a nivel nacional. Respecto al mercado de adquirencia (TPVs), BBVA se compromete a mantener las condiciones que los clientes pymes y autónomos tuvieran contratadas con BBVA y/o con Banco Sabadell. En lo que respecta al acceso a cajeros del Banco Sabadell por clientes de terceras entidades con las que la sociedad afectada tuviera acuerdos existentes, BBVA se compromete a que si decide poner fin a dichos acuerdos, haya un período transitorio de 18 meses en el que puedan seguir accediendo a los cajeros del Banco Sabadell en las mismas condiciones, y que si la fusión se produce antes del transcurso de los 18 meses, se compromete a negociar nuevos acuerdos con esas entidades en los mismos términos, para el tiempo restante de cumplir». A modo de aclaración, la cuota CIRBE es la cuantía mínima que debe superar un préstamo, crédito, aval o garantía para aparecer en la Central de Información de Riesgos del BdE, que es una base de datos en la que se recoge información de los conceptos mencionados anteriormente, que cada entidad declarante mantiene con sus clientes. Finalmente, mencionar que se establece una duración en términos generales de 3 años para la mayoría de compromisos, salvo excepciones en los que la duración es de 18 meses, y la posibilidad de aumentar dos años los compromisos relacionados con el mantenimiento de créditos para PYMES y autónomos.

87 Según la prensa, el Ministerio de Economía confirmó la recepción de la resolución el 5 de mayo de 2025, ROVIRA, M., *Economía abre la consulta pública sobre la opa del BBVA al Sabadell hasta el 16 de mayo*, 6 de mayo de 2025, disponible en <https://elpais.com/economia/2025-05-06/economia-abre-la-consulta-publica-sobre-la-opa-del-bbva-al-sabadell-durante-7-dias.html> (fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025).

88 *El Ministerio de Economía, Comercio y Empresa sobre una consulta pública sobre criterios de interés general afectados por la operación de adquisición de BBVA sobre Banco Sabadell*, 6 de mayo de 2025, disponible en <https://portal.mineco.gob.es/es-es/comunicacion/Paginas/opa-consulta-publica.aspx> (fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025).

ha sido puesto en entredicho, posiblemente porque el objetivo de esta consulta, más que dar voz a quienes no pudieron presentar alegaciones ante la CNMC, parece que busca respaldar la posición (o más bien la oposición) del Gobierno en contra de la OPA desde el principio, recabando opiniones afines a la suya⁸⁹. La falta de respaldo normativo hacia esta consulta ha llevado a algunos profesionales del Derecho a solicitar que se paralice dicha consulta, sin respuesta⁹⁰, acudiendo incluso a la vía judicial⁹¹. Y no son los únicos, la Comisión Europea abrió en julio de 2024 el EU Pilot⁹² contra el Gobierno español por sus injerencias en esta OPA, siendo analizada también esta consulta por la Comisión⁹³.

Con esta consulta se agotaron siete de los quince días hábiles para que el Ministro decidiera elevar o no la cuestión, quedando ocho restantes. El 27 de mayo de 2025 el Ministro decidió que la operación de concentración analizada afectaba a criterios de interés general distintos de la defensa de la competencia, por lo que elevó la cuestión al Consejo de Ministros⁹⁴. Según la orden de elevación, esta se fundamenta en que la operación puede tener un impacto no solo en la competencia sino también en «la garantía de un adecuado mantenimiento de los objetivos de regulación sectorial, la protección de los trabajadores, la cohesión territorial, la promoción de la investigación y el desarrollo tecnológico y los objetivos de política social»⁹⁵.

89 Tanto es así que la primera pregunta es excluyente del resto, si respondes que no a la pregunta de si crees que la OPA puede afectar a criterios de interés general distintos a la defensa de la competencia, acaba el cuestionario, ALEGRET, X., *Estas son las preguntas del Gobierno sobre la opa del BBVA al Sabadell*, 6 de mayo de 2025, disponible en https://www.elnacional.cat/oneconomia/es/empresas/esta-es-consulta-publica-gobierno-opa-bbva-sabadell_1410934_102.html. Para mayor redundancia, al formulario se puede acceder más de una vez con el mismo DNI e incluso con un nombre falso, CABALLERO, D., *La chapuza de la consulta del Gobierno sobre la opa de BBVA: “Elvis Presley” y un mismo DNI pueden votar miles de veces*, 8 de mayo de 2025, disponible en <https://www.abc.es/economia/chapuza-consulta-gobierno-sobre-opa-bbva-dni-20250506204345-nt.html> (por ambas, fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025).

