

Los dividendos de la Bolsa Española es uno de sus máximo atractivos, siendo una de las bolsas del mundo líder en retribución a sus accionistas. Inversores y gestores suelen tener unas expectativas de rentabilidad basada en dos fuentes de ingresos

- 1) rentabilidad por dividendo
- 2) evolución del precio del activo.

Los futuros sobre dividendos son contratos que van a ayudarnos a gestionar el riesgo de cambios en los dividendos de una compañía (Futuros sobre dividendos de acciones individuales) o un índice (futuros sobre Índice IBEX 35 Impacto Dividendo).

Su operativa es muy sencilla. Por ejemplo, vendemos un futuro sobre los dividendos de Repsol de vencimiento diciembre de 2021 a 0,32, que es lo que el mercado espera pague Repsol de dividendos acumulado hasta el mes de diciembre en todo 2021. Si finalmente Repsol paga 0,30, el resultado será: $(0,32 - 0,30) \times 1000 \text{ acciones} = +20\text{€}$.

Cuando la exposición a renta variable es vía futuros, la exposición al dividendo inversa al contado, ya que se están teniendo en cuenta los dividendos estimados hasta la fecha de vencimiento:

- Si tenemos un **futuro de IBEX 35** comprado, implícitamente tenemos una cesta de IBEX 35® financiada hasta el vencimiento (coste) y el ingreso que proviene de los dividendos de la cesta estimados y que están implícitos en el precio del futuro. Si los dividendos reales finalmente pagados por la cesta son mayores de lo estimado, habrá pérdidas por no haber ingresado esos dividendos que con la cesta física si se hubieran ingresado.
- Si tenemos un **futuro de IBEX 35** vendido, implícitamente tenemos una cesta de IBEX 35® vendida en invertido hasta el vencimiento (ingreso) pero teniendo que pagar de los dividendos de la cesta estimados y que están implícitos en el precio del futuro. Si los dividendos reales finalmente pagados son menores de lo estimado habrá pérdidas por no haber pagado esos dividendos estimado en vez de los reales si se hubiera tenido la cesta.

Pongamos un ejemplo con los futuros y cestas sobre IBEX 35. Supongamos que tenemos un futuro de IBEX 35 de vencimiento diciembre el día 28 de octubre valorado a 8.943. El IBEX 35 está en 8.985,8. El IBEX Impacto Dividendo cotiza a 189,7 puntos, es decir, las acciones que componen el IBEX 35 han repartido en dividendos a lo largo del año equivalentes a 189,70 punto de índice. O lo que es lo mismo, el IBEX 35 ha caído a lo largo del año esos puntos como consecuencia del pago de dividendos.

El futuro de IBEX Impacto Dividendo del mes de diciembre 2021 está cotizando: 229(bid)-234(ask). Eso quiere decir que se espera que entre hoy y el tercer viernes de diciembre de este año el IBEX 35 caiga entre 39,3 y 44,3 puntos vía dividendos.

Al tener un futuro de IBEX 35 nuestro riesgo es que, si suben los dividendos, el futuro caerá más de lo que se esperaba ya que:

$$\text{Precio Futuro IBEX 35} = \text{Precio de contado capitalizado} - \text{Dividendos en puntos de IBEX también capitalizados.}$$

Por esta razón, si tenemos futuros de IBEX 35 comprados, deberíamos comprar futuros de IBEX Impacto dividendo a 234.

Supongamos nuevamente dos situaciones:

Si bajan los dividendos estimados y finalmente se reparten 220 puntos.

Si bajan los dividendos y se reparten finalmente 220, significa que entre hoy y el vencimiento de diciembre se repartirán sólo 30,3 puntos (220-189,7).

Si el IBEX 35 acabase en 9.200 puntos el tercer viernes de diciembre. Alguien que tuviese la cesta de los 35 valores tendría en este tiempo que queda hasta el vencimiento el siguiente resultado:

$$(9.200-8.985,8) \times 10 \text{ (multiplicador)}=2.140 \text{ euros (2,38\%)} \text{ al que habría que incorporar los dividendos ingresados finalmente } 30,3 \times 10 = 303 \text{ euros, lo que hace un total de 2.445 euros (un 2,72\%)}$$

Sin embargo, una persona con la misma exposición al precio pero que lo haya hecho vía futuros de IBEX, tendría el siguiente resultado:

$$(9.200 - 8.943) \times 10 \text{ (multiplicador)} = 2.570 \text{ euros (2,87\%)}$$

Por otro lado, como hemos comprado el futuro Impacto dividendo para asegurarnos esos 234 puntos, no nos beneficiaremos de la bajada en los dividendos estimados.

