

¿Cómo me afecta esto?

Enrique Castellanos, MFIA, FRM. Director Instituto BME

Algo consustancial a la actividad bursátil son las operaciones corporativas. Todas las empresas, coticen o no, tienen una estructura de propiedad (las acciones) que se va alterando y modificando con el paso del tiempo para adaptarla a las necesidades de la compañía en función de su evolución. Son decisiones complejas que toman los directivos de las compañías en base a múltiples factores, pero que son especialmente relevantes cuando la propiedad de la compañía está dividida entre miles de accionistas como ocurre en las cotizadas.

Las operaciones corporativas como las ampliaciones y reducciones de capital, splits, contrasplits, etc... siempre me han parecido operaciones complicadas, más en el fondo que en la forma, también quizá por mi falta de formación jurídica, pero con una innegable complejidad.

El efecto que tienen sobre el precio de las acciones estas operaciones tanto en el momento en que se realizan, como en las expectativas de movimiento futuro, hace que sean complejas.

Podemos dividir este tipo de operaciones entre las que retribuyen al accionista y las que no, es decir, aquellas en las que además de un efecto en el precio, hay una contraprestación al accionista. Típicamente, la operación corporativa más frecuente es el pago de dividendos a los accionistas, por un lado, tiene un efecto en el precio de la acción (cae en la cantidad del dividendo) y por otro se retribuye al accionista con el dividendo, por lo que es un efecto inocuo para él.

Estas operaciones corporativas tienen un efecto directo en los contratos de derivados, que tienen que ser ajustados para que nadie se vea favorecido/perjudicado con ellos. A veces esto provoca un poco de confusión en las personas que no están muy acostumbradas a utilizar derivados. Trataré de explicarlo de la manera más simple posible, pero es un tema ciertamente técnico.

Paradójicamente, los dividendos ordinarios (a cuenta y complementario) dentro de que son una operación recurrente, son una excepción a la hora de tenerlos en cuenta en los ajustes de opciones y futuros. La razón a esta excepcionalidad es porque los dividendos se incorporan al precio de los derivados. Esto es lo realmente importante y que define a un ajuste en los contratos de opciones y futuros, que podríamos definir de la siguiente manera: "Cualquier hecho corporativo debido a un flujo entre la empresa y el accionista que afecte al precio de la acción".

La razón de la existencia de los ajustes es que hay una relación de arbitraje entre el precio de contado y el derivado. Pongamos un ejemplo muy simple. Imaginemos una acción cuyo precio es 100, si los tipos de interés están al 10% el precio futuro a 1 año será 110.

$$100 \times (1+10\%)=110$$

Es decir, para una persona es completamente indiferente comprar y pagar la acción a 100 hoy o comprar y pagar las acciones a 110 dentro de un año. Financieramente es lo mismo. Si dentro de un año la acción tiene un precio de 80, el poseedor de las acciones habrá perdido 20€ más el coste de oportunidad. Es decir, haber tenido retenidos 100€ durante un año estando los tipos de interés al 10%, significa que ha dejado de generar 10€, por lo que realmente ha perdido 30€. Exactamente lo mismo que el comprador del futuro que se comprometió a pagar 110€ por algo que en la fecha de vencimiento vale 80€.

Añadamos al ejemplo anterior un dividendo ordinario. Dentro de 6 meses paga un dividendo de 6€ y el tipo de interés a 6 meses es un 8%. El precio futuro en este caso se calculará:

$$\text{Precio Futuro} = \left[100 - \left(\frac{6}{(1 + 8\% \times \frac{180}{360})} \right) \right] \times (1 + 10\%) = 103,65$$

Julio 2020

Es decir, como el poseedor de las acciones va a recibir 6€ dentro de 6 meses y por tanto el precio va a caer 6€, el comprador del futuro como no tiene las acciones no recibirá el dividendo, pero sí va recibir el impacto en el precio. Por eso, el precio futuro descuenta el dividendo actualizado, para que se mantenga la relación de arbitraje y que las inversiones en acciones y futuros sean idénticas.

Si el precio de la acción cae a 80€ dentro de un año, el comprador de las acciones habrá perdido 20€ más el coste de oportunidad, pero sin embargo por el camino se habrá ingresado 6€ que a su vez habrá podido invertir al tipo de interés correspondiente durante 6 meses. Genera exactamente lo mismo que comprar el futuro a 103,65. Como podéis apreciar, al tenerse en cuenta en el precio del futuro, no hace falta ajustarlo.