90 MOLPECERES, D., *La consulta del Gobierno sobre la OPA del BBVA, a un paso de los tribunales*, 16 de mayo de 2025, disponible en <https://www.elindependiente.com/economia/2025/05/16/consulta-gobierno-opa-bbva/> (fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025).

91 CABALLERO, D. y SÁNCHEZ, A., *La consulta del Gobierno sobre la opa de BBVA llega a la Audiencia Nacional y piden que no se puedan usar sus resultados*, 26 de mayo de 2025, disponible en <https://www.abc.es/economia/consulta-gobierno-sobre-opa-bbva-llega-audiencia-20250526160803-nt.html> (fecha de última consulta: 26 de mayo de 2025).

92 Procedimiento previo a un procedimiento formal de infracción. En este caso abierto por FISMA, siglas correspondientes a la Dirección General de Estabilidad Financiera, Servicios Financieros y Unión de los Mercados de Capitales de la Comisión Europea.

93 SERRALLER, M. y SAMPEDRO, R., *OPA de BBVA: Bruselas analiza ya la denuncia contra la consulta populista del Gobierno*, 16 de mayo de 2025, disponible en <https://www.vozpopuli.com/economia/opa-de-bbva-bruselas-analiza-ya-la-denuncia-contra-la-consulta-populista-del-gobierno-.html> (fecha de última consulta: 22 de mayo de 2025).

94 *El Ministerio de Economía, Comercio y Empresa eleva a Consejo de Ministros la decisión de la operación de concentración BBVA Sabadell por razones de interés general*, 27 de mayo de 2025, disponible en <https://portal.mineco.gob.es/es-es/comunicacion/Paginas/opa-bbva-sabadell.aspx> (fecha de última consulta: 27 de mayo de 2025).

95 Véase nota a pie de página anterior.

A falta de publicidad de los resultados de la consulta pública realizada, en la que según el Ministro se basaría su decisión, no podemos concluir con certeza cuáles han sido los motivos justificativos de esta elevación.

A partir de este momento, el Consejo de Ministros, en el plazo de un mes desde la orden de elevación del Ministro (27 de mayo de 2025) puede, confirmar lo resuelto en segunda fase por la CNMC, o bien autorizar con o sin condiciones. Si confirma, autoriza con unas condiciones asumibles para el BBVA o sin condiciones, cosa que es poco probable, el BBVA seguirá adelante con la operación, pudiendo la CNMV autorizar la OPA y llegar esta a sus verdaderos destinatarios, los accionistas del Banco Sabadell. Por el contrario, si autoriza endureciendo las condiciones hasta el punto de hacerlas inasumibles para el BBVA, impediría el éxito de la OPA; esta última opción parece contradecir la LDC, porque esta no permite al Consejo de Ministros prohibir de forma directa la concentración, pero parece que indirectamente sí, es una cuestión de interpretación, de ahí que el BBVA haya manifestado su intención de acudir a la vía judicial si esto ocurriera⁹⁶.

Durante este plazo de un mes, nos encontramos con que el Banco Sabadell comunica el 16 de junio de 2025 a la CNMV como IP, que hay interesados en adquirir su filial británica, TSB Bank⁹⁷. Retomando una posibilidad de la que ya hemos hablado en este apartado, esta posible decisión de venta de un activo, podría suponer una modificación en la estructura patrimonial y financiera de la sociedad afectada, lo que nos puede hacer pensar que esta actuación de los administradores de la sociedad afectada sí podría ser calificada como una conducta prohibida por el deber de pasividad (artículo 28.1 c) RD de OPA) si pudiera impedir el éxito de la OPA y no contara con la autorización previa de la junta general. El Presidente del BBVA confirmó, después de que el Banco Sabadell remitiera esta comunicación, que la venta de esta filial no les haría desistir de esta OPA⁹⁸. Por lo que, no hablaríamos de un incumplimiento de este deber, siempre y cuando, los administradores de la sociedad afectada, recaben la autorización de la junta general. Podemos adelantar en este punto, que los administradores de la sociedad afectada, han cumplido con su deber en lo que a esta venta se refiere.