$(220-234) \times 10$ (multiplicador)= -140 euros que tenemos que pagar. Por tanto, el total sería $2.570 - 140 = 2.430$ euros (2,72%).

Si suben los dividendos estimados y finalmente se reparten 240 puntos.

Si suben los dividendos y se reparten finalmente 240, significa que entre hoy y el vencimiento de diciembre se repartirán 50,3 puntos.

Del mismo modo, si el IBEX 35 acabase en 9.200 puntos el tercer viernes de diciembre. Alguien que tuviese la cesta de los 35 valores tendría en este tiempo que queda hasta el vencimiento el siguiente resultado:

$$(9.200-8.985,8) \times 10 \text{ (multiplicador)}=2.140 \text{ euros (2,38\%)} \text{ al que habría que incorporar los dividendos ingresados finalmente } 50,3 \times 10 = 503 \text{ euros, lo que ce un total de 2.645 euros (un 2,94\%)}$$

Sin embargo, una persona con la misma exposición al precio pero que lo haya hecho vía futuros de IBEX, tendría el siguiente resultado:

$$(9.200 - 8.943) \times 10 \text{ (multiplicador)} = 2.570 \text{ euros (2,87\%)}$$

Por otro lado, como hemos comprado el futuro Impacto dividendo para asegurarnos esos 234 puntos, no nos beneficiaremos de la bajada en los dividendos estimados.

$(240-234) \times 10$ (multiplicador)= +60 euros que tenemos que pagar. Por tanto, el total sería $2.570 + 60 = 2.630$ euros (2,94%).

Por otra parte, si en una operación de Roll Over de la posición los operadores quisieran cerrar su riesgo de dividendo, es posible empaquetar el contrato de Futuro IBEX Impacto Dividendo a la operación de roll over con este fin.

Por ejemplo, supongamos que:

El 17 de noviembre de 2021, se tuvieron los siguientes precios de mercado:

- Futuro IBEX 35 vencimiento 19.Nov: 9021
- Futuro IBEX 35 vencimiento 17.Dic: 8998
- Índice IBEX Impacto Div: 213.1
- Futuro IBEX Impacto Div: 236

En el periodo 19.Nov a 17.Dic, uno de los dividendos considerados es el de cierta empresa que representa 8 puntos de índice. En el mercado existen dudas de que la fecha exdate de ese dividendo esté dentro del periodo del roll over, y de hecho está incluido al 50% tanto en el timespread como en el Futuro IBEX Impacto Div.

Dos operadores dentro del roll over deciden realizar el rolo cubriendo el riesgo de ese dividendo, y considerando en ambos que el dividendo se pagará en un 50% dentro del periodo.

Por tanto, realizan una operación donde:

El comprador del rolo:

- Compra Futuro IBEX 35 Vto Nov a 9021
- Vende Futuro IBEX 35 Vto Dic a 8998
- Vende Futuro IBEX Impacto Div a 231

El vendedor del rolo realiza las contrapartidas de la anterior operación.

Así, contemplemos las pérdidas y ganancias generadas en función de lo que finalmente ocurrirá con el dividendo:

Si el dividendo efectivamente acaba teniendo su fecha exdate dentro del periodo:

- El precio del primer futuro seguiría habiendo sido 9021
- Sin embargo, el precio del segundo futuro debería haber sido cuatro puntos más bajo (ya que solo incluimos la mitad de los 8 puntos finalmente pagados) con lo que debería haberse vendido a 8994.

Al haberlo vendido a 8998, el comprador de rolo ganó cuatro puntos sobre el precio que debería haber realizado (y el vendedor de rolo los perdió).

- El precio del Futuro IBEX Impacto Div incluirá los 8 puntos pagados, con lo que cerrará cuatro puntos por encima del precio al que hicimos nuestra operación (ya que solo incluimos la mitad de los 8 puntos finalmente pagados), es decir, a 235.

Al haberlo vendido a 231, el comprador del rolo pierde cuatro puntos en este contrato (y el vendedor los gana), lo cual compensa su ganancia en el precio del futuro IBEX del segundo vencimiento.

- De la misma manera, si el dividendo acaba teniendo su fecha exdate fuera del periodo, también los flujos se verán compensados, si bien en sentido inverso (el comprador de rolo tendrá pérdidas en el Futuro IBEX segundo vencimiento, y ganancias en el Futuro IBEX Impacto Div).

En definitiva, al haber introducido dentro de la operación de roll over el contrato de Futuro Dividendos, y haberlo hecho a unos precios acordes a los precios de diferencia entre el primer y segundo vencimiento, ambas partes (comprador y vendedor) han cerrado su riesgo de dividendo, siéndoles ya indiferentes que el pago de cierto dividendo ocurra o no dentro del periodo cubierto por el timespread.