Ahora supongamos que el dividendo anterior no es un dividendo ordinario sino un dividendo extraordinario, es decir un dividendo que no se espera que pague la compañía ni se considera que lo vaya a volver a pagar en un futuro. Normalmente los dividendos ordinarios provienen de los beneficios de la compañía, mientras que los dividendos extraordinarios provienen de una situación distinta, como la venta de un activo que ha generado unas buenas plusvalías y la compañía decide retribuir a sus propietarios (accionistas).

Si el dividendo anterior fuese extraordinario no se tendría en cuenta en el precio y por tanto habría que ajustarlo. En nuestro ejemplo anterior, el accionista va a recibir esos 6€ y por tanto reducirá sus pérdidas, mientras que el comprador del futuro que pagó 110€ no lo recibe, por ello lo que se hace es ajustar el precio, para que ambos participantes del mercado ganen o pierdan lo mismo.

Otra parte importante que considerar es que el contrato de futuros y opciones tiene un determinado tamaño. En MEFF, el tamaño de los futuros y opciones sobre acciones individuales son 100 acciones. Por ello, lo que se suelen ajustar son los nominales, es decir el precio por el número de acciones correspondiente. Si alguien tiene 100 acciones de una compañía que hace una ampliación de capital liberada (entrega acciones a sus accionistas sin que estos paguen nada a cambio) de 1x20. Es decir, una acción nueva por cada veinte que se tengan. Está claro que ese accionista al día siguiente de la ampliación tiene 105 acciones. Por eso, el multiplicador de los futuros y opciones también cambia de 100 a 105.

A lo largo del año suelen ser numerosos los ajustes en los contratos, se ajustarán las siguientes operaciones corporativas:

- Ampliaciones de capital y programas de recompra de acciones.
- Reducciones de capital o de reservas mediante pago en efectivo a los accionistas.
- Desdoblamiento de las acciones representativas del capital a razón de varias acciones por cada una existente.
- Consolidación de las acciones representativas del capital a razón de una acción por cada varias existentes.
- Dividendos extraordinarios.
- Fusiones.
- Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs).
- Oferta Pública de Adquisición de un emisor sobre sus propias acciones.
- Otras no mencionadas explícitamente que MEFF someta a la Comisión de Supervisión y Vigilancia.

Todos los ajustes son comunicados y explicados previamente por parte de MEFF y publicados en la página web como se puede observar en el siguiente cuadro:

Cuadro 1: Cuadro de ajustes del año 2019 en la página web de MEFF. Fuente: www.meff.com

AJUSTES

| SUBYACENTE | COMUNICADOS | FECHA DEL AJUSTE | NUEVA TABLA DE STRIKES | NUEVO MULTIPLICADOR | VENCIMIENTOS AJUSTADOS |
|-------------|--|------------------|------------------------|---------------------|------------------------|
| ATRES MEDIA | 22/03/2019 | - | - | - | - |
| CELLNEX | 10/10/2019 08/10/2019 | 11/10/2019 | [SI] | 107 | HASTA JUNIO 2020 |
| DIA | 29/10/2019 28/10/2019 | 30/10/2019 | [SI] | 341 | HASTA MARZO 2020 |
| | 17/05/2019 11/04/2019 05/02/2019 | - | - | - | - |
| IAG | 03/07/2019 10/05/2019 28/02/2019 | 04/07/2019 | [SI] | 107 | HASTA JUNIO 2020 |
| INDITEX | 30/10/2019 27/09/2019 | 31/10/2019 | [SI] | 101/102/103 | HASTA DICIEMBRE 2023 |
| MEDIASET | 05/07/2019 | - | - | - | - |

En las condiciones generales de los contratos de derivados publicadas también en la página web de MEFF se describe detalladamente cómo se ajustan los contratos.

