



Universidad de Valladolid

**Facultad de Ciencias Económicas y
Empresariales**

Trabajo Fin de Grado

Grado en Finanzas, Banca y Seguros

**Estrategias de cobertura con
derivados financieros sobre acciones
del IBEX 35**

Presentado por:

Ángela Ibáñez Testera

Tutelado por:

Julia Martínez Rodríguez

Valladolid, 18 de junio de 2025

Resumen

Este Trabajo de Fin de Grado analiza el uso de derivados financieros —futuros y opciones— como instrumentos de cobertura en acciones del IBEX 35. Partiendo de un marco teórico sobre la operativa y características de estos productos, se aplican tres estrategias de cobertura a inversiones en acciones de Inditex, Iberdrola y CaixaBank: (1) posición larga en el subyacente y corta en futuros; (2) larga en el subyacente y corta en opciones de compra; (3) larga en el subyacente y larga en opciones de venta.

A partir de datos reales del primer semestre de 2025, se evalúa el comportamiento de cada estrategia ante distintos escenarios de mercado. Posteriormente, en función del perfil de cada empresa y del contexto macroeconómico, se proyecta cuál sería la estrategia más adecuada para la segunda mitad del año.

Palabras clave: derivados financieros, cobertura, IBEX 35, futuros, opciones.

Abstract

This Final Degree Project explores the use of financial derivatives—futures and options—as hedging instruments for IBEX 35 stocks. Following a theoretical framework on the mechanics of these products, three hedging strategies are applied to investments in Inditex, Iberdrola, and CaixaBank stocks: (1) long position in the underlying and short futures; (2) long in the underlying and short call options; (3) long in the underlying and long put options.

Using real data from early 2025, each strategy's behavior is evaluated under different market scenarios. Then, based on each company's profile and the macroeconomic outlook, a projection is made of the most suitable strategy for the second half of the year.

Keywords: financial derivatives, hedging, IBEX 35, futures, options.

ÍNDICE DE CONTENIDO

1.	INTRODUCCIÓN	1
1.1.	Justificación del tema e interés del trabajo	1
1.2.	Objetivos del trabajo	1
1.3.	Metodología	2
1.4.	Importancia de los derivados financieros en inversión y cobertura	3
1.5.	Justificación de la elección de Inditex, Iberdrola y CaixaBank.....	3
2.	EL IBEX 35 Y LAS EMPRESAS SELECCIONADAS	4
2.1.	El IBEX 35: Características y relevancia en el mercado financiero	4
2.2.	Análisis financiero y bursátil de Inditex, Iberdrola y CaixaBank	4
3.	INTRODUCCIÓN A LOS DERIVADOS FINANCIEROS	7
3.1.	¿Qué son los derivados?	8
3.2.	Principal mercado de derivados en España.....	8
3.3.	Operativa y acceso a derivados en España.....	9
4.	FUTUROS	10
4.1.	Contratos de futuros y funcionamiento de los mercados	10
4.2.	Ejemplo de contrato de futuros sobre acciones.....	11
4.3.	Estrategias especulativas con futuros.....	13
4.3.1.	<i>Posición larga</i>	14
4.3.2.	<i>Posición corta</i>	14
5.	OPCIONES.....	15
5.1.	Introducción a las opciones financieras	15
5.2.	Tipos de opciones	15
5.3.	Posiciones en opciones.....	15
5.4.	Estrategias especulativas con opciones.....	16
5.4.1.	<i>Posición larga en call</i>	17
5.4.2.	<i>Posición larga en put</i>	17
5.4.3.	<i>Posición corta en call</i>	17
5.4.4.	<i>Posición corta en put</i>	18
5.5.	Opciones sobre acciones	19
5.5.1.	<i>Fechas de vencimiento y ciclos de negociación</i>	19
5.5.2.	<i>Precio de ejercicio</i>	19

5.5.3.	<i>Clasificación de contratos según su relación con el precio de la acción.</i>	20
5.5.4.	<i>Valor intrínseco y valor temporal</i>	20
5.5.5.	<i>Factores que afectan al precio de las opciones sobre acciones</i>	22
6.	APLICACIÓN PRÁCTICA DE ESTRATEGIAS DE COBERTURA CON FUTUROS Y OPCIONES SOBRE ACCIONES DEL IBEX 35	23
6.1.	Posición larga en el subyacente y corta en futuros	25
6.2.	Posición larga en el subyacente y corta en opción de compra	27
6.3.	Posición larga en el subyacente y larga en opción de venta	29
7.	ANÁLISIS DE RESULTADOS: acciones de Inditex, Iberdrola y CaixaBank	32
8.	CONCLUSIONES	37
9.	BIBLIOGRAFÍA	39

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1.	Ejemplo ajuste diario al mercado en un contrato de futuros (EUR)	12
Tabla 2.	Resultado cobertura con futuros. Inditex	25
Tabla 3.	Resultado cobertura con opciones <i>call</i> . Inditex	28
Tabla 4.	Resultado cobertura con opciones <i>put</i> . Inditex	30
Tabla 5.	Cotizaciones de opciones <i>call</i> europeas sobre Inditex (25/03/2025 con vencimiento 20/06/2025)	41
Tabla 6.	Cotizaciones de opciones <i>put</i> europeas sobre Inditex (25/03/2025 con vencimiento 20/06/2025)	41
Tabla 7.	Precio objetivo, potencial de revalorización y datos de mercado de compañías del IBEX 35 según Renta 4 (27 de mayo 2025)	42
Tabla 8.	Resumen de precio actual, precio objetivo y datos de mercado para Inditex, Iberdrola y CaixaBank según Renta 4 (mayo de 2025)	43
Tabla 9.	Resultado cobertura con futuros. Iberdrola	46
Tabla 10.	Resultado cobertura con opciones <i>call</i> . Iberdrola	47
Tabla 11.	Resultado cobertura con opciones <i>put</i> . Iberdrola	49
Tabla 12.	Resultado cobertura con futuros. CaixaBank	50
Tabla 13.	Resultado cobertura con opciones <i>call</i> . CaixaBank	52
Tabla 14.	Resultado cobertura con opciones <i>put</i> . CaixaBank	53

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1.	Representación gráfica de las posiciones en futuros.	13
Figura 2.	Representación gráfica de las posiciones en opciones.....	16
Figura 3.	Representación gráfica de la cobertura con futuros. Inditex	26
Figura 4.	Representación gráfica de la cobertura con opciones <i>call</i> . Inditex	29
Figura 5.	Representación gráfica de la cobertura con opciones <i>put</i> . Inditex	31
Figura 6.	Evolución histórica de la cotización bursátil de CaixaBank, Iberdrola e Inditex	44
Figura 7.	Representación gráfica de la cobertura con futuros. Iberdrola.....	47
Figura 8.	Representación gráfica de la cobertura con opciones <i>call</i> . Iberdrola	48
Figura 9.	Representación gráfica de la cobertura con opciones <i>put</i> . Iberdrola	50
Figura 10.	Representación gráfica de la cobertura con futuros. CaixaBank	51
Figura 11.	Representación gráfica de la cobertura con opciones <i>call</i> . CaixaBank...	53
Figura 12.	Representación gráfica de la cobertura con opciones <i>put</i> . CaixaBank...	54

ÍNDICE DE APÉNDICES

Apéndice A.	Cotizaciones de opciones europeas sobre Inditex (25/03/2025).....	41
Apéndice B.	Datos bursátiles y de valoración de compañías analizadas.....	42
Apéndice C.	Aplicación de las estrategias de cobertura con derivados: Iberdrola y CaixaBank.....	46
	1. Posición larga en el subyacente y corta en futuros (Iberdrola)	46
	2. Posición larga en el subyacente y corta en <i>call</i> (Iberdrola).....	47
	3. Posición larga en el subyacente y larga en <i>put</i> (Iberdrola)	49
	4. Posición larga en el subyacente y corta en futuro (CaixaBank)	50
	5. Posición larga en el subyacente y corta en <i>call</i> (CaixaBank).....	51
	6. Posición larga en el subyacente y larga en <i>put</i> (CaixaBank)	53

1. INTRODUCCIÓN

En esta introducción se presenta el tema principal del trabajo: el uso de derivados financieros como herramientas de cobertura. Se explican los motivos que justifican su elección, los objetivos que se persiguen y la metodología empleada. Además, se detalla la importancia de estos instrumentos en los mercados financieros y se justifica la elección de tres empresas del IBEX 35 —Inditex, Iberdrola y CaixaBank— como casos prácticos para ilustrar la aplicación real de estas estrategias.

1.1. Justificación del tema e interés del trabajo

En un entorno financiero cada vez más complejo y volátil, la gestión eficiente del riesgo se ha convertido en una prioridad tanto para inversores particulares como institucionales. En este contexto, los derivados financieros, como los futuros y las opciones, desempeñan un papel esencial, ya que permiten cubrir riesgos o aprovechar oportunidades de mercado mediante estrategias específicas.

Este trabajo se centra en el análisis del uso de derivados financieros sobre acciones como instrumentos de cobertura, con un enfoque aplicado a tres empresas representativas del IBEX 35: Inditex, Iberdrola y CaixaBank (véase Diálogo, 2021). La elección de este tema se debe a la creciente relevancia de los derivados financieros en los mercados actuales y a la necesidad de entender su funcionamiento tanto desde una perspectiva teórica como práctica. Además, se trata de un área con aplicaciones reales, lo que lo convierte en un tema de interés tanto académico como profesional.

Este enfoque se apoya, además, en informes técnicos y de mercado, actualizados, de entidades de referencia como Goldman Sachs y Renta 4 Banco, cuyas previsiones y análisis se han utilizado para fundamentar la selección de estrategias, valorar el contexto macroeconómico y estimar el potencial de las empresas seleccionadas.

1.2. Objetivos del trabajo

El objetivo general del trabajo es analizar cómo pueden emplearse los derivados financieros, en concreto los futuros y las opciones sobre acciones, para llevar a cabo estrategias de cobertura sobre activos cotizados en el mercado español.

Los objetivos específicos son:

- Describir qué son los futuros y opciones, su funcionamiento y sus principales características.
- Diferenciar las estrategias de inversión especulativa de las estrategias de cobertura con derivados.
- Evaluar la accesibilidad y operativa de estos instrumentos en los mercados regulados españoles.
- Analizar cómo pueden utilizarse los derivados financieros para cubrir riesgos en acciones cotizadas y evaluar su impacto en la volatilidad y rentabilidad de las carteras.
- Aplicar estos conceptos a tres compañías del IBEX 35 —Inditex, Iberdrola y CaixaBank— mostrando ejemplos concretos de cobertura sobre sus acciones.
- Determinar cuál de las estrategias de cobertura analizadas resulta más adecuada para cada compañía, en función de su perfil, comportamiento bursátil y sensibilidad al entorno económico.

1.3. Metodología

La metodología adoptada combina un enfoque teórico y práctico. En primer lugar, se realiza una revisión bibliográfica y documental sobre los derivados financieros, sus características, funcionamiento y usos, especialmente en el ámbito de la cobertura. A continuación, se estudian tres estrategias de cobertura aplicadas a empresas seleccionadas del IBEX 35. Estas estrategias se analizan mediante ejemplos numéricos que permiten observar su efecto sobre la exposición al riesgo en una cartera de inversión.

Las tres estrategias analizadas parten de una posición larga en el activo subyacente y se complementan con:

1. Una posición corta en futuros.
2. La venta de una opción de compra.
3. La compra de una opción de venta.

La aplicación práctica de estas estrategias se desarrolla sobre datos reales en el periodo comprendido entre el 25 de marzo y el 20 de junio de 2025. A partir de este análisis, y

teniendo en cuenta el perfil financiero y bursátil de cada empresa, se determina cuál de las tres estrategias resulta más adecuada para la segunda mitad de 2025.

1.4. Importancia de los derivados financieros en inversión y cobertura

Los productos derivados son instrumentos cuyo valor depende del precio de un activo subyacente, como una acción, índice, tipo de interés o materia prima. Su creciente uso se debe a su capacidad para gestionar riesgos en entornos de incertidumbre, así como a su utilidad para desarrollar estrategias de inversión adaptadas a distintos perfiles y objetivos.

Desde una óptica especulativa, permiten apalancamiento financiero y exposición a distintos activos sin necesidad de comprarlos directamente. Desde una óptica de cobertura, son fundamentales para proteger carteras de inversión frente a movimientos adversos del mercado. Esta doble funcionalidad convierte a los derivados en herramientas clave para todo tipo de agentes del mercado.

Este trabajo aborda ambas perspectivas, si bien con un foco preferente en su uso como instrumento de cobertura para inversores que mantienen posiciones en acciones cotizadas.

1.5. Justificación de la elección de Inditex, Iberdrola y CaixaBank

Para el análisis práctico, se han elegido tres compañías del IBEX 35 que representan sectores clave de la economía española:

- Inditex: industria textil y comercio minorista.
- Iberdrola: sector energético.
- CaixaBank: sector financiero.

La elección de estas compañías se basa en los siguientes criterios:

- Diversificación sectorial: representan distintos sectores estratégicos.
- Alta liquidez bursátil: son valores con elevado volumen de negociación.
- Disponibilidad de derivados sobre sus acciones: existen opciones y futuros líquidos en el mercado español.
- Relevancia en el índice: tienen una alta correlación con el IBEX 35 y un peso significativo dentro de su composición.

El análisis de estas empresas permite mostrar con claridad cómo los derivados pueden ser utilizados para mitigar riesgos en entornos de mercado reales.

2. EL IBEX 35 Y LAS EMPRESAS SELECCIONADAS

Este capítulo analiza el papel del IBEX 35 como índice de referencia del mercado español y estudia tres de sus principales componentes —Inditex, Iberdrola y CaixaBank— a partir de su comportamiento bursátil, perfil financiero y exposición al riesgo. Este análisis permite identificar diferencias significativas entre ellas en cuanto a sensibilidad al entorno económico y volatilidad, lo que facilitará, más adelante, la interpretación de cuál de las estrategias de cobertura resulta más eficaz en función de las características de cada empresa.

2.1. El IBEX 35: Características y relevancia en el mercado financiero

El IBEX 35 es el índice bursátil de referencia en España, compuesto por las 35 empresas más líquidas que cotizan en el mercado continuo español (véase Diálogo, 2021). Su composición es revisada trimestralmente por el Comité Asesor Técnico para asegurar que refleja adecuadamente la evolución del mercado.

Además de actuar como barómetro de la economía nacional, el IBEX 35 es una referencia clave para inversores institucionales y particulares, tanto a nivel nacional como internacional. Su comportamiento ofrece información relevante sobre la percepción del riesgo en España, el sentimiento del mercado y la evolución de los principales sectores de la economía española. Por ello, su evolución resulta particularmente relevante a la hora de analizar el riesgo de mercado y diseñar estrategias de inversión o cobertura en escenarios de alta volatilidad.