Todo lo anterior nos lleva al 24 de junio de 2025, día en el que el Consejo de Ministros se reunió para tomar una decisión. Había muchas dudas al respecto de esta decisión, porque cuando parecía que el Consejo de Ministros sucumbiría a las peticiones de la UE de no impedir una concentración como esta⁹⁹, estalla un caso de corrupción que salpica al Gobierno español, lo que hace que este deba volver a ganarse la confianza de sus socios, cuyo rechazo a esta OPA era

96 Así lo indicó el presidente del BBVA Carlos Torres en una entrevista que concedió el 18 de junio de 2025 en el programa Más de uno en Onda Cero con Carlos Alsina, disponible en <https://sl1nk.com/tnWOM> (fecha de última consulta: 18 de junio de 2025).

97 Confirmación por parte del Banco Sabadell de que hay interesados en adquirir TSB Bank, disponible como Información Privilegiada en <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7bfcab27fa-fb07-45cf-a9aa-f873a324bbd1%7d> (fecha de última consulta: 16 de junio de 2025).

98 Véase nota a pie de página 96.

99 Algo que también esperaba el presidente del BBVA y así lo manifestaba en la entrevista que concedió el 18 de junio de 2025 en Onda Cero, citada en las notas a pie de página 96 y 98.

más que manifiesto. Para nuestra sorpresa, el Consejo de Ministros decidió confirmar los compromisos establecidos por la CNMC en segunda fase, y añadir una condición adicional. Esta nueva condición consiste en que durante los próximos tres años (prorrogables dos años más¹⁰⁰) ambas entidades deberán mantener personalidad jurídica y patrimonio separados, junto con autonomía de gestión. Esta autonomía debe apreciarse de forma particular en varios campos: (i) política de financiación y crédito, con especial atención a las PYMES, (ii) recursos humanos, (iii) red de oficinas y servicios bancarios, y (iv) obra social a través de sus fundaciones¹⁰¹.

Con esta condición adicional que impone el Gobierno, parece evidente que lo que pretende es evitar la fusión a corto y medio plazo. Esta decisión permite al BBVA seguir adelante con la OPA, pero si al final esta prospera y adquiere el control del Banco Sabadell, no lo podrá materializar en una fusión por absorción como mínimo durante los primeros tres años, es decir, no podrá iniciar el procedimiento previsto en la disposición adicional decimosegunda de la LOSSEC que analizamos en el cuarto apartado; pero esta era una opción que ya preveía el BBVA en su anuncio de la OPA del 9 de mayo de 2024, al no descartar la posibilidad de una OPA sin fusión, considerándola también atractiva. Teniendo en cuenta que nos temíamos lo peor respecto a la decisión del Consejo de Ministros, esta no ha sido tan dura como esperábamos. Pero que consideremos que esta condición es asumible para el BBVA, no quita el hecho de que opinemos que dicha condición no encaja del todo en el control de concentraciones en la fase de protección del interés general. Con ello, queremos decir, que cuando analizamos esta operación, debemos tener en cuenta que por un lado está la OPA cuyo resultado es una toma de control que requiere del control de concentraciones previsto en la LDC, y por otro, está la fusión en la que el BBVA pretende materializar dicho control, y esta fusión requerirá la supervisión prevista en la LOSSEC. Con estas ideas claras, podemos decir, que la condición impuesta por el Consejo de Ministros, busca más evitar la fusión y las sinergias que conllevaría, como la reducción de plantilla por el cierre de oficinas, más que proteger el interés general, por lo que encaja más en el segundo control indicado.

