

La transparencia de la política de dividendos Implicaciones

Ignacio Solloa

18 de junio de 2013

Importancia de los futuros y las opciones

- La existencia de opciones y de futuros mejora la liquidez de las acciones de las compañías.
- Contribuyen a la mejor formación del precio de mercado, aumentando las formas de tomar posición.
- Además, diversos estudios demuestran que estos contratos tienen un efecto estabilizador en la cotización diaria del precio de una acción.
- Los productos estructurados son, o incorporan, futuros u opciones.

¿Qué son los dividendos?

- Hay muchas definiciones.
- Para entendernos, nos referimos a cualquier pago, en efectivo, o en especie, que provoque una bajada automática de la cotización de contado en la fecha de pago (la fecha ex-dividendo).
- No necesariamente es retribución.
- Los ordinarios son recurrentes. Se estiman e incorporan en el precio de la acción a plazo, en función de la cuantía y de la fecha de pago.
- El resto (extraordinarios, etc), cuando ocurren, se ajustan para neutralizar su efecto en el precio derivado y por tanto no influyen.

Importancia de los dividendos en los futuros y opciones

- ¿Por qué son tan importantes, más aún que para la cotización del contado?
- En los futuros y las opciones, los dividendos no sólo influyen sino que forman parte directa del precio, junto con el precio de contado ➡
doble efecto: influencia en el contado, y directo en el precio
- Debido a su vencimiento, es importante la cuantía y la fecha de pago

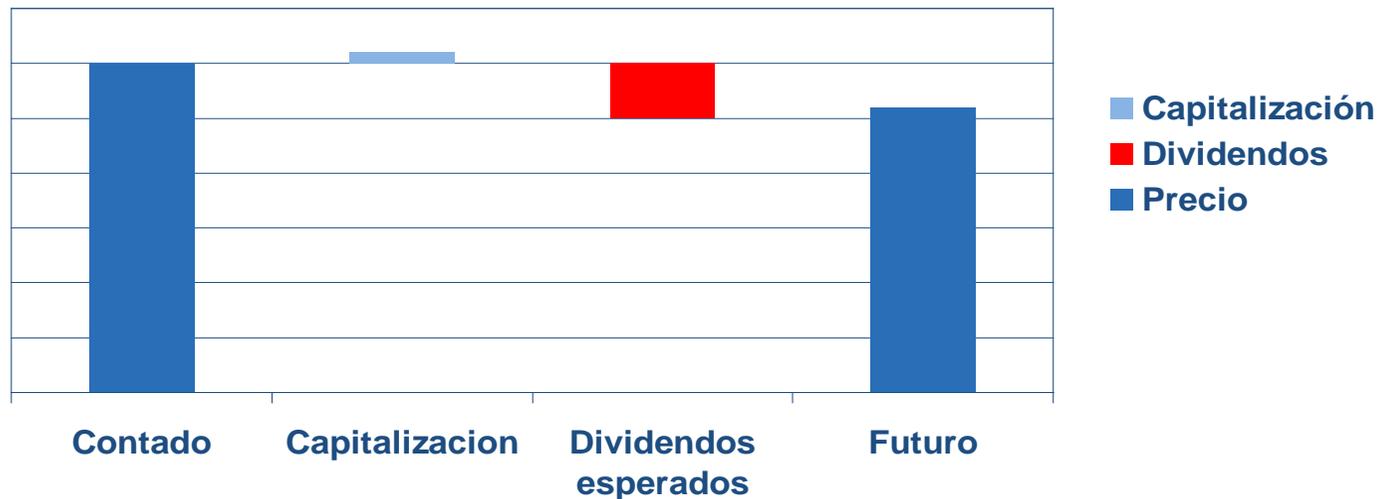
Formación del precio a plazo

El precio a plazo debe ser replicable:

- + Compra contado
- + Financiación de la compra
- Dividendos a percibir dentro del plazo
- = Precio a plazo

- El dividendo en los futuros

- A fin de encontrar el valor esperado (replicable, arbitrable) de una acción en una fecha futura, se restan al valor de cotización actual los dividendos que se espera que pague.



- El dividendo en las opciones

- Al igual que en los futuros, el poseedor de la opción no tiene derecho a recibir el dividendo.



- Diferencia de precio entre el contado y el futuro:

Precio de contado	15,00 €
Dividendos esperados entre hoy y la fecha de vencimiento del Futuro:	1,00 €
Capitalización del contado:	0,05 €
Precio del futuro:	14,05 €

- En el caso de los Futuros sobre índice, también el mercado descuenta los dividendos esperados a pagar por los componentes del índice, medidos no en euros sino en puntos de índice:

Precio del IBEX 35®	8.000 puntos
Dividendos esperados entre hoy y la fecha de vencimiento del Futuro:	100 puntos
Capitalización del contado:	10 puntos
Precio teórico del futuro:	7.910 puntos