2.2. Análisis financiero y bursátil de Inditex, Iberdrola y CaixaBank

Con el fin de establecer una base para el diseño de estrategias de cobertura, resulta necesario analizar la evolución bursátil reciente, la estructura operativa y el perfil de riesgo de tres compañías representativas del IBEX 35: Inditex, Iberdrola y CaixaBank. Estas empresas no solo ocupan posiciones destacadas dentro del índice por capitalización y volumen negociado, sino que presentan perfiles muy diferenciados en cuanto a sensibilidad al mercado, exposición sectorial y comportamiento en entornos

volátiles. Los datos financieros y bursátiles utilizados han sido obtenidos de la plataforma Morningstar (2025).

Inditex, una de las compañías con mayor capitalización del IBEX 35 (148.600 millones de euros), representa aproximadamente el 12 % del índice, lo que la convierte en uno de sus componentes más influyentes. Su beta de 1,07 refleja una volatilidad ligeramente superior a la del mercado, coherente con su perfil de empresa cíclica y con fuerte exposición internacional.

Fundada en 1985 y con sede en Arteixo (Galicia), Inditex opera bajo un modelo multimarca encabezado por Zara —incluida Zara Home— que aporta cerca del 70 % de los ingresos y beneficios del grupo. Con más de 7.000 tiendas en todo el mundo, genera el 65 % de sus ingresos en Europa, el 16 % en América y el 19 % en Asia. Su modelo de negocio se basa en el diseño interno y la subcontratación de la producción (menos del 10 % es fabricación propia), con más del 50 % de los proveedores situados cerca de su sede, lo que favorece una cadena de suministro ágil y centralizada.

Desde el punto de vista financiero, la compañía cerró el ejercicio fiscal 2024 con 38.632 millones de euros en ingresos, un margen operativo del 19,86 %, un margen neto del 15,18 % y un ROE del 30,62 %, cifras que reflejan una elevada rentabilidad y eficiencia operativa. Además, presenta un bajo nivel de apalancamiento (deuda/fondos propios de 0,22), lo que refuerza su perfil financiero sólido.

En términos bursátiles, Inditex experimentó una revalorización del +63,5 % en 2023 y un +29,8 % en 2024, aunque en lo que va de 2025 (hasta el 31 de mayo) acumula una corrección del -2,18 %. Esta evolución refleja su alta sensibilidad a los cambios en el consumo internacional y a los movimientos de capital vinculados al comercio global. De hecho, en fases de mayor tensión macroeconómica y geopolítica, su cotización tiende a mostrar una correlación creciente con índices como el S&P 500, más que con el IBEX 35, lo que refuerza su carácter de valor global más que puramente doméstico.

Iberdrola, con una capitalización bursátil de 101.600 millones de euros, es una de las mayores empresas del IBEX 35, donde representa aproximadamente el 14 % del índice. Es considerada un valor defensivo dentro del mercado español y europeo, gracias a su

perfil regulado, su diversificación geográfica y su fuerte posicionamiento en renovables. Su beta es moderada (0,69), inferior a la unidad, lo que refleja una menor volatilidad que el mercado y una respuesta más contenida ante cambios bruscos en el entorno bursátil.

La compañía es uno de los mayores grupos de servicios públicos del mundo, con una capacidad instalada cercana a 52 GW repartida en más de 40 países. Posee una fuerte presencia en generación eólica —que representa el 40 % de su cartera—, así como activos hidroeléctricos, de gas natural y nucleares. Aunque España representa cerca del 50 % de su capacidad de generación, Iberdrola también opera redes de distribución eléctrica en Reino Unido, Estados Unidos y Brasil, lo que le proporciona una base de ingresos diversificada y relativamente estable.

En el plano financiero, Iberdrola cerró 2024 con una facturación de 44.739 millones de euros, un margen operativo del 26,30 %, un margen neto del 12,54 % y un ROE del 12,44 %. El apalancamiento financiero es moderado, con una relación deuda/fondos propios de 0,92, lo que se considera razonable para el tipo de activo que gestiona. La compañía ha mostrado también una evolución positiva en rentabilidad bursátil: tras revalorizarse un +13,18 % en 2023 y un +16,71 % en 2024, acumula un +22,68 % en lo que va de 2025 (a 31 de mayo), lo que la sitúa entre los valores más resistentes en el actual contexto de incertidumbre global.

Este comportamiento estable, junto a su baja exposición directa al comercio internacional y su peso creciente en carteras institucionales, refuerza su carácter de activo refugio ante correcciones bursátiles. Como se analizará más adelante, esta estabilidad tiene implicaciones relevantes a la hora de valorar la necesidad y el alcance de coberturas sobre su cotización.

Por último, CaixaBank, con una capitalización bursátil de 53.000 millones de euros, representa aproximadamente el 6 % del IBEX 35. Su actividad principal está concentrada en España, donde mantiene una amplia red de sucursales, lo que refuerza su vinculación directa con la evolución del mercado nacional. Es un valor típicamente pro-cíclico, cuya cotización reacciona con fuerza ante los cambios en las condiciones macroeconómicas y monetarias. Su beta de 0,93 confirma esta sensibilidad, con una volatilidad ligeramente

inferior a la del mercado, pero aún representativa de una acción que responde con intensidad a las oscilaciones del IBEX 35.

El grupo combina banca minorista, corporativa, seguros y servicios de inversión. La mayor parte de sus ingresos proviene del margen de intereses, es decir, de la diferencia entre lo que cobra por conceder préstamos y lo que paga por los depósitos. Esta dependencia del negocio bancario tradicional lo hace especialmente sensible a los cambios en los tipos de interés y en la demanda de crédito. En 2024, CaixaBank registró un beneficio neto de 5.787 millones de euros, con un margen neto del 33,96 % y una rentabilidad sobre fondos propios (ROE) del 15,09 %, cifras muy destacadas dentro del sector financiero. Su apalancamiento financiero (deuda/fondos propios) se sitúa en 1,48, un nivel elevado que refuerza su dependencia del contexto financiero general.

Desde el punto de vista bursátil, CaixaBank ha experimentado una revalorización notable en los últimos años: +58,2 % en 2022, +7,75 % en 2023, +55,0 % en 2024, y acumula un +48,5 % en lo que va de 2025 (a 31 de mayo). Este recorrido alcista ha estado muy ligado al ciclo de subidas de tipos iniciado en 2022, que ha favorecido al sector bancario. No obstante, su cotización también ha reflejado movimientos bruscos en fases de inestabilidad, lo que exige un enfoque de cobertura que permita actuar con rapidez y flexibilidad ante cambios de escenario.

3. INTRODUCCIÓN A LOS DERIVADOS FINANCIEROS

Los derivados financieros se han consolidado como herramientas clave en los mercados, tanto para la gestión del riesgo como para la búsqueda de rentabilidad. Este capítulo ofrece una visión general de estos instrumentos, comenzando por su definición y principales características. A continuación, se describe el funcionamiento del mercado español de derivados, centrándose en el Mercado Español de Futuros Financieros (MEFF) como principal plataforma organizada de negociación (véase BME, s.f.). Finalmente, se detalla cómo los inversores pueden acceder a estos productos, qué intermediarios lo permiten y qué requisitos operativos y regulatorios deben cumplirse.

3.1. ¿Qué son los derivados?

Los productos derivados son instrumentos financieros cuyo valor depende de la evolución de otro activo, denominado activo subyacente. Este puede ser muy diverso: acciones, índices bursátiles, materias primas, divisas, etc.

A diferencia de las operaciones al contado, en las que la compraventa se liquida de inmediato, los contratos de derivados establecen condiciones en el presente para ejecutarse en una fecha futura. Esto permite a inversores y empresas cubrirse frente a riesgos u obtener exposición al mercado sin necesidad de poseer directamente el activo.

El concepto de operar a plazo tiene raíces antiguas. En el siglo XVII, en los Países Bajos, ya se negociaban contratos sobre bulbos de tulipán. De manera paralela, en Japón surgieron mercados organizados donde se pactaban contratos para la entrega futura de arroz, lo que permitía a productores y compradores asegurar un precio y reducir la incertidumbre. No obstante, el desarrollo moderno comenzó en el siglo XIX en Chicago con contratos sobre productos agrícolas, y se consolidó en 1973 con el primer derivado financiero sobre tipo de cambio (véase CNMV, 2006).

Los derivados permiten fijar precios hoy para operaciones futuras, aportando certeza y reduciendo el impacto de la volatilidad. Son útiles tanto para estrategias de cobertura, protegiendo posiciones existentes, como para estrategias especulativas, aunque esta última implica un riesgo elevado si el mercado evoluciona en contra de la posición tomada.

3.2. Principal mercado de derivados en España.

En España, el principal mercado organizado de derivados es el MEFF, que forma parte del grupo Bolsas y Mercados Españoles (BME), actualmente integrado en SIX Group. MEFF permite la negociación de derivados financieros estandarizados, principalmente futuros y opciones sobre acciones e índices bursátiles. Está regulado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (véase CNMV, s.f.) y cuenta con una cámara de compensación central, que actúa como contraparte de todas las operaciones, garantizando su correcta liquidación. Las condiciones de los contratos, como el tamaño, el vencimiento o el tipo de liquidación, están previamente definidas por el propio mercado.

3.3. Operativa y acceso a derivados en España

Los derivados cotizados se negocian en España principalmente a través de plataformas electrónicas ofrecidas por entidades financieras autorizadas, como bancos, sociedades de valores o brokers online. Estos intermediarios pueden ser miembros directos del MEFF, o bien operar a través de otras entidades que disponen de acceso indirecto a mercados organizados, tanto nacionales como internacionales.

Para operar con derivados, los inversores deben firmar un contrato marco con la entidad financiera y superar la evaluación de conveniencia exigida por la normativa europea Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II). Una vez cumplidos estos requisitos, acceden a plataformas que permiten introducir órdenes en tiempo real, gestionar garantías, consultar posiciones abiertas y ejecutar ejercicios de opciones cuando corresponda.

En el mercado español existen varias plataformas que permiten operar con derivados cotizados de forma directa, incluyendo futuros y opciones sobre índices, acciones o materias primas. Algunas entidades, como Renta 4 Banco (véase Renta 4 Banco), ofrecen acceso no solo a MEFF, sino también a mercados internacionales como Eurex o CME, desde una misma interfaz. Otras, como Bankinter (véase Bankinter), incluyen operativa con derivados organizados en su bróker, al igual que BBVA Trader (véase bbvatrader.com), que permite operar con contratos por diferencias (CFD) y con ciertos productos derivados cotizados, principalmente para inversores con perfil avanzado.

Además de las entidades nacionales, hay plataformas internacionales como Interactive Brokers (véase Interactive Brokers) o DEGIRO (véase DEGIRO), que ofrecen acceso a una gran variedad de mercados internacionales de derivados, incluyendo MEFF, Euronext, CBOT o NYMEX. Este tipo de plataformas suelen estar orientadas a inversores con experiencia, dada la complejidad de sus herramientas y la profundidad de su oferta de productos.

Por otro lado, existen entidades que, si bien no ofrecen acceso a derivados cotizados, sí disponen de productos financieros relacionados. Es el caso de bancos como SelfBank (véase SelfBank) o Santander (véase Santander), cuya oferta se basa en instrumentos como warrants o productos estructurados. Estos instrumentos, aunque no cotizan en

mercados como MEF, permiten estrategias similares al apalancamiento o la cobertura a través del comportamiento de un subyacente.

4. FUTUROS

En este capítulo se presentan los contratos de futuros como instrumentos derivados estandarizados que se negocian en mercados organizados. En primer lugar, se explica su funcionamiento general, incluyendo la operativa, los márgenes y el ajuste diario. A continuación, se ilustra su mecánica con un ejemplo práctico sobre un contrato de futuros sobre acciones. Finalmente, se describen las dos estrategias especulativas básicas con futuros: la posición larga y la posición corta, en función de si se anticipa una subida o una bajada del precio del activo subyacente.

4.1. Contratos de futuros y funcionamiento de los mercados

Los contratos de futuros son instrumentos financieros derivados que obligan a las partes contratantes a comprar o vender un activo subyacente en una fecha futura a un precio previamente acordado (véase Hull, 2003). A diferencia de los contratos a plazo (forwards), los futuros se negocian en mercados organizados y están sujetos a una estandarización estricta en términos de tamaño, vencimiento y condiciones de entrega.

El funcionamiento de los futuros se rige por normativas que garantizan la transparencia y eficiencia del mercado, regulando aspectos como los márgenes de garantía, los mecanismos de compensación y la liquidación de posiciones (véase López Lubián & García Estévez, 2009).

La operativa en estos mercados sigue un esquema regulado que favorece la formación eficiente de precios. Un inversor puede abrir una posición larga si espera que el precio del activo subyacente aumente, o una posición corta si anticipa una caída en el precio. Para abrir una posición es necesario depositar una garantía inicial en la cuenta de margen. Posteriormente, mediante el mecanismo de ajuste diario al mercado (*marking to market*), se liquidan las ganancias o pérdidas acumuladas, ajustando el saldo de la cuenta en función de las variaciones diarias del precio.

Los contratos de futuros pueden liquidarse mediante el cierre de la posición con una operación contraria, mediante la entrega física del activo subyacente o mediante una

liquidación en efectivo. Sin embargo, la mayoría de los contratos se cierran antes del vencimiento para evitar los costes y complicaciones asociados a la entrega física.

El sistema de garantías es un elemento fundamental para reducir el riesgo de incumplimiento. Los participantes deben mantener depósitos que comprenden la garantía inicial y la garantía de mantenimiento, esta última representando el nivel mínimo de fondos que debe mantenerse en la cuenta de margen. Si el saldo cae por debajo del nivel de mantenimiento, se requiere una aportación adicional de fondos. Este sistema protege tanto a los inversores como a las cámaras de compensación, contribuyendo a la estabilidad y solvencia del mercado de futuros.

4.2. Ejemplo de contrato de futuros sobre acciones

Para ilustrar el funcionamiento de un contrato de futuros, consideramos un contrato sobre acciones de XYZ S.A., cuyo precio en el mercado al contado es de 50 € por acción (véase para la descripción la Tabla 1). El contrato tiene un vencimiento a un mes, representa 100 acciones y se negocia a 50 € por acción. El inversor A (comprador) abre una posición larga esperando que suba el precio, mientras que el inversor B (vendedor) abre una posición corta anticipando una caída.

Apertura de la posición y garantías iniciales

Para poder operar, ambos inversores deben depositar una garantía inicial, que en este caso suponemos que es el 10% del valor total del contrato. Dado que cada contrato representa 100 acciones a 50 euros cada una, el valor nominal del contrato es de 5.000 euros, por lo que la garantía inicial será:

Garantía inicial (10% de 5.000) = 500 euros para cada inversor.

Además, el mercado exige una garantía de mantenimiento del 80% de la garantía inicial, es decir, 400 euros. Si el saldo de la cuenta cae por debajo de este nivel, el inversor deberá aportar una garantía adicional (*margin call*), véase Hull (2003).

Ajuste diario al mercado (marking to market)

Cada día, el mercado ajusta las cuentas de margen según la variación del precio del contrato de futuros. Supongamos la siguiente evolución del precio del futuro en los primeros 4 días, mostrada en la Tabla 1:

Tabla 1. Ejemplo ajuste diario al mercado en un contrato de futuros (EUR).