Veamos un ejemplo real. El día 28 de febrero de 2019 MEFF comunica lo siguiente:

COMUNICADO 04/19

Fecha: 28 de febrero de 2019

Asunto **INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A. (IAG) – Ajuste a los Contratos de Futuro y Opción**

El Consejo de Administración de INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A. ha acordado proponer a su Junta General Ordinaria de Accionistas, el reparto de un dividendo extraordinario de 0,35 euros por acción en efectivo con fecha de pago el 8 de julio de 2019 (fecha ex-dividendo 5 de julio de 2019).

Si la propuesta resultara aprobada, los Contratos de Futuro y Opción sobre INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A. (IAG) serían ajustados en la forma prevista en los apartados 4.7.6 y 5.7.6 de las Condiciones Generales para el Segmento de Derivados Financieros.

En las condiciones de los contratos se explica en el punto 6.6.6:

6.6.6. Dividendos extraordinarios

Los dividendos extraordinarios y otras retribuciones a los accionistas no asimilables al pago de dividendos ordinarios, se ajustarán por el importe del dividendo o retribución considerada excepcional y no periódico.

En los casos en que proceda realizar ajuste por dividendos, se ajustarán el Precio Registro de los Contratos y el número de acciones del mismo modo que en el caso indicado en el apartado 6.6.3.

En caso de pagos en activos cuya valoración se prevea difícil de realizar en el momento en que se debe realizar el ajuste o sobre los que se pueda prever una dificultad de operatividad en mercado con el activo que se entrega como pago, podrá establecerse la no realización de ajuste, anunciándolo con prontitud tras el anuncio de la emisora de su intención de realizar un pago o una entrega con esas características. En situaciones que exijan la realización de un ajuste por entrega de un activo cuya valoración sólo se conocería con certeza en la fecha de ajuste, se podrá suspender temporalmente la negociación de los Futuros correspondientes para facilitar la realización del ajuste en las condiciones más equitativas para los participantes con posición abierta.

Y en el punto 6.6.3 explica lo siguiente:

6.6.3. Reducción de capital o de reservas mediante devolución de aportaciones en efectivo a los accionistas

Se realizará ajuste por este hecho siempre que la operación no sea asimilable al pago de un dividendo ordinario. En caso de ajuste, se ajustarán el Precio de Registro de los Contratos y el número de acciones del siguiente modo:

Ajustes:

a) Al Precio de Registro de los Contratos:

$$PRC = PLD \times [1 - (ID / PC)]$$

Siendo:

PRC: Nuevo Precio de Registro de los Contratos.
PLD: Precio de Liquidación Diaria del día previo a la "fecha de ajuste".
ID: Importe bruto de la devolución por acción.
PC: Precio de Cierre del Activo Subyacente el día previo a la "fecha de ajuste".

b) Al número de acciones de un Contrato:

$$NACD = NACA / [1 - (ID / PC)]$$

Siendo:

NACD: Número de acciones de un Contrato después del ajuste.
NACA: Número de acciones de un Contrato antes del ajuste.
PC: Precio de Cierre del Activo Subyacente el día previo a la "fecha de ajuste".

c) Al Precio de Liquidación a Vencimiento:

- c.1 Si todos los pagos de dividendos del periodo han sido previos, el PLV se calculará como el sumatorio de los dividendos pagados multiplicado por $[1 - (ID / PC)]$.
- c.2 Si todos los pagos del periodo son posteriores, el PLV no se ajustará y será la suma de dividendos del periodo.
- c.3 Si hay pagos anteriores y pagos posteriores, el PLV será la suma de dividendos anteriores multiplicada por $[1 - (ID / PC)]$ más la suma de dividendos posteriores sin ajustar.

Así, el día anterior, cuando se conoce el precio de liquidación diaria, se publica el ajuste:

| COMUNICADO 13/19 // NOTICE 13/19 | |
|--|------------|
| Fecha // Date: 3 de julio de 2019 // 3 July 2019 | |
| Asunto // Subject: IAG. – Ajuste a los Contratos de Futuro y Opción IAG. – Adjustment to Futures and Options Contracts | |
| Hecho corporativo: Dividendo extraordinario (0.35) / Corporate event: Extraordinary Dividend (0.35) | |
| Precio Cierre IAG / IAG Closing Price | 5,436 |
| Fecha de Inicio/ Starting date | 04-jul-19 |
| Ratio | 0,93359894 |
| Nuevo Número acciones fut&opc acciones / Stock fut&opt New number of shares | 107 |
| AJUSTE EN FUTUROS | |
| ADJUSTMENT TO FUTURE CONTRACTS | |
| FIAGN9P / FIAGN9C Prec.Liquidación Diaria/ Daily Settlement Price | 5,27 |
| FIAGN9P107 / FIAGN9C107 Nuevo Precio Registro/New Registered Price | 4,920066 |
| FIAGQ9P / FIAGQ9C Prec.Liquidación Diaria/ Daily Settlement Price | 5,27 |
| FIAGQ9P107 / FIAGQ9C107 Nuevo Precio Registro/New Registered Price | 4,920066 |
| FIAGU9P / FIAGU9C Prec.Liquidación Diaria/ Daily Settlement Price | 5,27 |
| FIAGU9P107 / FIAGU9C107 Nuevo Precio Registro/New Registered Price | 4,920066 |
| FIAGZ9P / FIAGZ9C Prec.Liquidación Diaria/ Daily Settlement Price | 5,12 |
| FIAGZ9P107 / FIAGZ9C107 Nuevo Precio Registro/New Registered Price | 4,780027 |
| FIAGH0P / FIAGH0C Prec.Liquidación Diaria/ Daily Settlement Price | 5,12 |
| FIAGH0P107 / FIAGH0C107 Nuevo Precio Registro/New Registered Price | 4,780027 |
| FIAGM0P107 / FIAGM0C107 Nuevo Precio Registro/New Registered Price | 5,12 |
| FIAGM0P107 / FIAGM0C107 Nuevo Precio Registro/New Registered Price | 4,780027 |

El precio de cierre es 5,436€ y se paga un dividendo extraordinario de 0,35€. Además, en este caso concreto, coincide con que también se paga el dividendo ordinario de 0,165€ el mismo día. Hay compañías que deciden hacer coincidir los dividendos extraordinarios y los ordinarios, no es ni mucho menos una rareza. Por tanto, la ratio del cuadro anterior sale de: $(5,436 - 0,165 - 0,35) / (5,436 - 0,165) = 0,933598$. Los precios de liquidación diaria de los futuros se multiplican por esta ratio para obtener los nuevos precios de liquidación diaria.

También se modifican los nuevos multiplicadores, para que el Nominal sea el mismo. En la fecha de ajuste, MEFF procede a cerrar todas las posiciones abiertas en los contratos que se ajustan y volverlas a abrir con los nuevos precios, pero como el multiplicador es distinto, no se ha alterado el nominal.

A veces se aplica un nuevo multiplicador en función del vencimiento, esto es porque es un ajuste sobre otro ajuste que ocurrió hace tiempo (el año pasado). Los vencimientos que se abran a partir de ahora tendrán un multiplicador de 100. Por eso, es habitual que convivan para un mismo subyacente diferentes vencimientos con distintos multiplicadores.

Por ejemplo, supongamos que para un determinado subyacente están abiertos ahora mismo los vencimientos inferiores a un año, son 6: agosto 2020, septiembre 2020, octubre 2020, diciembre 2020, marzo 2021 y junio 2021. Los vencimientos mensuales se abren secuencialmente, siempre están abiertos los 3 próximos y luego saltan al ciclo trimestral. Fijaos que el vencimiento de noviembre no existe, se abrirá cuando se cierre el vencimiento de agosto el tercer viernes de agosto. Si ahora mismo se ajustara el multiplicador de este subyacente, por ejemplo, a 107, se aplicaría a todos los vencimientos abiertos. Sin embargo, cuando se abra el vencimiento de noviembre éste tendrá nuevamente 100 acciones. Por esta razón, como suelen convivir

Julio 2020

vencimientos con varios multiplicadores, a los que no tienen multiplicador 100 se les cambia el nombre poniéndole el multiplicador a final para que no haya ninguna confusión. Por ejemplo, el contrato de futuro de primer vencimiento de nuestro ejemplo anterior FIAGN9P:

“F” de futuro.

“IAG” es el Subyacente.

“N” es la letra que identifica el mes de Julio.

“9” es año 2019.

“P” es *Physical*, es decir, contrato de futuro que vence por entrega. También está el “C” *Cash*, que vence por diferencias.

Pasaría a ser FIAGN9P**107** el día que se realiza el ajuste, para quede perfectamente identificado.