

Funcionamiento de la cobertura de dividendos

Enrique Castellanos, FRM, MFIA. Director, Instituto BME.

Los dividendos de la Bolsa Española es uno de sus máximos atractivos, de hecho, somos una de las bolsas de 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: $(0,32-0,30) \times 1000 \text{ acciones} = 20\text{€}$.

Pongamos un ejemplo sencillo de cómo estos productos sirven para cubrir el riesgo de dividendo.

Supongamos que hoy 28 de octubre de 2021 tenemos 5.000 acciones de Telefónica a 3,813. Se esperan recibir 0,135 euros brutos por acción el día 14 de diciembre, es decir 675€ (3,54% de rentabilidad vía dividendo). Claramente el riesgo es de disminución o anulación del dividendo. ¿Cómo podemos cubrir el riesgo? Muy sencillo, vendiendo futuros sobre dividendos de acciones de Telefónica. Si vamos a la pantalla de futuros de MEFF, vemos que el vencimiento del 17 de diciembre cotiza 0,32(bid)-0,34(ask). ¿Por qué cotiza a esos niveles? La razón es que el día 17 de junio de 2021 pagó 0,198 euros brutos por acción. Esos 0,198 sumados a los 0,135 que se esperan que pague en diciembre son 0,333 euros brutos por acción en el año 2021. Es decir, se van acumulando en de un vencimiento a otro. En nuestro caso, para proteger nuestros dividendos debemos vender 5 futuros (cada futuro son 1.000 acciones).

Pongamos dos casos:

- *Aumenta el dividendo a 0,15 euros brutos por acción.*

Si aumenta el dividendo a 0,15, el precio de liquidación del futuro en el vencimiento de diciembre será $0,15+0,198=0,348$.

Al tener 5.000 acciones, recibiríamos más de lo que inicialmente esperábamos: $0,15 \times 5.000 = 750 \text{ euros}$ (esperábamos 675 euros).

Sin embargo, al tener 5 futuros vendidos a 0,32, tendremos una liquidación negativa: $(0,32-0,348) \times 1.000 \text{ (multiplicador)} \times 5 \text{ contratos} = -140 \text{ euros}$.

Noviembre 2021

En total nuestro dividendo ha sido de $750 - 140 = 610$ euros (+3,20%)

Habíamos asegurado mediante la venta de futuros a 0,32 como mínimo 0,122 euros por acción. $0,135 - (0,333 - 0,32) = 0,122$. De ahí los 610 euros $= 0,122 \times 5.000$

En este caso hemos dejado de ganar lo que hayan subido los dividendos al asegurar una cantidad.

- Disminuye el dividendo a 0,10 euros brutos por acción.

Si disminuimos el dividendo a 0,10, el precio de liquidación del futuro en el vencimiento de diciembre será $0,10 + 0,198 = 0,298$.

Al tener 5.000 acciones, recibiríamos menos de lo que inicialmente esperábamos: $0,10 \times 5.000 = 500$ euros (esperábamos 675 euros).

Sin embargo, al tener 5 futuros vendidos a 0,32, tendremos una liquidación positiva: $(0,32 - 0,298) \times 1.000$ (multiplicador) $\times 5$ contratos = +110 euros.

En total nuestro dividendo ha sido de $500 + 110 = 610$ euros (+3,20%)

En este caso nuestro dividendo recibido ha sido menos, pero no hemos perdido ese dinero al asegurar una cantidad mínima.

Cuando en vez de tener acciones, la exposición a renta variable es vía futuros, la exposición al dividendo es diferente 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 estimados en vez de los reales si se hubiera tenido la cesta.

Por esta razón, cuando tenemos futuros, la exposición al dividendo es justo la contraria que con las acciones. Pongamos un ejemplo con los futuros y cestas sobre IBEX 35.

Noviembre 2021

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 puntos 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:

Precio Futuro IBEX 35= Precio de contado capitalizado- 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:

$(9.200 - 8.985,8) \times 10$ (multiplicador) = 2.140 euros (2,38%) al que habría que incorporar los dividendos ingresados finalmente $30,3 \times 10 = 303$ euros, lo que ce 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:

$(9.200 - 8.943) \times 10$ (multiplicador) = 2.570 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%).

Noviembre 2021

- 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:

$(9.200 - 8.985,8) \times 10$ (multiplicador) = 2.140 euros (2,38%) al que habría que incorporar los dividendos ingresados finalmente $50,3 \times 10 = 503$ euros, lo que da 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:

$(9.200 - 8.943) \times 10$ (multiplicador) = 2.570 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%).