Día	Precio Futuro	Variación (€)	Ganancia/Pérdida Comprador	Saldo Comprador	Ganancia/Pérdida Vendedor	Saldo Vendedor
1	50	0	0	500 €	0	500 €
2	50,5	+0,5	+50	550 €	-50	450 €
3	49	-1,5	-150	400 €	+150	600 €
4	47	-2	-200	200 €	+200	800 €

Fuente: Elaboración propia.

Explicación de los ajustes diarios

Día 1: El precio del futuro es 50 €, por lo que no hay variaciones y las cuentas de margen permanecen en 500 € para ambos.

Día 2: El precio del futuro sube a 50,5 €, lo que genera una ganancia de 50 € para el comprador y una pérdida de 50 € para el vendedor. Se ajustan los saldos de las cuentas de margen.

Día 3: El precio del futuro baja a 49 €, lo que supone una pérdida de 150 euros para el comprador y una ganancia de 150 euros para el vendedor. El saldo del comprador se mantiene justo en 400 euros, evitando que se active la llamada de margen.

Día 4: El precio del futuro sigue bajando hasta 47 €, lo que supone una pérdida de 200 € para el comprador y una ganancia del mismo importe para el vendedor. En este punto, el saldo del comprador cae por debajo de 400 €, activando la llamada de margen.

Llamada de Garantía

Al final del día 4, la cuenta del comprador ha caído por debajo del nivel de garantía de mantenimiento de 400 €, lo que activa una llamada de margen (*margin call*). Para mantener la posición abierta, el comprador debe aportar 300 € adicionales para volver al nivel inicial de 500 €.

Si el comprador no deposita los fondos adicionales, su agente cerrará automáticamente la posición mediante la venta del contrato al precio actual de 47 €, asumiendo una pérdida neta de 300 € desde el precio inicial de 50 €.

Cierre de la Posición

Supongamos que ambos inversores deciden cerrar sus posiciones el día 5, cuando el precio del futuro se mantiene en 47 euros. En este caso:

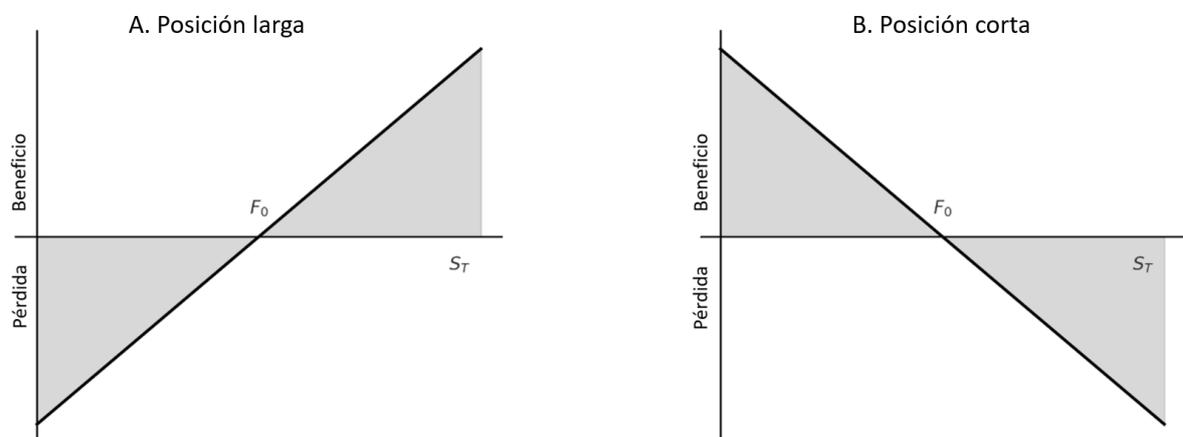
- El comprador, que abrió su posición en 50 €, ha sufrido una pérdida neta de 300 € (porque vendió a 47 € después de haber comprado a 50 €).
- El vendedor, que abrió su posición en 50 €, ha obtenido una ganancia de 300 € (porque recompró el contrato a 47 € tras haberlo vendido a 50 €).

4.3. Estrategias especulativas con futuros

Además de su utilidad como instrumento de cobertura, los contratos de futuros permiten realizar estrategias especulativas, con el objetivo de obtener beneficios derivados de movimientos en el precio del activo subyacente. Esta estrategia no busca reducir riesgos existentes, sino anticiparse a la evolución del mercado para generar rentabilidad. Para ello, el inversor puede adoptar una posición larga (comprador) o una posición corta (vendedor), según su previsión sobre la dirección del precio.

Una de las ventajas de esta estrategia es que no se necesita realizar una inversión inicial tan grande como en la compra directa del activo subyacente, ya que los contratos de futuros permiten operar con apalancamiento. Esto significa que los inversores solo deben aportar una garantía inicial, lo que les da acceso a posiciones de gran tamaño con un desembolso reducido. No obstante, el uso del apalancamiento también implica un riesgo significativo, ya que amplifica tanto las ganancias como las pérdidas. En este contexto, los especuladores pueden adoptar dos tipos de posiciones: la posición larga y la posición corta.

Figura 1. Representación gráfica de las posiciones en futuros.



Fuente: Elaboración propia.

4.3.1. Posición larga

Consiste en comprar un contrato de futuros con la expectativa de que el precio del activo subyacente aumente. Si al vencimiento el precio de contado (S_T) es superior al acordado en el contrato (F_0), el inversor obtiene un beneficio igual a $S_T - F_0$, porque puede comprar el activo al precio pactado en el futuro (F_0) que es inferior al precio real de mercado en ese momento (S_T). En cambio, si el precio cae, incurre en pérdidas equivalentes a esa diferencia. La Figura 1.A ilustra gráficamente esta relación, donde la función de beneficios presenta una pendiente positiva: cuanto mayor sea el precio del subyacente, mayor será el beneficio.

Esta posición ofrece un beneficio teóricamente ilimitado. No obstante, las pérdidas pueden ser significativas si el mercado evoluciona en contra, siendo la pérdida máxima igual a F_0 en el caso extremo de que el activo subyacente alcanzara un valor de 0 €.

4.3.2. Posición corta

En este caso, el inversor vende un contrato de futuros esperando que el precio del activo baje. Si el precio disminuye, podrá recomprar el contrato a un precio inferior, obteniendo un beneficio de $F_0 - S_T$. Por el contrario, si el precio sube, sufrirá una pérdida equivalente a esa diferencia. En la Figura 1.B se representa este comportamiento en los beneficios.

El beneficio está limitado a F_0 (el precio no puede caer por debajo de 0 €), pero las pérdidas son potencialmente ilimitadas. La función de beneficios tiene una pendiente negativa: el beneficio disminuye a medida que sube el precio del activo subyacente.

Las estrategias especulativas con futuros, ya sea mediante una posición larga o una posición corta, permiten a los inversores beneficiarse de las variaciones en los precios del activo subyacente sin necesidad de poseerlo físicamente. Sin embargo, estas estrategias conllevan un riesgo elevado debido a la naturaleza apalancada de los contratos de futuros y la posibilidad de pérdidas significativas si el mercado se mueve en contra de la posición tomada. La elección entre una posición larga o corta dependerá de la expectativa del especulador sobre la dirección futura del precio del activo (véase Hull, 2003; Bodie, Kane & Marcus, 2004).

5. OPCIONES

En este capítulo se presentan las opciones financieras. Primero se introduce su funcionamiento básico y los tipos principales de opciones. A continuación, se detallan las distintas posiciones que puede adoptar un inversor —comprador o vendedor, de *call* o de *put*— y se analiza su uso con fines especulativos. Finalmente, se profundiza en las opciones sobre acciones.

5.1. Introducción a las opciones financieras

Las opciones financieras son instrumentos derivados que otorgan a su titular el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un activo subyacente a un precio determinado en una fecha específica o antes de ella (véase Hull, 2003; Lamothe & Pérez Somalo, 2006). Este tipo de contrato difiere de los futuros y contratos a plazo, en los cuales ambas partes asumen una obligación de compra o venta al vencimiento. La adquisición de una opción requiere un pago inicial denominado prima, mientras que en los contratos de futuros no existe un desembolso inicial más allá de los requisitos de garantía.

5.2. Tipos de opciones

Existen dos tipos principales de opciones:

- *Opción de compra (call)*: Otorga a su propietario el derecho a comprar un activo a un precio preestablecido antes o en la fecha de vencimiento.
- *Opción de venta (put)*: Da al propietario el derecho a vender un activo a un precio preestablecido antes o en la fecha de vencimiento.

Asimismo, las opciones pueden clasificarse según su estilo de ejercicio:

- *Opciones americanas*: Pueden ejercerse en cualquier momento hasta la fecha de vencimiento.
- *Opciones europeas*: Solo pueden ejercerse en la fecha de vencimiento.

5.3. Posiciones en opciones

En cada contrato de opciones existen dos partes:

1. El comprador de la opción (posición larga): Asume el derecho a comprar (*call*) o vender (*put*) el activo subyacente.

2. El vendedor de la opción (posición corta): Es quien emite el contrato, recibiendo la prima a cambio de asumir la obligación de vender (*call*) o comprar (*put*) el activo si el comprador decide ejercer la opción.

Las cuatro posiciones posibles en opciones son:

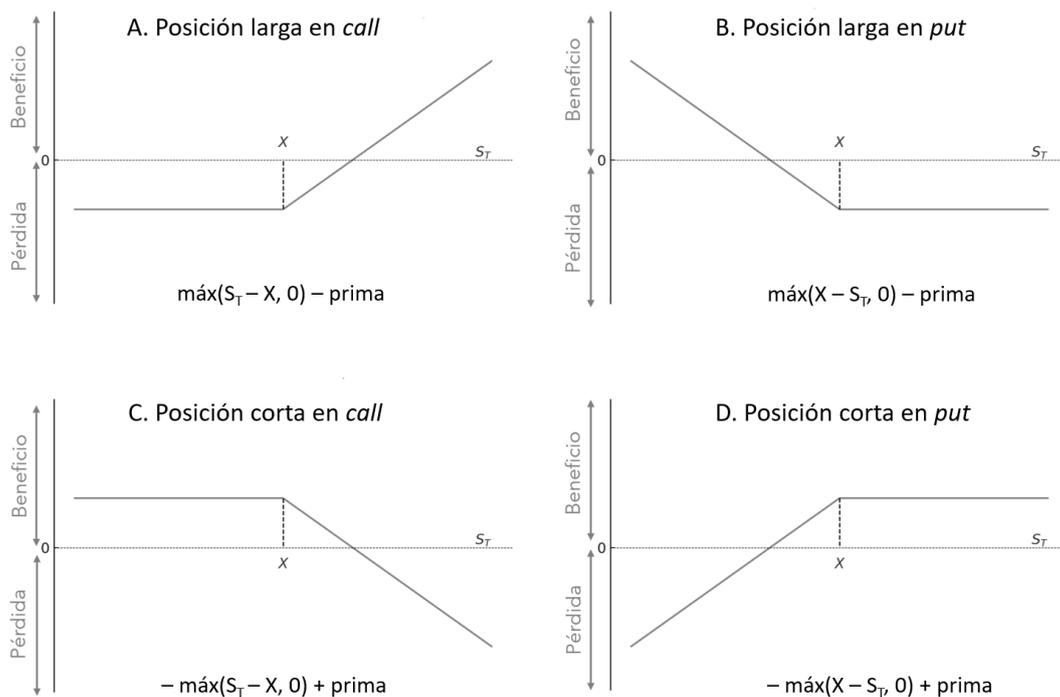
- Posición larga en *call*: Compra de una opción de compra.
- Posición larga en *put*: Compra de una opción de venta.
- Posición corta en *call*: Venta de una opción de compra.
- Posición corta en *put*: Venta de una opción de venta.

5.4. Estrategias especulativas con opciones

Cuando un inversor opera con opciones, lo hace con una expectativa clara sobre el comportamiento futuro del precio del activo subyacente. El objetivo es aprovechar los movimientos del mercado para obtener beneficios con una inversión inicial reducida. Las opciones permiten exponerse a un activo sin necesidad de adquirirlo directamente, lo que supone una ventaja en términos de liquidez y flexibilidad.

Dependiendo de la expectativa sobre la evolución del precio del activo subyacente, un inversor puede optar por diferentes estrategias. En la Figura 2, se presentan las cuatro posiciones básicas en opciones y su impacto en el resultado financiero del inversor.

Figura 2. Representación gráfica de las posiciones en opciones.



Fuente: Elaboración propia.

5.4.1. Posición larga en call

Si el inversor espera un incremento en el precio del activo subyacente, una de las estrategias más adecuadas es la compra de una opción *call* (véase Figura 2.A). Al adquirir esta opción, se obtiene el derecho, pero no la obligación, de comprar el activo a un precio previamente establecido (precio de ejercicio). Si el precio del activo subyacente a vencimiento sube por encima de dicho nivel, la opción genera un beneficio equivalente a la diferencia entre el precio de mercado y el precio de ejercicio, descontando la prima:

$$\text{Fórmula del beneficio: } \mathbf{\text{Beneficio} = \text{máx}(S_T - X, 0) - \text{prima}}$$

En esta estrategia el beneficio potencial es teóricamente ilimitado, ya que el precio del activo puede continuar aumentando sin restricciones. No obstante, si el precio no alcanza el nivel de ejercicio, la opción expirará sin valor y el inversor perderá la prima pagada, es decir, el 100% de su inversión.

5.4.2. Posición larga en put

En escenarios donde se prevé una disminución del precio del activo subyacente, la compra de una opción *put* es una estrategia adecuada. Esta opción otorga el derecho de vender el activo a un precio de ejercicio determinado (véase Figura 2.B). Si el precio del activo a vencimiento cae por debajo de este nivel, el inversor podrá venderlo a un precio superior al del mercado, obteniendo una ganancia:

$$\text{Fórmula del beneficio: } \mathbf{\text{Beneficio} = \text{máx}(X - S_T, 0) - \text{prima}}$$

La compra de opciones *put* permite beneficiarse de mercados bajistas sin necesidad de recurrir a ventas en corto. Sin embargo, al igual que en la compra de *calls*, si el precio del activo no varía lo suficiente, la opción expirará sin valor y la prima pagada representará una pérdida total para el inversor.

5.4.3. Posición corta en call

La venta de una opción *call* implica asumir la obligación de vender el activo al precio de ejercicio si el comprador de la opción decide ejercerla (véase Figura 2.C). Esta estrategia se utiliza cuando el inversor considera que el precio del activo no va a experimentar subidas significativas o que podría mantenerse estable o descender:

$$\text{Fórmula del beneficio: } \mathbf{\text{Beneficio} = - \text{máx}(S_T - X, 0) + \text{prima}}$$

La ventaja principal de esta estrategia es que el vendedor recibe una prima en el momento de la venta, lo que representa una ganancia inmediata si la opción no es ejercida. Sin embargo, el riesgo asociado a esta posición es considerable, ya que, si el precio del activo sube significativamente, el vendedor podría enfrentar pérdidas teóricamente ilimitadas.