Con el pronunciamiento del Consejo de Ministros, se pone fin al procedimiento de control por parte de las autoridades de defensa de la competencia, lo que implica que se levanta la suspensión autoimpuesta al procedimiento ante la CNMV. Antes de que la CNMV decida si autoriza o no esta OPA, más de un año después de haber admitido a trámite la solicitud de autorización, como la sociedad oferente ha condicionado la OPA a la obtención de la autorización de las autoridades de defensa de la competencia, y estas han emitido una autorización con condiciones, se le abren al BBVA dos opciones, de las que hablamos en el apartado cuarto, bien puede desistir de la OPA o bien puede renunciar a la condición y seguir adelante. Ya el BBVA había manifestado su intención de asumir los compromisos impuestos por la

100 Según decida el propio Consejo de Ministros en función de dos informes que ambas entidades deben presentar con una antelación a la finalización del plazo inicial, de entre seis y dos meses. Un informe de situación explicando cómo han cumplido la condición, y un plan estructural sobre la estrategia a seguir en el futuro.

101 Podemos acceder a la resolución del Consejo de Ministros, a través de la Información Privilegiada presentada por ambas entidades ante la CNMV el mismo 24 de junio de 2025, disponible en <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7b84d86c87-d4af-45a3-adbd-9597e0dea627%7d> o en <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7b55e7d512-e29e-433e-84cd-13b204e6807b%7d> (por ambas, fecha de última consulta: 24 de junio de 2025).

CNMC en la segunda fase del control, pero ahora tiene que valorar esta nueva condición y si de verdad una OPA sin fusión es igualmente atractiva como afirmaba al principio; teniendo en cuenta, asimismo, la posible venta de TSB Bank que cada vez está más cerca.

Salimos de dudas el 30 de junio de 2025, fecha en la que el BBVA informó a la CNMV como IP, de que había decidido no desistir de la OPA¹⁰². A partir de este momento, la CNMV ya puede decidir sobre la autorización de esta OPA.

El 1 de julio de 2025 el Banco Sabadell presentó ante la CNMV como IP, un acuerdo del Consejo de Administración por el que se decidía convocar una junta general extraordinaria el 6 de agosto de 2025 para que esta autorice la venta de TSB Bank al Banco Santander, con el que ya han firmado un contrato de compraventa o *Share Purchase Agreement (SPA)*. Como vemos, los administradores de la sociedad afectada están cumpliendo con los requisitos legales para no considerar su conducta un incumplimiento del deber de pasividad, es decir, solicitar autorización a la junta general, para una actuación que puede impedir el éxito de la OPA, aunque teniendo en cuenta que el BBVA era conocedor de la posibilidad de esta venta, y aún así decidió no desistir, poco impedimento puede generar esta venta a la OPA. Si bien es cierto lo anterior, hay que tener en cuenta los términos y condiciones de este contrato de compraventa, porque si al final el BBVA adquiere el control del Banco Sabadell, los tendrá que respetar; destaca entre los términos del contrato, un pacto de no competencia por el cual el Banco Sabadell se compromete a que ninguna sociedad de su grupo competirá con el Banco Santander en el mercado bancario de Reino Unido en los 24 meses siguientes a la fecha de cierre de la operación, sin perjuicio de las actividades de la sucursal que posee en ese país; es un pacto que impediría al BBVA expandirse a dicho país durante los dos años siguientes a que se cierre la compraventa, usando la marca de Banco Sabadell que debe mantener mínimo tres años para cumplir la condición del Consejo de Ministros. La convocatoria de la junta general no es solo para autorizar la venta de una filial, sino también para aprobar el pago de un dividendo extraordinario por dicha venta, de 0.50€ por acción del Banco Sabadell¹⁰³. El reparto de un dividendo extraordinario es un acto normal cuando se vende un activo, pero no podemos dejar pasar que este reparto se da en el marco de un proceso de OPA en el que tarde o temprano los accionistas del Banco Sabadell deberán decidir. Evidentemente, solo se repartirán dividendos a aquellos accionistas del Banco Sabadell que lo sigan siendo cuando se consume la venta, que se prevé que será en el primer trimestre de 2026, siendo el proceso de aceptación de la OPA previsiblemente anterior a dicha consumación. Por lo que podemos

102 Comunicación realizada a la CNMV por el BBVA informando de su decisión de no desistir de la OPA, disponible como Información Privilegiada en <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?t=%7bbb-866d1c-4cc8-4353-ae8e-aa0c52698829%7d> (fecha de última consulta: 30 de junio de 2025).