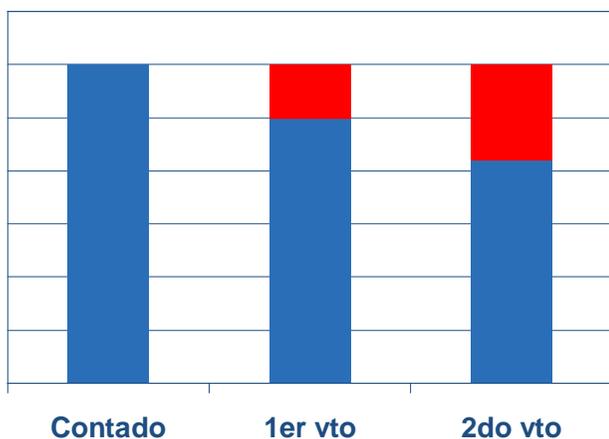
El dividendo en el precio

- El comprador de un futuro (o comprador de opción call o vendedor de opción put) “recibe” el dividendo anticipadamente, mediante su descuento en el precio
- El pagador de ese dividendo es el vendedor del futuro (o vendedor de opción call o comprador de opción put)
 - Si luego el dividendo es menor, o no ocurre dentro del plazo, significa que el descuento fue excesivo
 - Si el dividendo es mayor, o entra en plazo un pago previsto para después, significa que el descuento fue insuficiente
- El impacto es en el momento de conocerse el cambio

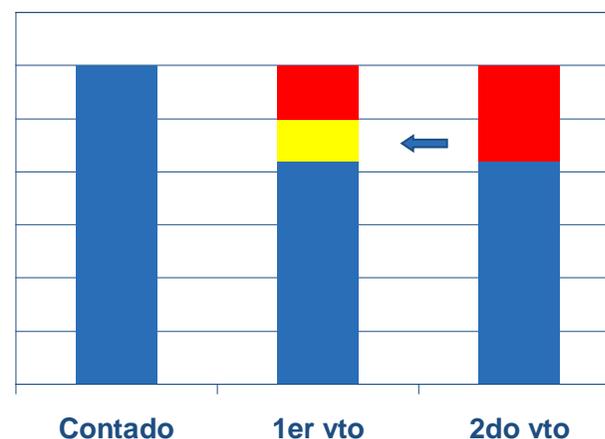
Riesgo de dividendo

- El riesgo de dividendo se concentra en:

- Modificación en la fecha de pago



■ Dividendos Esperados
■ Precio



■ Dividendos esperados
■ Dividendos modificados en fecha
■ Precio

- Eliminación del dividendo
- Modificación en la modalidad del dividendo
- Aumento/Disminución de la cantidad

- Cambio del precio del futuro debido a un mero cambio en la fecha de pago de un dividendo:

	Contado	Futuro 1 ^{er} Vencimiento	Futuro 2 ^o Vencimiento
Precio	15,00	15,00	14,00
Dividendos esperados		0,00	1,00
La compañía anuncia que el pago de dividendo de 1 euro será en una fecha anterior al vencimiento del 1 ^{er} futuro. Por tanto, pasa a formar parte de los dividendos esperados para este vencimiento.			
Nuevos Dividendos esperados		1,00	1,00
Nuevos precios	15,00	14,00	14,00

Los cambios afectan a las posiciones existentes en el momento de conocerse. Se produce un traspaso de pérdidas y ganancias de 1€ por acción que no tiene ningún paralelismo con los movimientos de contado.

Importancia de la política de dividendos

- Por todo ello, las empresas deben tener una clara y previsible política de dividendos para así evitar los siguientes problemas/riesgos:
 1. Variaciones en el precio del futuro debido al cambio en la fecha prevista de pago de un dividendo.
 2. Valoración errónea de opciones y futuros.
 3. Información asimétrica.

 **Evitando estos problemas, se asegura el correcto funcionamiento de los mercados de opciones y futuros y sus efectos beneficiosos sobre el mercado de contado**

Efecto en productos estructurados

- Cualquier producto estructurado referenciado a un valor o un índice bursátil lleva un alto componente de dividendos (varios años) incluido en su precio.
- El resultado de rentabilidad está referenciado a un precio “facial” que debe, o no debe, ser ajustado.
- La calificación como ordinario o no de un dividendo, o, incluso de un pseudo-dividendo, tiene un impacto decisivo en la rentabilidad final.

¿Qué pueden hacer las emisoras?

- Disponer de un **patrón de pago** conocido, en cuanto a nº de pagos y fechas aproximadas, de los dividendos ordinarios
- Avisar los **cambios** a ese patrón con **antelación** razonable, teniendo en cuenta las posiciones en productos a plazo
- **Identificar** claramente la **excepcionalidad** de los pagos no recurrentes o de los incrementos no esperados y no repetibles
- **Identificar** cuando **otra forma de pago sustituye** a la tradicional en efectivo con cargo a beneficios
- **No** dejar el anuncio de la fecha de pago exacta para **unos pocos días antes**, preocupándose sólo de haber anunciado el importe con antelación
- Tener en cuenta la **fecha ex-dividendo** histórica en los “choice”, y no variarla por el periodo de la ampliación

¿Qué beneficios se obtendrán?

- Mejora en la formación del precio de mercado, por reducción de riesgos que no hay que incluir en la horquilla
- Ausencia de posibles pérdidas importantes en algunos participantes debidas a un cambio: los perjudicados lo achacarán a la emisora y los beneficiados lo achacarán al mercado
- Ausencia de impactos perniciosos vía índices internacionales
- Mejora en la reputación de las emisoras españolas

Gracias por su atención