5.4.4. Posición corta en put

Cuando un inversor espera que el precio del activo subyacente se mantenga estable o aumente, puede optar por la venta de una opción *put* (véase Figura 2.D). En este caso, se asume la obligación de comprar el activo al precio de ejercicio si el comprador de la opción decide ejercer su derecho:

$$\text{Fórmula del beneficio: } \mathbf{\text{Beneficio} = - \text{máx}(X - S_T, 0) + \text{prima}}$$

La ventaja de esta estrategia radica en la prima recibida, que se convierte en ganancia si la opción expira sin ejercerse. No obstante, el principal riesgo es que, si el precio del activo cae considerablemente, el vendedor deberá comprarlo a un precio superior al de mercado, generando pérdidas sustanciales. En el peor de los casos, si el activo llegara a valer cero, la pérdida máxima sería equivalente al precio de ejercicio menos la prima recibida.

Las estrategias especulativas con opciones ofrecen a los inversores la posibilidad de obtener beneficios significativos con un capital inicial reducido, ya que no es necesario adquirir directamente el activo subyacente. Sin embargo, el hecho de que la pérdida en la compra de opciones esté limitada a la prima pagada no significa que el riesgo sea irrelevante. En estos casos, perder la prima equivale a perder el 100% de la inversión, lo que convierte a las opciones en instrumentos de alto riesgo.

Por otro lado, las posiciones cortas en opciones implican riesgos elevados: en las *call* las pérdidas pueden ser ilimitadas, y en las *put*, aunque limitadas, pueden ser significativas. En consecuencia, el uso de opciones con fines especulativos debe estar respaldado por un análisis exhaustivo del mercado y una comprensión clara de los riesgos inherentes a cada estrategia.

5.5. Opciones sobre acciones

Las opciones sobre acciones son una de las formas más utilizadas de derivados financieros debido a su flexibilidad para la especulación y cobertura en los mercados de valores. Su negociación se realiza mediante contratos estandarizados que recogen una serie de características clave, como la fecha de vencimiento, el precio de ejercicio y el tratamiento ante eventos corporativos como dividendos o divisiones de acciones. Estas condiciones no se pactan libremente entre compradores y vendedores, sino que están establecidas por las reglas del mercado organizado donde se negocian estos instrumentos.

5.5.1. Fechas de vencimiento y ciclos de negociación

En los mercados organizados, cada contrato de opción sobre acciones tiene una fecha de vencimiento concreta. Tradicionalmente, esta fecha correspondía al sábado posterior al tercer viernes del mes de vencimiento, tal como recogen los manuales clásicos (véase Hull, 2003). No obstante, en la práctica actual —especialmente en mercados europeos como el español— esta regla se aplica de forma más flexible. Por ejemplo, las opciones europeas sobre acciones de Inditex o Iberdrola muestran vencimientos que coinciden con ese tercer viernes, como el 19 de abril o el 20 de junio, junto a otros que no coinciden con el tercer viernes del mes, como el 4 o el 11 de abril (véase BME).

Históricamente, las opciones se agrupaban en tres ciclos de vencimiento diferentes: el ciclo de enero (enero, abril, julio, octubre), el de febrero (febrero, mayo, agosto, noviembre) y el de marzo (marzo, junio, septiembre, diciembre). Cada acción estaba asignada a uno de estos ciclos, lo que significaba que solo podía tener opciones con vencimiento en los meses correspondientes a su ciclo. Sin embargo, en los mercados actuales esta estructura se ha vuelto más flexible. Muchas acciones disponen de vencimientos mensuales consecutivos, e incluso semanales, lo que permite una mayor variedad de fechas y una mejor adaptación a las necesidades operativas y de cobertura de los inversores (véase BME).

5.5.2. Precio de ejercicio

El precio de ejercicio (X), también denominado *strike*, se establece en función del valor actual del activo subyacente. En los mercados organizados, estos precios se distribuyen

en intervalos regulares previamente definidos. Al introducir una nueva fecha de vencimiento, los precios de ejercicio más próximos al precio de mercado de la acción suelen ser los primeros en incorporarse a la negociación. Si el precio de la acción se mueve significativamente fuera del rango de precios ya existente, se crean nuevos contratos con precios de ejercicio que cubran esos niveles.

5.5.3. Clasificación de contratos según su relación con el precio de la acción

Es fundamental entender la clasificación de las opciones según su relación con el precio del activo subyacente (*moneyness*):

- **En dinero (*In the money, ITM*):** La opción genera un beneficio si se ejerce en ese momento. Por ejemplo, una *call* con *strike* inferior al precio de la acción. Matemáticamente, para una *call*: $S > X$; para una *put*: $S < X$, donde S es el precio de la acción y X el precio de ejercicio.
- **A dinero (*At the money, ATM*):** El precio de ejercicio coincide con el precio del subyacente: $S = X$.
- **Fuera de dinero (*Out of the money, OTM*):** El ejercicio de la opción en ese momento no resulta rentable. Por ejemplo, una *call* con *strike* superior al precio del subyacente. Para una *call*: $S < X$; para una *put*: $S > X$.

Esta clasificación tiene implicaciones directas sobre la probabilidad de ejercicio y la valoración de la opción.

5.5.4. Valor intrínseco y valor temporal

El valor intrínseco de una opción representa el beneficio inmediato (sin contar la prima) que obtendría el tenedor si ejerciera su derecho. Se calcula como:

- Para una *call*: $\max(S - X, 0)$
- Para una *put*: $\max(X - S, 0)$

El otro componente del valor de una opción es el valor temporal, que es la diferencia entre la prima de la opción y el valor intrínseco en ese momento. De este modo, la prima de mercado o valor total de la opción es la suma de su valor intrínseco (VI) y su valor temporal (VT). $\text{Prima} = \text{VI} + \text{VT}$.

Ejemplo práctico: clasificación según el moneyness y cálculo del valor intrínseco.

A partir de las cotizaciones del 25 de marzo de 2025 para opciones europeas sobre acciones de Inditex con vencimiento 20 de junio de 2025, cuyo precio en ese momento era de 47 €, se puede ilustrar cómo se clasifica una opción según su relación con el precio del activo subyacente y cómo se calcula su valor intrínseco.

Consideremos, por ejemplo, una opción *call* con precio de ejercicio (strike) de 44,89 €. Al ser el strike inferior al precio de mercado de la acción (47 €), se trata de una opción en dinero (ITM). Su valor intrínseco sería: $VI = \max(47 \text{ €} - 44,89 \text{ €}, 0) = 2,11 \text{ €}$. (Prima de mercado: 3,37 €). En cambio, una *call* con *strike* de 49,66 €, apenas por encima del precio de mercado, está fuera de dinero (OTM): $VI = \max(47 \text{ €} - 49,66 \text{ €}, 0) = 0 \text{ €}$. (Prima de mercado: 1,06 €).

En el caso de las opciones *put*, una con strike de 49,66 € está en dinero (ITM), ya que el strike supera el precio de la acción: $VI = \max(49,66 \text{ €} - 47 \text{ €}, 0) = 2,66 \text{ €}$. (Prima de mercado: 4,18 €). Por último, una *put* con strike de 44,89 € estaría fuera de dinero (OTM): $VI = \max(44,89 \text{ €} - 47 \text{ €}, 0) = 0 \text{ €}$. (Prima de mercado: 1,6 €). Cabe destacar que, dado que el precio de mercado ronda los 47 €, las opciones con un precio de ejercicio cercano —por ejemplo, 46,8 €— se consideran *at the money* (ATM), es decir, a dinero.

Esta clasificación se traduce en diferencias visibles en las primas de mercado, ya que las opciones en dinero tienden a presentar precios más elevados por incorporar valor intrínseco, mientras que las fuera de dinero cotizan en función exclusiva de su valor temporal. No obstante, su valor total o prima puede variar notablemente en función de factores como la dirección esperada del mercado, la volatilidad del activo subyacente y el tiempo restante hasta el vencimiento. Por ejemplo, tanto la *call* OTM ($X = 49,66 \text{ €}$) como la *put* OTM ($X = 44,89 \text{ €}$) tienen un valor intrínseco de 0 €, por lo que su prima refleja únicamente valor temporal. Sin embargo, se observa una diferencia significativa: mientras que la *call* cotiza a 1,06 €, la *put* lo hace a 1,6 €. Esta diferencia sugiere que el mercado anticipa una posible caída en el precio de la acción, elevando así el valor temporal de las *puts*.

Los datos utilizados para este ejemplo se recogen en el Apéndice A, Tablas 5 y 6, con las cotizaciones oficiales obtenidas de BME Derivatives (MEFF, s.f.).

5.5.5. Factores que afectan al precio de las opciones sobre acciones

El valor de una opción sobre una acción está determinado por varios factores interrelacionados:

Precio del subyacente y precio de ejercicio: La diferencia entre el precio actual de la acción (S) y el precio de ejercicio (X) determina el valor intrínseco. Las *calls* ganan valor si $S > X$, mientras que las *puts* lo hacen si $S < X$.

Tiempo hasta el vencimiento: Cuanto más tiempo reste hasta el vencimiento, mayor suele ser el valor temporal de la opción, especialmente en las opciones americanas. En las europeas, el efecto puede matizarse por factores como el reparto de dividendos.

Volatilidad: Mide cuánto cambia su valor durante un periodo de tiempo. A mayor volatilidad, en general, mayor valor de la opción, ya que aumenta la probabilidad de que termine con valor intrínseco. Este efecto favorece tanto a *calls* como a *puts*, ya que el comprador puede obtener ganancias elevadas si el mercado se mueve a su favor, mientras que sus pérdidas están limitadas al importe de la prima pagada.

Tipos de interés: Los tipos de interés suelen influir sobre las opciones a través de dos mecanismos:

1. La proyección del crecimiento del precio de las acciones: un tipo de interés más alto suele implicar una mayor tasa de crecimiento esperada para el precio del activo, lo que incrementa el valor de las *calls* y reduce el de las *puts*.
2. El descuento del valor presente del precio de ejercicio: el precio de ejercicio se paga o se recibe al vencimiento, por lo que su valor presente disminuye cuando aumenta el tipo de interés. Esta reducción es ventajosa para las opciones de compra (se paga menos en términos actuales) y desfavorable para las de venta (se recibe menos). La fórmula que representa su valor actual es: $X \cdot e^{-rT}$. Donde r representa el tipo de interés libre de riesgo y T el tiempo hasta el vencimiento.

Sin embargo, estos efectos deben analizarse con cautela, ya que una subida de tipos también puede provocar una caída general en los precios de las acciones debido al encarecimiento del capital y a la reducción del consumo, lo cual podría afectar de forma contraria a la prevista en el análisis aislado de la variable.

Dividendos: Pagos realizados a los accionistas como parte de los beneficios producidos. Los dividendos previstos también afectan la valoración de las opciones. En la fecha ex-dividendo, el precio de la acción suele ajustarse a la baja por el importe del dividendo. Esta caída perjudica a las opciones de compra —que se benefician de precios elevados— y favorece a las de venta, que ganan valor en escenarios bajistas.

6. APLICACIÓN PRÁCTICA DE ESTRATEGIAS DE COBERTURA CON FUTUROS Y OPCIONES SOBRE ACCIONES DEL IBEX 35

Desde comienzos de 2025, los mercados financieros internacionales han estado condicionados por una creciente inestabilidad, derivada del resurgimiento de políticas proteccionistas en Estados Unidos tras la reelección de Donald Trump, el deterioro de las previsiones de crecimiento y un repunte de las tensiones geopolíticas. Este entorno de incertidumbre ha incrementado la exposición al riesgo de empresas e inversores, reforzando la necesidad de contar con herramientas eficaces para protegerse frente a movimientos bruscos en los precios de los activos financieros.

En este contexto, el presente capítulo tiene por objeto analizar la aplicación práctica de tres estrategias de cobertura con derivados financieros —venta de futuros, venta de opciones *call* y compra de opciones *put*— partiendo siempre de que el inversor mantiene una posición larga en el activo subyacente.

El análisis se basa en datos reales del mercado y se estructura en torno a distintos escenarios posibles de evolución del precio de la acción. Las posiciones de cobertura se establecen con fecha 25 de marzo de 2025, tras la primera gran corrección registrada en los índices bursátiles estadounidenses entre el 20 de febrero y el 13 de marzo, como medida preventiva ante el riesgo de un posible contagio a los mercados europeos. Aunque el seguimiento práctico de las estrategias se extiende hasta el 20 de junio, el trabajo incluye además una proyección razonada sobre qué estrategia resultaría más adecuada para la segunda mitad de 2025 (Capítulo 7), en función del perfil de empresa y del contexto macroeconómico esperado.

El caso principal desarrollado en esta sección corresponde a Inditex, mientras que el análisis completo de las estrategias aplicadas a Iberdrola y CaixaBank se ha incluido en el Apéndice C, a fin de no sobrecargar el cuerpo del trabajo. No obstante, los resultados

obtenidos para las tres compañías se utilizarán para formular una conclusión fundamentada al final del trabajo.

Estrategias de cobertura empleadas:

Antes de analizar los casos prácticos, conviene presentar brevemente las tres estrategias de cobertura que se aplicarán a las empresas seleccionadas. Todas ellas comparten un mismo objetivo: proteger al inversor frente a posibles caídas en el precio de las acciones, aunque lo hacen de manera distinta y con implicaciones diferentes en términos de coste, nivel de protección y potencial de beneficio.

Las estrategias son las siguientes:

- *Posición larga en el activo subyacente y corta en futuros:* esta estrategia elimina prácticamente toda la incertidumbre asociada al precio futuro del activo. El inversor asegura un valor de venta mediante la venta de contratos de futuros, lo que neutraliza por completo tanto las pérdidas como las ganancias derivadas de variaciones en la cotización de la acción, manteniendo una pérdida fija. Se trata de una estrategia eficaz para escenarios de corrección rápida o inestabilidad temporal, donde se prioriza la protección inmediata.
- *Posición larga en el activo subyacente y corta en opciones call:* mediante la venta de opciones de compra, el inversor obtiene un ingreso inmediato (la prima), que permite amortiguar pérdidas moderadas si la acción cae. No obstante, esta estrategia limita el beneficio máximo, ya que, si la acción sube por encima del precio de ejercicio, la opción será ejercida y el inversor deberá vender las acciones a ese precio. Esta estrategia es adecuada cuando no se espera una fuerte revalorización del activo, pero sí se desea cierta cobertura frente a retrocesos leves.
- *Posición larga en el activo subyacente y larga en opciones put:* esta estrategia permite al inversor asegurar un precio mínimo de venta, estableciendo así un suelo a las pérdidas y, a diferencia de la estrategia anterior, no limita las ganancias si el precio sube, aunque exige el pago de una prima inicial por adquirir la opción. Es la estrategia más costosa, pero también la más flexible y completa desde el punto de vista de la protección.

Cada una de estas estrategias responde a un perfil distinto de gestión del riesgo, según el nivel de aversión al riesgo del inversor y sus expectativas sobre la evolución del mercado. En los siguientes apartados, se analizará el resultado de aplicar cada una de ellas, utilizando datos reales y evaluando su efectividad ante diferentes escenarios de evolución del precio del activo subyacente, en este caso las acciones de Inditex.

6.1. Posición larga en el subyacente y corta en futuros

A continuación, se presenta la primera de las tres estrategias de cobertura: la combinación de una posición larga en el activo subyacente y una posición corta en contratos de futuros sobre dicho activo.