103 Acuerdo del Consejo de Administración del Banco Sabadell por el que se decide convocar una junta general extraordinaria presentado a la CNMV el 1 de julio de 2025 como Información Privilegiada disponible en <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?t=%7b5e722968-13d1-4719-94f0-cf0de3174cc5%7d>. A los efectos de conocer más información sobre el contrato de compraventa de TSB Bank, véase la Información Privilegiada presentada por el Banco Santander ante la CNMV el 1 de julio de 2025 comunicando la compra de TSB Bank por 2.650 millones de libras, operación realizada íntegramente en efectivo, disponible en <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?t=%7b37233d12-8a77-47e6-a4ec-3206a1fdea3a%7d> (por ambas, fecha de última consulta: 1 de julio de 2025).

pensar que es una especie de chantaje que hacen los administradores del Banco Sabadell a sus accionistas, si un accionista acepta la OPA estaría canjeando sus acciones del Banco Sabadell por acciones del BBVA por lo que ya a principios de 2026 no sería accionista del Banco Sabadell sino del BBVA, y por ende no accedería a este dividendo extraordinario. Es un debate que podemos abrir, ¿es este reparto de dividendo una actuación acorde con la venta de un activo u otro movimiento estratégico más de los administradores de la sociedad afectada para torpedear esta OPA? Esta es una pregunta que ya la prensa se hace desde el 2 de julio de 2025¹⁰⁴, por lo que queda servido el debate.

Tras la junta general extraordinaria del Banco Sabadell celebrada el 6 de agosto de 2025, los accionistas de dicha entidad aprobaron la venta de TSB Bank lo que hizo que el BBVA se pronunciara sobre ello como ya había adelantado, decidiendo no desistir de la OPA como le permite hacer el artículo 33.1d) del RD de OPA¹⁰⁵. Avanzando en el desarrollo de la oferta, el 5 de septiembre de 2025 la CNMV definitivamente autorizó la OPA como así confirmó el BBVA¹⁰⁶, comenzando el plazo de aceptación el lunes 8 de septiembre de 2025. Durante el plazo de aceptación, los administradores del Banco Sabadell presentaron su informe sobre la oferta a sus accionistas, el 12 de septiembre de 2025, como era de esperar, mantuvieron su rechazo a la oferta así se deduce de este fragmento extraído del informe «el Consejo de Administración de Banco Sabadell desea señalar que la Oferta no ha sido solicitada, buscada ni negociada por el Consejo de Administración; por tanto, considera la Oferta como hostil»¹⁰⁷. Con posterioridad y aun dentro del plazo de aceptación, el BBVA presentó una modificación de la oferta el 22 de septiembre de 2025, mejorando la contraprestación (subiendo un 10%) y cambiando su naturaleza que pasa a ser enteramente en acciones de nueva emisión del BBVA, dejando de ser mixta¹⁰⁸. Tras la modificación los administradores del Banco Sabadell emitieron un nuevo informe reiterando su oposición¹⁰⁹.

104 Véase SANZ, J., *Sabadell avisa: los accionistas solo cobrarán el superdividendo por TSB si rechazan la opa de BBVA*, 2 de julio de 2025, disponible en <https://sl1nk.com/CLtez> (fecha de última consulta: 2 de julio de 2025).

105 Decisión del BBVA de no desistir de la OPA tras la aprobación por los accionistas del Banco Sabadell de la venta de TSB Bank <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?t=%7b0bcb77c8-54ae-476a-8c6d-04c07b387dd0%7d> (fecha de última consulta: 23 de noviembre de 2025).