La operación se plantea el día 25 de marzo de 2025, cuando las acciones de INDITEX cotizan en el mercado al contado a 47 € (S_0) a las 11:00 h. En esa misma fecha, los contratos de futuros sobre estas acciones, con vencimiento el 20 de junio de 2025, tienen un precio de 46,52 € (F_0). El inversor decide entonces adoptar una posición larga en acciones (compra) y una posición corta en futuros (venta), con el objetivo de cubrir completamente su exposición al riesgo de precio (*datos obtenidos de BME Derivatives - MEFF*).

La Tabla 2 recoge distintos escenarios según cuál sea el precio del activo subyacente en la fecha de vencimiento del contrato de futuros (S_T). Se analiza el beneficio o pérdida de cada una de las posiciones por separado y el resultado total de la cobertura:

Tabla 2. Resultado cobertura con futuros. Inditex

S_T	Bfo. posición larga acción $S_T - S_0$	Bfo. posición corta futuro $F_0 - S_T$	Rdo. cobertura (suma)
39	-8	7,52	-0,48
41	-6	5,52	-0,48
43	-4	3,52	-0,48
45	-2	1,52	-0,48
$S_0 = 47$	0	-0,48	-0,48
49	2	-2,48	-0,48
51	4	-4,48	-0,48
53	6	-6,48	-0,48
55	8	-8,48	-0,48
57	10	-10,48	-0,48
59	12	-12,48	-0,48

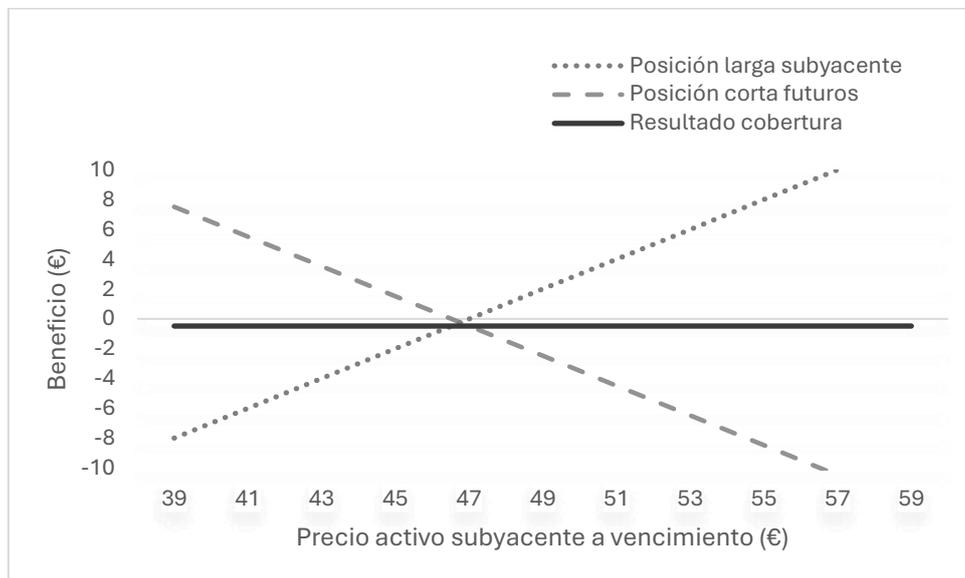
Fuente: Elaboración propia.

En caso de que el precio suba a 55 €, la acción genera una ganancia de $55 - 47 = 8$ €, mientras que la posición en futuros da lugar a una pérdida de $46,52 - 55 = -8,48$ €. El resultado de la cobertura es de $-0,48$ €;

Si el precio se mantiene en 47 €, no hay ganancia ni pérdida en la acción, pero la posición en futuros sigue generando una pequeña pérdida de $46,52 - 47 = -0,48$ €. El resultado final, por tanto, es de $-0,48$ €;

Si el precio cae a 39 €, la acción pierde $39 - 47 = -8$ €, pero esta pérdida queda compensada con una ganancia en los futuros de $46,52 - 39 = 7,52$ €, lo que de nuevo da un resultado de $-0,48$ €.

Figura 3. Representación gráfica de la cobertura con futuros. Inditex



Fuente: Elaboración propia.

Como puede observarse en el Figura 3, el resultado de la cobertura con futuros se mantiene constante en todos los escenarios, lo que se refleja en la línea horizontal negra que representa el resultado neto de la cobertura. Esta estabilidad se debe a que las ganancias o pérdidas generadas por la posición larga en el activo subyacente (línea de puntos ascendente) se compensan de forma simétrica con las pérdidas o ganancias derivadas de la posición corta en el contrato de futuros (línea discontinua descendente). La pérdida final de 0,48 € por acción es constante y se corresponde con la diferencia inicial entre el precio al contado del activo ($S_0 = 47$ €) y el precio del futuro ($F_0 = 46,52$ €).

En definitiva, esta estrategia permite eliminar completamente el riesgo de mercado a cambio de una pequeña pérdida conocida de antemano, lo que la convierte en una

herramienta especialmente útil para inversores con necesidades de protección en un periodo concreto especialmente inestable con fluctuaciones adversas en el mercado.

6.2. Posición larga en el subyacente y corta en opción de compra

En esta sección se analiza la segunda estrategia de cobertura consistente en la combinación de una posición larga en el activo subyacente y una posición corta en opciones *call* europeas. Al vender las *call* el inversor cobra una prima, lo que genera un ingreso inmediato y puede compensar parcialmente una posible caída del precio del activo. A cambio, acepta limitar su beneficio máximo: si el precio del activo sube por encima del precio de ejercicio de la *call*, tendrá que vender el activo a ese precio pactado, renunciando a cualquier ganancia adicional por encima de ese nivel.

La cobertura se implementa el 25 de marzo de 2025 (Tabla 5), cuando la cotización de las acciones de Inditex es de 47 € (S_0) y se venden opciones *call* con precio de ejercicio 46,8 € (X) y vencimiento el 20 de junio de 2025. La prima recibida por la venta de la *call* es de 2,01 € por acción. El inversor, por tanto, compra acciones de Inditex y simultáneamente vende opciones *call* sobre esas mismas acciones (*datos obtenidos de BME Derivatives - MEFF*).

La Tabla 3 muestra los resultados de esta estrategia para distintos valores del precio del subyacente al vencimiento (S_T). Se desglosan los beneficios de cada componente:

- Beneficio de la posición larga en acciones, calculado como: $S_T - 47$.
- Beneficio de la posición corta en *call*: $-\max(S_T - 46,8; 0) + 2,01$.
- Resultado total de la cobertura: suma de ambas posiciones.

En un escenario alcista, si el precio del subyacente sube hasta 55 €, la posición larga en acciones genera una ganancia de $55 - 47 = 8$ €. No obstante, dado que el precio final supera el precio de ejercicio de la opción *call* (46,8 €), esta será ejercida en contra del inversor, quien deberá entregar las acciones a ese precio. Esto implica una pérdida de: $-(55 - 46,8) = -8,2$ € por la *call*, aunque parcialmente compensada por la prima de 2,01 €, resultando en un beneficio neto de $-8,2 + 2,01 = -6,19$ € en la opción. En consecuencia, el resultado total de la cobertura es $8 - 6,19 = 1,81$ €. Este valor representa el beneficio máximo posible en esta estrategia: una vez que el precio supera el precio de ejercicio, toda ganancia adicional en la acción se pierde en la opción *call*.

En un escenario en el que el precio de las acciones al vencimiento se mantiene en 47 €, la acción no genera ganancia ni pérdida. Sin embargo, al estar el precio por encima del precio de ejercicio (46,8 €), la opción también se ejerce, aunque con un impacto menor: el inversor incurre en una pérdida de $46,8 - 47 = -0,2$ € en la *call*, lo que deja un beneficio neto en la opción de $-0,2 + 2,01 = 1,81$ €. Por tanto, el resultado total de la cobertura también es de 1,81 €.

En un escenario bajista, si el precio cae, por ejemplo, hasta 39 €, la acción acumula una pérdida de $39 - 47 = -8$ €. No obstante, al estar el precio por debajo del precio de ejercicio, la opción *call* no se ejerce y el inversor retiene íntegramente la prima cobrada, es decir, 2,01 €. El resultado global de la cobertura sería entonces $-8 + 2,01 = -5,99$ €, lo que representa una pérdida amortiguada gracias al ingreso inicial por la venta de la opción.

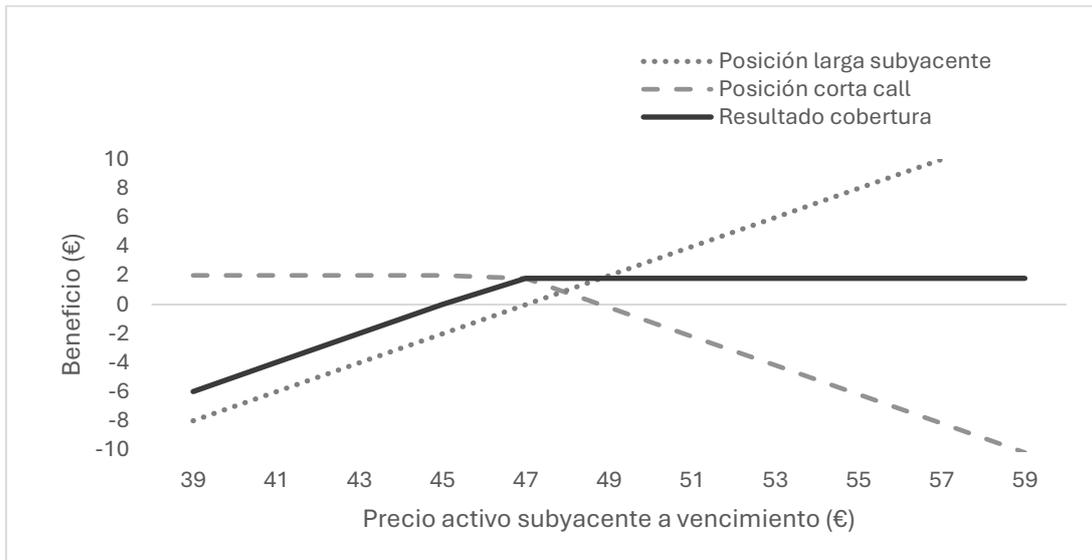
Tabla 3. Resultado cobertura con opciones *call*. Inditex

S_T	Bfo. posición larga acción $S_T - S_0$	Bfo. posición corta <i>call</i> - $\max(S_T - X, 0) +$ prima	Rdo. cobertura (suma)
39	-8	2,01	-5,99
41	-6	2,01	-3,99
43	-4	2,01	-1,99
45	-2	2,01	0,01
$S_0 = 47$	0	1,81	1,81
49	2	-0,19	1,81
51	4	-2,19	1,81
53	6	-4,19	1,81
55	8	-6,19	1,81
57	10	-8,19	1,81
59	12	-10,19	1,81

Fuente: Elaboración propia.

La Figura 4 ilustra esta dinámica: la línea de puntos indica el rendimiento de la posición larga en acciones, siempre creciente con el precio. La línea discontinua representa el beneficio de la posición corta en *call*, constante hasta el precio de ejercicio y decreciente a partir de ahí. La línea negra continua muestra el resultado total de la cobertura, con un perfil característico: amortiguación de pérdidas en mercados bajistas, beneficios limitados en mercados alcistas y un tope claro a partir del cual el beneficio se estabiliza.

Figura 4. Representación gráfica de la cobertura con opciones *call*. Inditex



Fuente: Elaboración propia.

Esta estrategia permite al inversor beneficiarse de subidas moderadas del subyacente y reducir el impacto de caídas, gracias a la prima recibida. Sin embargo, al tratarse de una cobertura parcial, no protege frente a pérdidas significativas si el precio del activo cae de forma pronunciada. Además, el inversor renuncia a cualquier ganancia adicional más allá del precio de ejercicio de la opción vendida. El beneficio máximo es limitado y conocido desde el inicio: en el caso de una opción vendida *at the money* ($S_0 \approx X$), equivale aproximadamente a la prima cobrada. Si hay una ligera diferencia entre el precio de ejercicio (X) y el precio del subyacente en el momento de la cobertura (S_0), dicho beneficio máximo será: $\text{prima} + (X - S_0)$. Se trata, por tanto, de una cobertura parcial, eficaz para contextos de mercado lateral o ligeramente alcista. Reduce el riesgo a cambio de limitar la ganancia y no protege frente a caídas acusadas del subyacente.

6.3. Posición larga en el subyacente y larga en opción de venta

En esta sección se analiza una tercera estrategia de cobertura basada en la combinación de una posición larga en el activo subyacente y una posición larga en opciones *put* europeas. Esta estrategia permite al inversor protegerse ante posibles caídas en el precio del activo, garantizando un nivel mínimo de venta a cambio del pago de una prima inicial.

La operación se ejecuta el 25 de marzo de 2025 (Tabla 6), cuando las acciones de Inditex cotizan a 47 € y se adquieren opciones *put* con precio de ejercicio de 46,8 € y vencimiento el 20 de junio de 2025. La prima pagada por cada opción *put* es de 2,48 €.

El inversor, por tanto, compra acciones de Inditex y simultáneamente adquiere opciones de venta sobre esas mismas acciones (*datos obtenidos de BME Derivatives - MEFF*).

La Tabla 4 recoge los resultados de esta estrategia para distintos valores del precio del subyacente al vencimiento (S_T). Se desglosan los componentes del resultado:

- Beneficio de la posición larga en acciones, calculado como: $S_T - 47$.
- Beneficio de la posición larga en *put*, expresado como: $\max(46,8 - S_T, 0) - 2,48$.
- Resultado total de la cobertura: suma de ambas posiciones.

Tabla 4. Resultado cobertura con opciones *put*. Inditex

S_T	Bfo. posición larga acción $S_T - S_0$	Bfo. posición larga <i>put</i> $\max(X - S_T, 0) - \text{prima}$	Rdo. cobertura (suma)
39	-8	5,32	-2,68
41	-6	3,32	-2,68
43	-4	1,32	-2,68
45	-2	-0,68	-2,68
$S_0 = 47$	0	-2,48	-2,48
49	2	-2,48	-0,48
51	4	-2,48	1,52
53	6	-2,48	3,52
55	8	-2,48	5,52
57	10	-2,48	7,52
59	12	-2,48	9,52

Fuente: Elaboración propia.

En un escenario bajista, por ejemplo, si el precio del subyacente cae hasta 39 €, la acción sufre una pérdida de $39 - 47 = -8$ €. Sin embargo, la opción *put* se ejerce con un valor intrínseco de $46,8 - 39 = 7,8$ €, que, tras descontar la prima pagada, deja un beneficio neto de $7,8 - 2,48 = 5,32$ €. El resultado total de la cobertura es, por tanto $-8 + 5,32 = -2,68$ €, lo que representa una pérdida limitada, mucho menor que la pérdida que asumiría un inversor sin cobertura.

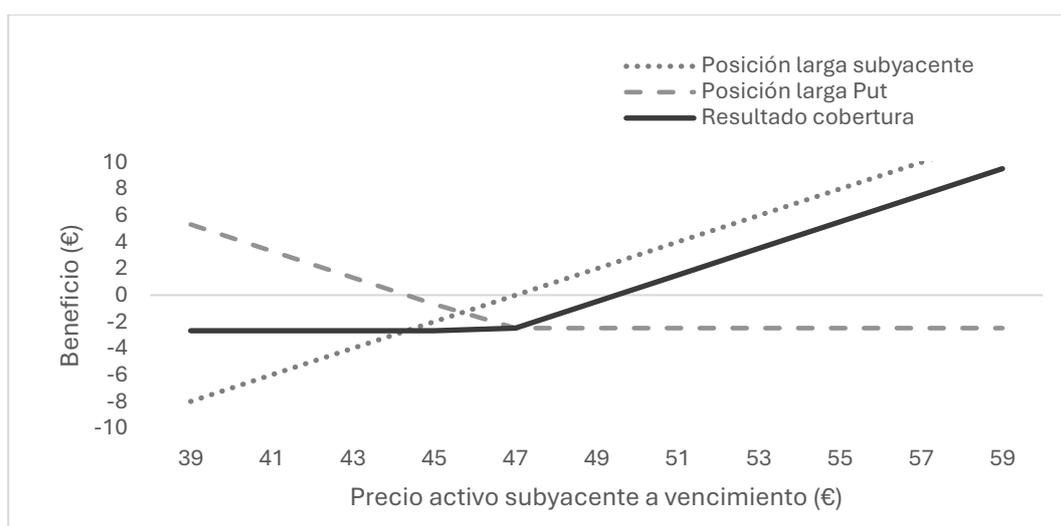
En un escenario neutro, si el precio del subyacente se mantiene en 47 €, la acción no genera beneficio ni pérdida. La opción *put* no se ejerce, ya que el precio final es superior al precio de ejercicio, lo que implica una pérdida equivalente al importe de la prima: $-2,48$ €. Por tanto, el resultado total de la estrategia es de $-2,48$ €.

En un escenario alcista, si el precio sube a 55 €, la acción proporciona una ganancia de $55 - 47 = 8$ €, mientras que la opción *put* expira sin valor, resultando en una pérdida de $-2,48$ €.

2,48 €. El resultado total de la cobertura será entonces de $8 - 2,48 = 5,52$ €. Esta situación muestra cómo el inversor mantiene el potencial de beneficiarse de subidas, a diferencia de lo que ocurría con la estrategia de venta de *calls*.

El Figura 5 ilustra esta dinámica: la línea de puntos representa la evolución del beneficio de la posición larga en acciones, creciente con el precio. La línea discontinua representa el beneficio de la opción *put*. Cuando el precio del subyacente cae por debajo del precio de ejercicio, aumenta el valor de la opción. Por el contrario, si el precio sube, la *put* expira sin valor y el inversor asume una pérdida limitada al importe de la prima pagada. La línea negra continua, que representa el resultado total de la cobertura, refleja cómo la estrategia limita las pérdidas en mercados bajistas sin sacrificar la posibilidad de obtener beneficios en mercados alcistas.

Figura 5. Representación gráfica de la cobertura con opciones *put*. Inditex



Fuente: Elaboración propia.

La estrategia de cobertura basada en la compra de una opción *put* permite al inversor protegerse frente a caídas severas en el precio del activo subyacente, manteniendo al mismo tiempo su exposición al potencial alcista del mercado. Esta doble ventaja la convierte en una herramienta especialmente atractiva en entornos de elevada volatilidad o incertidumbre económica.

Sin embargo, esta protección no es gratuita. El inversor asume un coste inicial, la prima, que en este caso asciende a 2,48 € por acción. Este coste es significativo, ya que condiciona por completo el umbral de rentabilidad de la estrategia. A diferencia de la

venta de opciones *call*, donde se limita el beneficio, pero se ingresa una prima desde el inicio, aquí se parte directamente de una pérdida. De hecho, el precio del subyacente debe superar los 49,48 € (47 € de compra + 2,48 € de prima) para empezar a generar beneficios netos.

Este aspecto revela una característica fundamental de la estrategia: aunque se mantiene la posibilidad de beneficiarse de subidas en el mercado, no cualquier subida será suficiente. Si el activo se mantiene lateral o sube solo ligeramente, el inversor seguirá en pérdidas. Por otro lado, si el precio baja moderadamente —por ejemplo, hasta 45 €—, el valor de la *put* aún no compensa del todo la pérdida en la acción, y el resultado total de la cobertura puede ser peor que si se hubiera asumido la pérdida sin protegerse. Solo a partir de precios inferiores a 44,52 €, la cobertura comienza a ser más eficiente que la simple posición larga sin cobertura.

Por tanto, esta estrategia resulta especialmente útil para inversores que buscan limitar el riesgo de caídas pronunciadas sin cerrar la puerta a posibles subidas. No obstante, su conveniencia depende en gran medida del escenario de mercado. Si las oscilaciones esperadas no son suficientemente amplias, la prima pagada puede terminar penalizando el rendimiento total de la inversión. La clave está en valorar si el contexto justifica ese coste, ya que en entornos de baja volatilidad o con movimientos moderados, la protección puede volverse innecesaria o incluso contraproducente.

7. ANÁLISIS DE RESULTADOS: acciones de Inditex, Iberdrola y CaixaBank

Este capítulo recoge las estrategias de cobertura consideradas más adecuadas para Inditex, Iberdrola y CaixaBank (utilizando los resultados del Apéndice C), atendiendo a su situación bursátil actual y a los factores que, previsiblemente, marcarán la evolución de sus cotizaciones durante el segundo semestre de 2025 (véanse Apéndice A y B).

La selección no responde a un criterio único, sino que se ha construido en función del perfil de cada activo: desde el carácter cíclico e internacional de Inditex, hasta la estabilidad defensiva de Iberdrola o la sensibilidad macroeconómica de CaixaBank. En cada caso, se justifica la elección de una estrategia específica según su comportamiento reciente, el potencial de revalorización previsto, y la naturaleza de los riesgos a los que

se enfrentan en el entorno actual. En su formulación se han tenido en cuenta las perspectivas del mercado, así como las valoraciones y proyecciones recogidas en informes de referencia de analistas institucionales como Renta 4 (Renta 4 S.V., 2025) y Goldman Sachs (Goldman Sachs, 2025).

Inditex. Estrategia recomendada: posición larga en el activo subyacente + venta de opciones call

Inditex ha demostrado históricamente una elevada sensibilidad al ciclo económico global y al comportamiento del consumo minorista (véase Figura 6.A, Apéndice B). Esta característica, junto con su fuerte exposición internacional —especialmente en EE. UU. y Asia—, la hace vulnerable ante la apreciación del euro (que reduce ingresos denominados en dólares), disrupciones logísticas y nuevas tensiones arancelarias (Goldman Sachs, 2025, 2 de mayo). En un entorno de debilitamiento del dólar, contracción del consumo y ralentización del comercio mundial, sus márgenes podrían verse comprometidos (Goldman Sachs, 2025, 15 de abril).

Tal y como clasifica Peter Oppenheimer, estratega jefe de Goldman Sachs Research (Goldman Sachs, 2025, 10 de abril), los mercados bajistas pueden dividirse en tres categorías:

- Estructurales, como el vivido durante la crisis financiera global de 2008, que surgen de desequilibrios financieros profundos, presentan caídas superiores al 50 % y pueden tardar hasta una década en recuperarse;
- Cíclicos, vinculados a fases de recesión o endurecimiento monetario, como el que siguió al estallido de la burbuja tecnológica en 2001, que responden al deterioro del ciclo económico y tienen una duración media dos años, con caídas alrededor del 30 %;
- Por evento, como el desplome durante la pandemia de COVID-19 en marzo de 2020, caracterizados por ser más breves, con caídas rápidas, pero también rebotes ágiles, provocados por shocks exógenos inesperados como guerras, pandemias o disrupciones comerciales.

Esta distinción es clave para diseñar coberturas: mientras un mercado estructural puede requerir una desinversión parcial o total, los mercados por evento o cíclicos permiten

estrategias más flexibles como el uso de opciones. Oppenheimer señala que el contexto actual se asemeja a un mercado bajista por evento, marcado por tensiones geopolíticas y arancelarias, aunque con riesgo de volverse cíclico si se deterioran las expectativas de crecimiento y la confianza empresarial. Este análisis sugiere que, aunque cabe esperar una recuperación, la volatilidad justifica el uso de coberturas.

Una opción habitual en este contexto es la compra de opciones *put*, que protege ante caídas del activo y conserva el potencial alcista. A primera vista, parece una estrategia óptima: el inversor limita su pérdida, pero no su ganancia. Sin embargo, hay que tener presente que la compra de opciones *put* implica un desembolso inicial que condiciona la rentabilidad. Por ejemplo, a fecha 5 de junio de 2025, una opción *put* europea con vencimiento el 19 de diciembre de 2025 y strike 47,33 € (opción ATM) cotiza a 3,49 € (prima a pagar por adquirir la opción) (*datos obtenidos de BME Derivatives - MEFF*). Esto significa que, para que la estrategia sea rentable, la acción tiene que subir por encima de los 50,82 €, lo que supone superar incluso el precio objetivo de 50,00 € estimado por Renta 4 a 12 meses (Renta 4 S.V., 2025; véase Tabla 7, Apéndice B).

Esta estrategia garantiza que, en caso de una caída muy pronunciada, el inversor no perderá más allá del coste de la prima (3,49 € en este caso), ya que la opción *put* compensa esas pérdidas. Ahora bien, esa prima se paga al inicio, por lo que el inversor necesita que el activo suba más de 3,49 € para empezar a obtener un beneficio neto. Es decir, aunque esta cobertura permite capturar el potencial alcista, solo empieza a ser rentable si las subidas son suficientemente amplias como para cubrir ese coste inicial. Por tanto, se trata de una estrategia que protege frente a caídas fuertes, pero que también exige un movimiento alcista relevante para beneficiarse de las subidas.

En contraste, la venta de opciones *call* aparece como una alternativa más eficiente en este contexto. Vender una *call* europea con strike 47,33 € (vencimiento diciembre 2025) permite ingresar una prima inmediata de 3,68 €. El principal inconveniente es que, si el precio de la acción supera ese strike, el inversor renuncia al beneficio adicional derivado de esa subida, ya que estaría obligado a vender las acciones al precio pactado. No obstante, si el precio objetivo es 50 €, como estima Renta 4, esta estrategia permite capturar anticipadamente la totalidad del potencial alcista estimado.

En resumen, mientras que la compra de *puts* funciona como un seguro ante un escenario bajista más extremo, su coste puede resultar excesivo si no se materializa una caída significativa o una fuerte recuperación. En cambio, la venta de *calls*, pese a limitar los beneficios en caso de subidas muy pronunciadas, ofrece una protección parcial frente a caídas y proporciona una rentabilidad inmediata que puede resultar más razonable si se considera que el recorrido alcista de la acción podría ser moderado.

Por tanto, en el caso concreto de Inditex y en el escenario actual de mercado, la estrategia de venta de *call* se presenta como una solución más eficiente, al generar un ingreso inmediato que se ajusta al margen de subida previsto y ofrece cierta amortiguación en caso de caídas moderadas.

Iberdrola. Estrategia recomendada: mantener posición sin cobertura directa o posición larga en el activo subyacente + put fuera del dinero

Iberdrola se beneficia de su perfil defensivo, su estabilidad regulatoria y la recuperación de la demanda energética en Europa (especialmente en España, donde ha crecido un 4 % en lo que va de año). La expectativa de recortes en los tipos de interés por parte del BCE, unida a la revalorización de las utilities europeas (+20 % en marzo), sitúa a Iberdrola como uno de los activos mejor posicionados para actuar como refugio en entornos de volatilidad (Goldman Sachs, 2025, 27 de mayo).

A pesar de su exposición a deuda a largo plazo, los analistas coinciden en que un entorno de tipos reales decrecientes favorece a este tipo de compañías. Además, su menor exposición a las cadenas de suministro internacionales y su enfoque en renovables la hacen menos vulnerable a las tensiones comerciales y al debilitamiento del dólar.

En consecuencia, se ha considerado adecuada una estrategia sin cobertura directa, al estimarse que los riesgos sistémicos actuales no afectan gravemente a su modelo de negocio. No obstante, como medida conservadora, se contempla la compra de opciones *put* fuera del dinero, que ofrecen una protección limitada a un coste bajo ante caídas severas del mercado, sin comprometer la rentabilidad esperada en escenarios base o positivos.

Este planteamiento se ve respaldado por el potencial moderado que le asigna Renta 4 (Tabla 7, Apéndice B), con una cotización de 16,19 € (27 de mayo de 2025) y un precio objetivo de 16,60 €, lo que representa una revalorización esperada del +3 % a 12 meses. Esta cifra refleja una valoración ajustada y estable, coherente con su comportamiento histórico como activo defensivo (véase Figura 6.B, Apéndice B).

CaixaBank: Estrategia recomendada: posición larga en el activo subyacente + venta de futuros sobre el subyacente

CaixaBank presenta un perfil condicionado por múltiples factores macroeconómicos y financieros que afectan tanto a su negocio como a su cotización bursátil. Por un lado, la entidad se ve favorecida por un entorno de tipos de interés elevados, que aumentan su margen de intermediación y sostienen sus beneficios. Por otro lado, está expuesta a riesgos asociados a una posible desaceleración económica, como un repunte del desempleo, menor demanda de crédito o aumento de la morosidad, especialmente en un contexto de tensiones comerciales globales y elevada incertidumbre geopolítica (Goldman Sachs, 2025, 2 de mayo).

Su comportamiento bursátil a lo largo del tiempo se caracteriza por episodios de subidas pronunciadas seguidos de correcciones abruptas, sin una dirección prolongada o estable. La acción ha mostrado históricamente una alta sensibilidad al ciclo económico: se recupera con fuerza en fases de crecimiento y tipos altos, pero también sufre caídas profundas cuando se deterioran las expectativas macroeconómicas o aumenta la incertidumbre financiera. Entre 2008 y 2025 ha sufrido al menos tres grandes caídas, coincidiendo con la crisis financiera global, la crisis de deuda europea y la pandemia de COVID-19, como se puede observar en la Figura 6.C., Apéndice B.

Todos estos episodios comparten factores comunes como el deterioro macroeconómico, el aumento del desempleo y el repunte de la morosidad. En contraposición, las fases de recuperación más claras —como 2013–2015 o 2022–2025— se han dado en entornos de tipos al alza, mejora del PIB y flujo de capital hacia el sector bancario europeo. En 2025, se encuentra en máximos históricos, tras una subida rápida y pronunciada, que recuerda a fases anteriores que terminaron en correcciones relevantes.

En este contexto, se considera más adecuada una estrategia de cobertura mediante la venta de futuros sobre el subyacente, que permite neutralizar rápidamente la exposición bursátil y deshacer la cobertura con facilidad si el mercado rebota. Esta flexibilidad es especialmente útil en un valor con movimientos rápidos y alta sensibilidad al entorno macroeconómico.