106 Comunicación del BBVA informando de la autorización de la OPA por la CNMV y del inicio del plazo de aceptación <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?t=%7bf764779e-180b-4a81-a9fd-e4b-2f02956a9%7d> (fecha de última consulta: 23 de noviembre de 2025).

107 Informe del Consejo de administración del Banco Sabadell sobre la OPA <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?t=%7b7a98e217-d29a-4505-9674-4d4a8fea0530%7d> (fecha de última consulta: 23 de noviembre de 2025).

108 Comunicación del BBVA sobre la última modificación de la OPA <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?t=%7b7a102e91-ab7c-4f4f-bd81-d146b6592748%7d> y nota de prensa informando de dicha modificación <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?t=%7b4d74a708-2e09-4cef-ac57-f1897db91f16%7d> (por ambas, fecha de última consulta: 23 de noviembre de 2025).

109 Nuevo informe del Consejo de administración del Banco Sabadell sobre la OPA para actualizarlo a la última modificación de la OPA por parte de BBVA <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?t=%7b9d452f86-66db-4f5e-872c-2742384df7b0%7d> (fecha de última consulta: 23 de noviembre de 2025).

Aunque parecía imposible ver la luz al final del túnel en esta operación, el 10 de octubre de 2025 finalizó el plazo de aceptación y el 16 de octubre de 2025 la CNMV publicó el resultado de la operación, haciéndose eco de ello ambas entidades¹¹⁰. Finalmente, la oferta fue aceptada por un número de accionistas del Banco Sabadell que representaban un 25,47% de los derechos de voto, lo que no alcanza al límite mínimo fijado por el BBVA como condición al éxito de la oferta (obtener más del 50% de los derechos de voto efectivos del Banco Sabadell). En definitiva, la OPA fracasó.

VI. Conclusiones

Una vez analizada esta OPA, podemos extraer las siguientes conclusiones.

Las operaciones que se plantean y ejecutan en el mercado de valores a diario, son muy variadas. Nosotros hemos centrado nuestro estudio en las OPA, una operación muy concurrente en los últimos años, debido al cambio de perspectiva sobre las concentraciones económicas. Estas últimas cada vez son más atractivas para los operadores económicos, que ven en la concentración una forma de hacerse más competitivos en un mercado cada vez más globalizado y así lo han apreciado organismos como la UE, que han considerado conveniente regular estas operaciones¹¹¹. Máxime cuando se pueden llevar a cabo por medio de muchas vías, entre las que destacan las OPA o las fusiones, sobre las cuales hemos centrado nuestro análisis.

Asimismo, toda concentración puede entrañar riesgos para el mercado, de ahí la necesidad de un control, a fin de valorar si los riesgos que se generan con dicha operación son asumibles y quedarán compensados con los beneficios que generará a futuro. En el hipotético caso de que la OPA hubiera prosperado, nos gustaría dejar constancia de que en lo que respecta a los efectos sobre la competencia de un posible resultado favorable de la OPA y una posterior, aunque a largo plazo, materialización de la misma en una fusión, tras la lectura de los extensos compromisos que el BBVA había asumido frente a la CNMC y contando con que la condición adicional impuesta por el Consejo de Ministros se hubiera cumplido y se puedan fusionar, es previsible que se pudiera haber mantenido el equilibrio en el mercado financiero, porque a pesar de que la entidad resultante estaría entre las mayores de España en el sector bancario, ya por separado ambas entidades son de las más relevantes y ni siquiera unidas coparían el mayor porcentaje de cuota de mercado, como se pudo apreciar *ut supra*, al ver la controversia en torno a un posible oligopolio.

Dejando al margen estas opiniones generales, no podemos dejar de lado la operación que nos ha traído hasta este punto, la OPA hostil y voluntaria del BBVA al Banco Sabadell. Como hemos podido apreciar, ha sido una operación con mucha controversia. A riesgo de inmiscuirnos en un campo propio de la economía, creemos que el problema con esta operación fue

110 Comunicación de la CNMV informando sobre el resultado negativo de la OPA <https://www.cnmv.es/web-services/verdocumento/ver?t=%7b51c5286e-f224-42ed-8cf9-d78805d834f7%7d> (fecha de última consulta: 23 de noviembre de 2025).