Además, según el informe de Renta 4 (véase Tabla 7, Apéndice B), CaixaBank presenta un precio actual de 7,51 € (mayo 2025) y un precio objetivo de 7,36 €, lo que implica un potencial negativo del -2 % a 12 meses. Este dato refuerza la necesidad de protección: si la acción ya ha recogido las expectativas positivas y no se prevé margen de subida, aplicar una cobertura con futuros es una forma eficiente de proteger la posición ante un posible ajuste. En un entorno sin tendencia clara y con riesgos de corrección, los futuros destacan por su flexibilidad operativa y su bajo coste.

8. CONCLUSIONES

En este Trabajo de Fin de Grado se muestra que los derivados financieros, especialmente los futuros y las opciones, son herramientas esenciales para la gestión estratégica del riesgo bursátil. A través de un enfoque práctico y fundamentado, se ha comprobado que su uso no se limita a la especulación, sino que cumple una función clave en la protección del capital, especialmente en entornos volátiles como el que ha caracterizado el primer semestre de 2025.

Se ha desarrollado un análisis de tres estrategias de cobertura —venta de futuros, venta de opciones *call* y compra de opciones *put*— partiendo de posiciones largas en el activo subyacente, y aplicadas a tres compañías representativas del IBEX 35: Inditex, Iberdrola y CaixaBank. Esta diversidad sectorial ha permitido ilustrar cómo los derivados deben adaptarse a las características propias de cada activo: su sensibilidad macroeconómica, su volatilidad histórica, sus proyecciones de beneficio y su papel dentro del ciclo económico.

Los resultados obtenidos muestran que no existe una estrategia única válida para todos los casos. Mientras que CaixaBank requiere una cobertura más directa y flexible mediante futuros, Inditex se ajusta mejor a una estrategia de venta de opciones *call*, que

permite capturar rentabilidad inmediata ante un potencial alcista moderado previsto para la segunda mitad de 2025. En cambio, Iberdrola, con su perfil defensivo, puede optar por una cobertura mínima mediante *puts* fuera del dinero.

Un aspecto especialmente relevante es la comparación entre las estrategias basadas en opciones. Aunque la compra de *puts* resulta, a priori, más atractiva por ofrecer una cobertura con pérdidas limitadas y sin renunciar al potencial alcista, no debe subestimarse el coste que implica esta estrategia. La prima pagada puede llegar a ser considerable, y condicionar la rentabilidad global de la posición. En este sentido, la venta de opciones *call* puede resultar una alternativa más eficiente si el escenario previsto es de estabilidad o crecimiento moderado. Ahora bien, no debe perderse de vista que esta estrategia limita el beneficio una vez superado el precio de ejercicio y no ofrece una cobertura total ante caídas del mercado.

Además de las condiciones de mercado, este estudio ha puesto de relieve la importancia de tener en cuenta las expectativas del inversor: su horizonte temporal, su tolerancia al riesgo, y su percepción de la evolución económica futura.

Asimismo, es fundamental recordar que, aunque los derivados permiten tomar posiciones con una inversión inicial reducida —como sucede con los márgenes de garantía en futuros o con el pago de primas en opciones—, el riesgo real es muy elevado. Si el mercado se mueve en dirección contraria a la estrategia planteada, es posible perder el 100% del capital invertido. Esta asimetría entre exposición y riesgo es precisamente lo que convierte a los derivados en instrumentos tan potentes como peligrosos, si no se utilizan con criterio.

Desde el punto de vista metodológico, el enfoque utilizado ha permitido integrar teoría y práctica. El uso de datos reales del mercado, la construcción de escenarios, el seguimiento de estrategias y la incorporación de análisis institucional han aportado un componente aplicado que refuerza la utilidad del estudio tanto en el ámbito académico como profesional.

En un mundo donde la incertidumbre económica, los riesgos geopolíticos y la velocidad de los mercados son cada vez mayores, los derivados financieros bien utilizados se consolidan como una herramienta imprescindible.

9. BIBLIOGRAFÍA

Bankinter. (s. f.). <https://www.bankinter.com>

BBVA Trader. (s. f.). <https://www.bbvatrader.com>

BME. (s. f.). *Cotizaciones de derivados financieros sobre Inditex, Iberdrola y CaixaBank*. Recuperado de <https://www.meff.es>

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2004). *Principios de inversiones* (cap. 16). McGraw-Hill.

CNMV. (2006). *Qué debe saber de... Opciones y futuros* (2.ª ed.). Comisión Nacional del Mercado de Valores. Recuperado de <https://www.cnmv.es>

CNMV. (s. f.). *Mercados de opciones y futuros*. Comisión Nacional del Mercado de Valores. Recuperado de <https://www.cnmv.es/portal/inversor/derivados?lang=es>

DEGIRO. (s. f.). <https://www.degiro.es>

Diálogo. (2021, 1 de febrero). *IBEX 35 y CAC 40: Las empresas más importantes de España y Francia*. Blog Diálogo. Disponible en: <https://dialogo.es/ibex35-cac-40-empresas-espana-francia/>

Goldman Sachs. (2025, 2 de mayo). *Cómo está cambiando el comercio global en medio del aumento de los aranceles estadounidenses*. <https://www.goldmansachs.com/insights/articles/how-global-trade-is-shifting-amid-rising-us-tariffs>

Goldman Sachs. (2025, 2 de mayo). *Perspectivas del crédito privado en medio de la creciente volatilidad*. <https://www.goldmansachs.com/insights/articles/private-credits-outlook-amid-rising-volatility>

Goldman Sachs. (2025, 10 de abril). *¿Son los mercados bajistas en acciones una oportunidad de inversión?* <https://www.goldmansachs.com/insights/articles/are-bear-markets-in-stocks-an-investment-opportunity>

Goldman Sachs. (2025, 15 de abril). *Se espera que los aranceles estadounidenses debiliten el dólar a medida que se desacelera el crecimiento del PIB*. <https://www.goldmansachs.com/insights/articles/us-tariffs-are-expected-to-weaken-the-dollar-as-gdp-growth-slows>

Goldman Sachs. (2025, 27 de mayo). *Se prevé un repunte de las acciones europeas, desde servicios públicos hasta bienes raíces*. <https://www.goldmansachs.com/insights/articles/european-stocks-from-utilities-to-real-estate-are-predicted-to-rally>

Hull, J. C. (2003). *Introducción a los mercados de futuros y opciones* (2.ª ed., caps. 2, 4, 7, 8 y 9). Prentice Hall.

Interactive Brokers. (s. f.). <https://www.interactivebrokers.eu>

Lamothe Fernández, P., & Pérez Somalo, J. J. (2006). *Opciones financieras y productos estructurados* (cap. 2). McGraw-Hill.

López Lubián, F. J., & García Estévez, J. (2009). *Bolsa, mercados y técnicas de inversión* (cap. 3). McGraw-Hill.

MEFF. (s. f.). Sobre nosotros. <https://www.meff.es/esp/Sobre-Nosotros/Empresa-MEFF>

Morningstar. (2025). *Datos financieros y bursátiles de Inditex, Iberdrola y CaixaBank* [Base de datos]. Recuperado el 31 de mayo de 2025 de <https://www.morningstar.es>

Renta 4 Banco. (s. f.). <https://www.r4.com>

Renta 4 S.V. (2025, mayo). *Perspectivas y escenarios probables 2025–2026: Análisis técnico*. <https://www.r4.com/articulos-y-analisis/tecnico/perspectivas-y-escenarios-probables-2025-2026>

Santander. (s. f.). <https://www.bancosantander.es>

SelfBank. (s. f.). <https://www.selfbank.es>

Apéndice A. Cotizaciones de opciones europeas sobre Inditex (25/03/2025)

Tabla 5. Cotizaciones de opciones *call* europeas sobre Inditex (25/03/2025 con vencimiento 20/06/2025)

Strike	Compra			Venta		
	Ord.	Vol.	Precio	Precio	Vol.	Ord.
41,06	1	150	5,96	6,26	150	1
42,01	1	150	5,18	5,48	150	1
42,97	1	150	4,42	4,72	150	1
43,93	1	150	3,72	4,02	150	1
44,89	1	150	3,07	3,37	150	1
45,84	1	150	2,49	2,79	150	1
46,8	1	150	2,01	2,31	150	1
47,75	1	150	1,6	1,75	150	1
49,66	1	150	0,91	1,06	150	1
51,51	1	150	0,48	0,58	150	1
51,56	1	150	0,47	0,57	150	1
53,48	1	150	0,19	0,29	150	1
55,39	1	150	0,05	0,15	150	1
57,3	-	-	-	0,1	150	1
59,21	-	-	-	0,1	150	1
61,12	-	-	-	0,1	150	1

Fuente: BME Derivatives (MEFF), consulta a las 11:00:24 del 25 de marzo de 2025.

Tabla 6. Cotizaciones de opciones *put* europeas sobre Inditex (25/03/2025 con vencimiento 20/06/2025)

Strike	Compra			Venta		
	Ord.	Vol.	Precio	Precio	Vol.	Ord.
41,06	1	150	0,53	0,68	150	1
42,01	1	150	0,69	0,84	150	1
42,97	1	150	0,89	1,04	150	1
43,93	1	150	1,15	1,3	150	1
44,89	1	150	1,45	1,6	150	1
45,84	1	150	1,82	1,97	150	1
46,8	1	150	2,18	2,48	150	1
47,75	1	150	2,68	2,98	150	1
49,66	1	150	3,88	4,18	150	1
51,51	1	150	5,27	5,57	150	1
51,56	1	150	5,31	5,61	150	1
53,48	1	150	6,94	7,24	150	1
55,39	1	150	8,7	9	150	1
57,3	1	150	10,53	10,83	150	1
59,21	1	150	12,41	12,71	150	1
61,12	1	150	14,3	14,6	150	1

Fuente: BME Derivatives (MEFF), consulta a las 11:00:24 del 25 de marzo de 2025.

Apéndice B. Datos bursátiles y de valoración de compañías analizadas

Tabla 7. Precio objetivo, potencial de revalorización y datos de mercado de compañías del IBEX 35 según Renta 4 (27 de mayo 2025)

Compañía	PRECIO ACTUAL	PRECIO OBJETIVO RENTA 4	DTO (+) / PRIMA (-)	CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL ACTUAL (MLN EUROS)	PONDERACIÓN ACTUAL
ACCIONA	135,60	171,30	26%	5.951	0,8%
ACCIONA ENERGIA	17,91	27,60	54%	1.163	0,2%
ACERINOX	10,60	12,50	18%	2.643	0,4%
ACS	59,35	60,00	1%	16.123	2,2%
AENA	239,40	210,30	-12%	28.728	4,0%
AMADEUS	74,00	71,20	-4%	33.337	4,6%
ARCELORMITTAL	27,50	34,00	24%	4.690	0,6%
BANCO SABADELL	2,81	3,18	13%	15.112	2,1%
BANCO SANTANDER	7,11	7,58	7%	107.658	14,8%
BANKINTER	11,41	9,85	-14%	10.256	1,4%
BBVA	13,55	13,85	2%	78.064	10,7%
CAIXABANK	7,51	7,36	-2%	42.593	5,9%
CELLNEX TELECOM	33,61	57,00	70%	23.745	3,3%
ENAGAS	14,31	17,82	25%	3.748	0,5%
ENDESA	27,18	27,40	1%	11.511	1,6%
FERROVIAL	46,44	50,00	8%	33.881	4,7%
FLUIDRA	21,72	23,30	7%	2.504	0,3%
GRIFOLS	9,47	15,55	64%	4.037	0,6%
IAG	3,99	4,55	14%	18.755	2,6%
IBERDROLA	16,19	16,60	3%	104.240	14,3%
INDITEX	46,85	50,00	7%	87.609	12,1%
INDRA	36,24	32,90	-9%	6.402	0,9%
INMOBILIARIA COLONIAL	5,97	8,50	42%	1.498	0,2%
LOGISTA	28,76	32,40	13%	3.054	0,4%
MAPFRE	3,41	2,88	-16%	6.308	0,9%
MERLIN PROPERTIES	10,71	14,10	32%	6.037	0,8%
NATURGY ENERGY	25,94	26,10	1%	5.030	0,7%
PUIG BRANDS	16,83	25,40	51%	2.942	0,4%
REDEIA	18,32	18,40	0%	9.913	1,4%
REPSOL	11,81	15,10	28%	13.663	1,9%
ROVI	52,35	71,00	36%	1.609	0,2%
SACYR	3,56	4,32	21%	2.837	0,4%
SOLARIA	6,62	10,80	63%	827	0,1%
TELEFÓNICA	4,65	4,50	-3%	26.395	3,6%
UNICAJA	1,94	1,99	3%	3.981	0,5%

Fuente: Renta 4 Banco, *Ideas para reducir el impacto de un drawdown en 2026*, 28 mayo 2025.

Nota explicativa de los datos:

- Precio actual: cotización de la acción a 27 de mayo de 2025.
- Precio objetivo: nivel estimado por Renta 4 al que podría cotizar la acción en los próximos 12 meses.
- DTO (+) / PRIMA (-): indica el potencial de revalorización o ajuste esperado. Un dato positivo implica que la acción podría subir; uno negativo, que podría corregir.

- Capitalización bursátil: valor total de mercado de la empresa (acciones en circulación × precio).
- Ponderación en el IBEX 35: peso relativo de la empresa en el índice.

Tabla 8. Resumen de precio actual, precio objetivo y datos de mercado para Inditex, Iberdrola y CaixaBank según Renta 4 (mayo de 2025)

Compañía	Precio actual (€)	Precio objetivo (€)	DTO (+) / PRIMA (-)	Capitalización bursátil (M€)	Ponderación IBEX 35
CaixaBank	7,51	7,36	-2 %	42.593	5,9 %
Iberdrola	16,19	16,60	+3 %	104.240	14,3 %
Inditex	46,85	50,00	+7 %	87.609	12,1 %

Fuente: Elaboración propia a partir de Renta 4 Banco, 2025 (véase Tabla 7, Apéndice B).

Los datos recogidos por Renta 4 en mayo de 2025 ofrecen una visión clara del posicionamiento bursátil de las tres compañías analizadas, atendiendo tanto a su cotización actual como al potencial estimado de revalorización a 12 meses.

En el caso de CaixaBank, la acción cotiza en 7,51 € a 27 de mayo de 2025, ligeramente por encima de su precio objetivo de 7,36 €, lo que se traduce en un potencial negativo del -2 %. Esta ligera sobrevaloración indica que el mercado ya ha descontado los factores positivos, como los tipos de interés elevados, y anticipa un posible ajuste a corto o medio plazo.