111 Véase CELORIO, Á., *Bruselas defiende «bancos grandes» para competir en el extranjero mientras Cuerpo decide sobre la opade BBVA al Sabadell*, 26 de mayo de 2025, disponible en <https://www.economiadigital.es/economia/bruselas-bancos-grandes-cuerpo-opa-bbva-sabadell.html> (fecha de última consulta: 26 de mayo de 2025).

más mediático y político que jurídico o económico. Posiblemente, la arista que más preocupó en esta OPA, al margen de cómo pudiera afectar la misma a las condiciones del mercado y de los servicios ofrecidos a familias y empresas, fue la reducción de plantilla. Es justamente lo que ha tenido a sindicatos y políticos más preocupados, porque desde el punto de vista económico ya se pronunciaron a favor de agencias de calificación crediticia, incluso es una de las razones con las que el Consejo de Ministros justificó su decisión de añadir la condición adicional de autonomía de gestión, para evitar que el BBVA tras la toma de control por medio de la OPA hiciera una reducción de plantilla en el marco de una fusión. A pesar de lo anterior, y sin aventurarnos demasiado sobre cómo habría sido el sistema de reducción de plantilla en caso de haber prosperado la operación, viendo la práctica actual del sector bancario, BBVA podría haber optado por proponer acuerdos de prejubilación, para así reducir el efecto de la OPA sobre los empleados.

No nos gustaría tampoco dejar pasar la oportunidad de hacer referencia a la intervención del Gobierno estatal en esta operación, quien desde un principio se ha manifestado en contra del éxito de la OPA, interviniendo de forma activa en un asunto económico, cuando realmente debería haber mantenido las distancias hasta el momento en que debiera legalmente pronunciarse, para no complicar aún más la operación. Esta no es una opinión partidista ni mucho menos, nos basamos en datos objetivos como el procedimiento EU Pilot abierto por la Comisión Europea al Gobierno español por las injerencias en esta OPA. Esta injerencia política tan evidente en esta operación desde el principio hasta la decisión final del Consejo de Ministros intentando obstaculizar los intereses del BBVA, puede marcar un antes y un después en el mercado financiero, haciendo que las personas que pretendan iniciar una concentración económica se lo piensen dos veces antes de formular una toma de control, porque no solo tendrán que convencer a los inversores sino también parece que a los políticos. Esto es algo que puede influir de forma negativa en la inversión que se pueda realizar en el futuro en el mercado financiero español redundando asimismo dentro del mercado interior de la UE.

Adentrándonos aún más en esta operación, ya en 2020 ambas entidades se sentaron a negociar y el problema, según informó el Banco Sabadell, fue la ecuación de canje. Realmente, no sabemos si es ese el problema o si es el que alegaron en 2024 cuando se les propuso de nuevo la fusión antes de la OPA, es decir, mantener un proyecto independiente que los administradores del Banco Sabadell creen mejor para sus accionistas. Nos aventuramos a pensar que intrínsecamente la negativa de los administradores del Banco Sabadell a una fusión también tiene que ver con la idea de perder el control, pero eso implicaría que no coincide el interés de los administradores con el de la sociedad y sus accionistas, aunque ciertamente no podemos saber si estarán priorizando el suyo, cosa que impide la LSC en su artículo 225. Pero, a mayor abundamiento, si sabían de las posibilidades de éxito de esta OPA, no se entiende por qué en lugar de luchar, no colaboran para hacerla mejor para ellos y sus accionistas, pasando a una OPA mutante, de hostil a amistosa. En algunas ocasiones, si no puedes con el enemigo únete a él. Los administradores del Banco Sabadell han preferido llevarlo al terreno político, cuando lo importante debería ser lo económico y lucrativo. En sus intervenciones los representantes del Banco Sabadell siempre han dicho que no hay ningún político a favor de la OPA¹¹², pero no

112 Véase *González-Bueno resalta la unanimidad política en el rechazo a la opa de BBVA sobre Sabadell*, 27 de mayo de 2024, disponible en <https://sl1nk.com/bB00A> (fecha de última consulta: 24 de mayo de 2024).

han expuesto opiniones de expertos en el sector en el que operan. Pero por mucho que podamos discrepar con las formas de los administradores del Banco Sabadell, al final se salieron con la suya, ganándose a sus accionistas y vendiéndoles su proyecto de futuro, de tal manera que acabaron rechazando la oferta, confiando en el Banco Sabadell como entidad independiente como hasta ahora.

Evidentemente, todas las anteriores son opiniones, pero lo que sí podemos decir es que, desde el punto de vista jurídico, esta operación ha cumplido con todo el procedimiento legalmente previsto para poder ser ejecutada. No obstante, no nos gustaría finalizar este estudio sin de alguna manera reseñar que los verdaderos destinatarios de una OPA son los accionistas de la sociedad afectada, son ellos los que tienen la última palabra, y así ha sido, pero no podemos olvidar que esta OPA se ha prolongado en el tiempo durante más de un año, haciendo que algo tan sencillo como un proceso de oferta – aceptación, con sus evidentes controles, se haya extendido en nuestra opinión, más de lo necesario. Creemos que lo mejor hubiera sido dejar a los accionistas decidir antes, no sabemos si eso hubiera cambiado el resultado de la OPA, pero sí podemos afirmar que lo que ha ocurrido con esta operación ha sido algo sin precedentes, lo que nos hace desconfiar y pensar que la demora en el procedimiento de control de la CNMC más que a una cuestión técnica y de complejidad de la operación, estuviera más relacionada con cuestiones políticas, sobre todo, teniendo en cuenta otros antecedentes (fusión Caixabank – Bankia).

VII. Bibliografía

BROSETA PONT, M., *Manual de Derecho Mercantil. Volumen I, Introducción y estatuto del empresario. Derecho de la competencia y de la propiedad industrial. Derecho de sociedades*, (MARTÍNEZ SANZ, F. Ed.), 30ª ed., Ed. Tecnos, Madrid, 2023.

BROSETA PONT, M., *Manual de Derecho Mercantil. Volumen II, Contratos mercantiles. Derecho de los Títulos Valores. Derecho Concursal*, (MARTÍNEZ SANZ, F. Ed.), 30ª ed., Ed. Tecnos, Madrid, 2024.

DE VIVERO DE PORRAS, C.: "La junta general de accionistas", en AA.VV. (LÓPEZ JIMÉNEZ, J. M., Dir.), *El gobierno corporativo de las entidades bancarias*, Ed. Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2016.

FERNÁNDEZ ARMESTO, J.: "Las OPAS y el mercado de control empresarial, un balance de diez años de experiencia", *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 227, 1998.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: "El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada por una OPA", *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 2, 2008.

HERRERO SUÁREZ, C.: "OPA y control de concentraciones", en AA.VV. (RONCERO SÁNCHEZ, A., Coord.): *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados. Tomo II*, Ed. Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2019.

MARCOS FERNÁNDEZ, F.: "Anuncio, presentación y autorización de la oferta-Comentario al artículo 26 RD 1066/2007", en AA.VV. (GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., Dir.): *La regulación de las OPAs – Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*, Ed. Thomson Reuters, Navarra, 2009.

SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “Ofertas públicas de adquisición y defensa de la competencia”, en AA.VV., *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont. Toma III*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 1995.

TAPIA HERMIDA, A.J., *Sociedades Anónimas Cotizadas y Ofertas Públicas de Adquisición*, Revista de Derecho del Mercado de Valores, Monografía nº 9, Madrid, 2012.

URÍA, F.: “Otros supuestos de ofertas públicas de adquisición: exclusión de negociación, reducción de capital mediante adquisición de acciones propias y ofertas voluntarias – Comentario al artículo 13 RD 1066/2007”, en AA. VV. (GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., Dir.): *La regulación de las OPAs – Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*, Ed. Thomson Reuters, Navarra, 2009.

VICENT CHULIÁ, F.: *Introducción al Derecho Mercantil. Volumen II*, 25ª ed., Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2024.