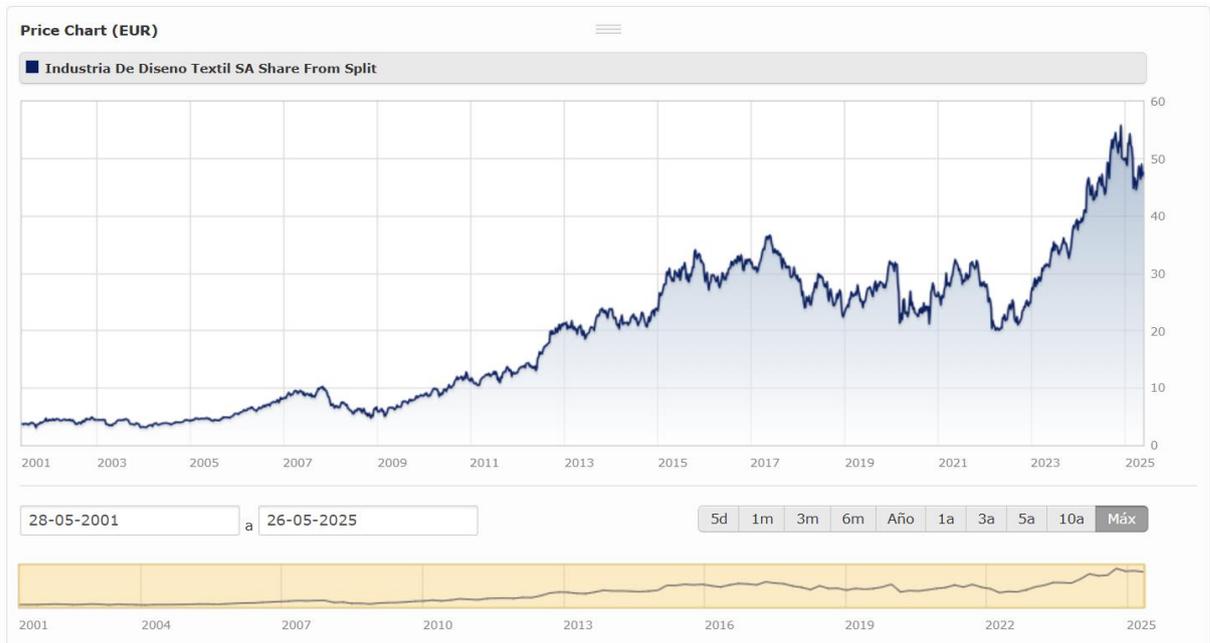
Por su parte, Inditex presenta un precio de 46,85 €, con un objetivo fijado en 50,00 €, lo que implica un margen de revalorización del +7 %.

En cuanto a Iberdrola, la cotización se sitúa en 16,19 €, con un objetivo de 16,60 €, es decir, un potencial moderado del +3 %. Esta estimación refuerza su perfil como valor defensivo y con una valoración ajustada, coherente con su comportamiento históricamente estable frente a las oscilaciones del mercado.

Además, las tres compañías tienen una presencia destacada en el IBEX 35: Iberdrola y Inditex ocupan dos de las mayores ponderaciones del índice (14,3 % y 12,1 %, respectivamente), mientras que CaixaBank representa un 5,9 %, confirmando su relevancia dentro del mercado español.

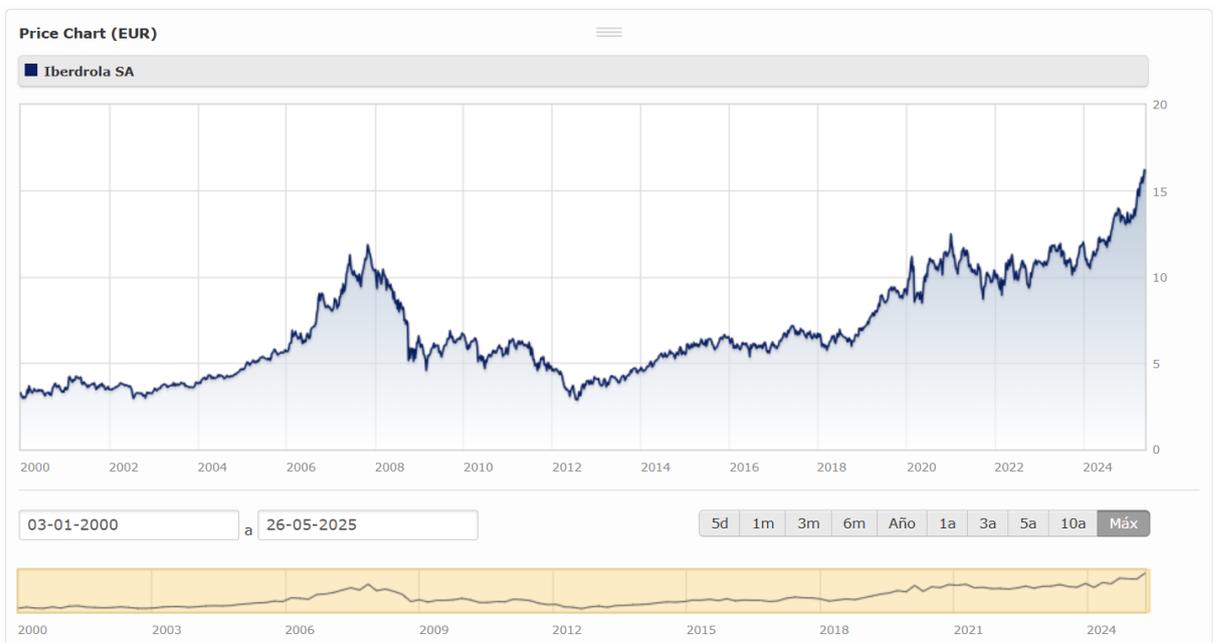
Figura 6. Evolución histórica de la cotización bursátil de CaixaBank, Iberdrola e Inditex

A. Cotización Inditex 2001 – 2025



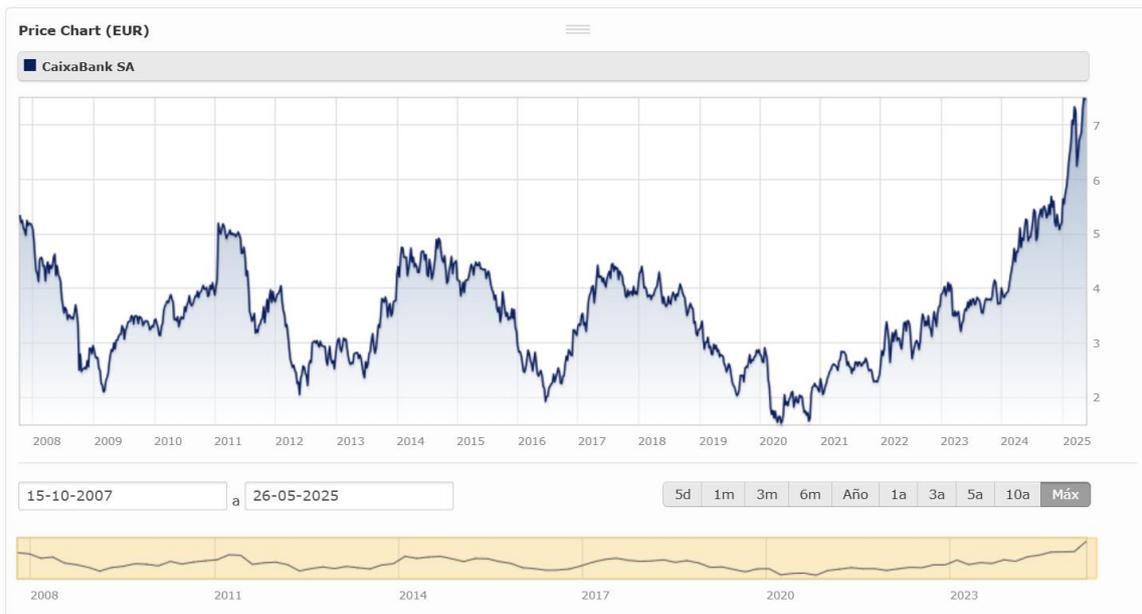
Fuente: Morningstar (2025).

B. Cotización Iberdrola 2000 – 2025



Fuente: Morningstar (2025).

C. Cotización CaixaBank 2007 – 2025



Fuente: Morningstar (2025).

Apéndice C. Aplicación de las estrategias de cobertura con derivados: Iberdrola y CaixaBank

1. Posición larga en el subyacente y corta en futuros (Iberdrola)

En el caso de Iberdrola, la aplicación de la primera estrategia —posición larga en la acción y corta en futuros— permite fijar desde el inicio un precio de venta prácticamente idéntico al del contado, eliminando la incertidumbre asociada a la evolución del mercado. A fecha 25 de marzo de 2025, el precio de la acción era de 14,50 € (S_0), y el futuro con vencimiento en junio cotizaba a 14,49 € (F_0).

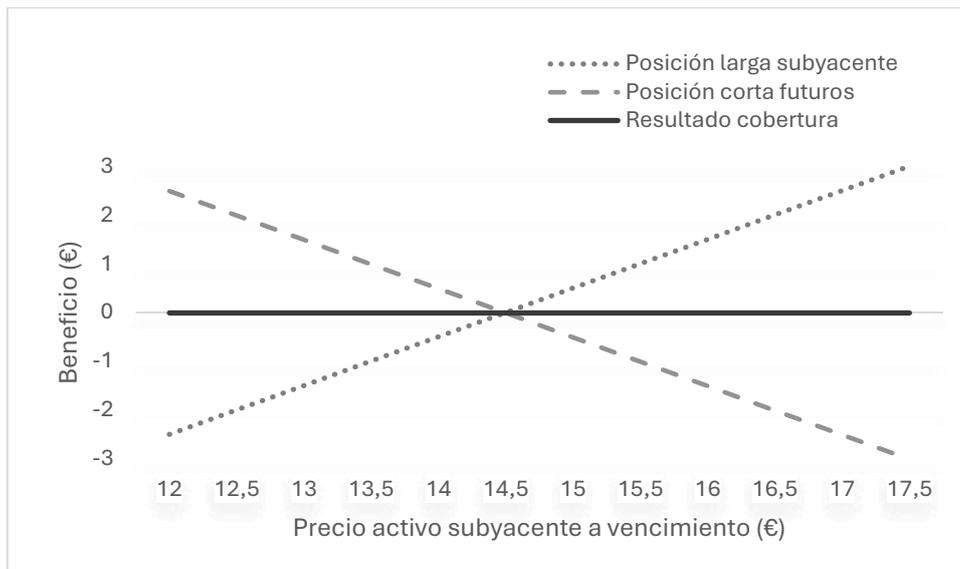
Como se observa en la Tabla 9, para cualquier valor del subyacente en el vencimiento (S_T), la pérdida o ganancia de la acción queda compensada por un resultado opuesto en el futuro. El beneficio neto de la cobertura es constante e igual a $-0,01$ € por acción, reflejando la diferencia inicial entre ambos precios ($F_0 - S_0$). Esta estrategia garantiza una cobertura completa frente al riesgo de precio incluyendo una pérdida constante (véase Figura 7).

Tabla 9. Resultado cobertura con futuros. Iberdrola

S_T	Bfo. posición larga acción $S_T - S_0$	Bfo. posición corta futuro $F_0 - S_T$	Rdo. cobertura (suma)
12	-2,5	2,49	-0,01
12,5	-2	1,99	-0,01
13	-1,5	1,49	-0,01
13,5	-1	0,99	-0,01
14	-0,5	0,49	-0,01
$S_0 = 14,5$	0	-0,01	-0,01
15	0,5	-0,51	-0,01
15,5	1	-1,01	-0,01
16	1,5	-1,51	-0,01
16,5	2	-2,01	-0,01
17	2,5	-2,51	-0,01
17,5	3	-3,01	-0,01

Fuente: Elaboración propia.

Figura 7. Representación gráfica de la cobertura con futuros. Iberdrola



Fuente: Elaboración propia.

2. Posición larga en el subyacente y corta en *call* (Iberdrola)

La segunda estrategia de cobertura analizada consiste en combinar una posición larga en acciones de Iberdrola con una posición corta en opciones *call* europeas. La cobertura se ejecuta el 25 de marzo de 2025, cuando las acciones de Iberdrola cotizan a 14,5 € (S_0), y se venden opciones *call at-the-money* con el mismo precio de ejercicio ($X = 14,5$ €), vencimiento el 20 de junio y una prima recibida de 0,42 € por acción. El inversor, por tanto, adquiere las acciones y simultáneamente vende opciones *call* sobre ellas.

Tabla 10. Resultado cobertura con opciones *call*. Iberdrola

S_T	Bfo. posición larga acción $S_T - S_0$	Bfo. posición corta <i>call</i> - $\max(S_T - X; 0) + \text{prima}$	Rdo. cobertura (suma)
12	-2,5	0,42	-2,08
12,5	-2	0,42	-1,58
13	-1,5	0,42	-1,08
13,5	-1	0,42	-0,58
14	-0,5	0,42	-0,08
$S_0 = 14,5$	0	0,42	0,42
15	0,5	-0,08	0,42
15,5	1	-0,58	0,42
16	1,5	-1,08	0,42
16,5	2	-1,58	0,42
17	2,5	-2,08	0,42
17,5	3	-2,58	0,42

Fuente: Elaboración propia.

La Tabla 10 muestra el beneficio de cada componente:

- Beneficio de la posición larga en acciones: $S_T - 14,5$
- Beneficio de la posición corta en *call*: $-\max(S_T - 14,5; 0) + 0,42$
- Resultado total de la cobertura: suma de ambas posiciones.

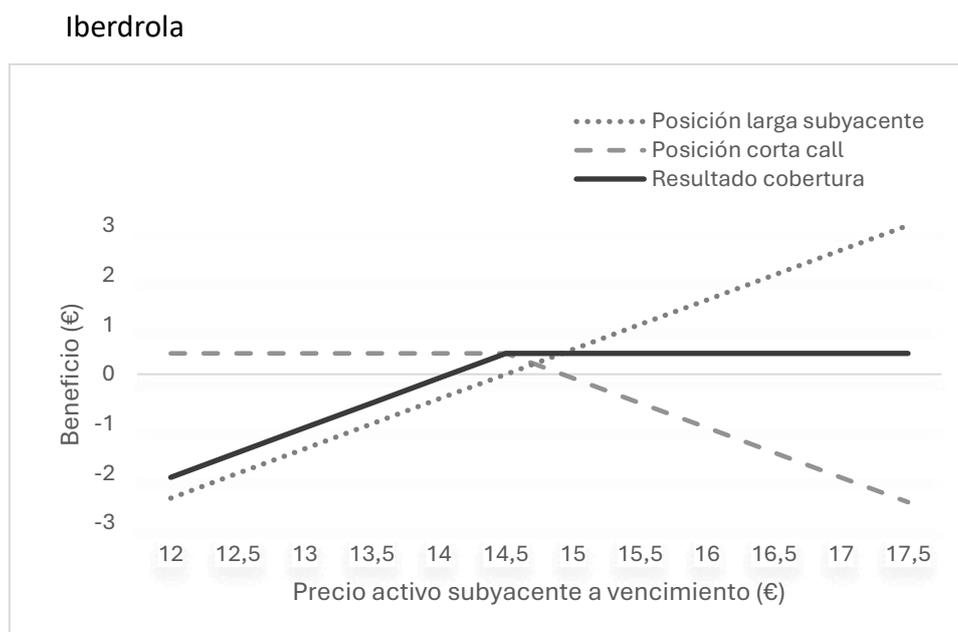
En un escenario bajista, por ejemplo, con $S_T = 13$ €, la acción genera una pérdida de $-1,5$ €, pero esta se ve parcialmente compensada por la prima obtenida, resultando en una pérdida total $-1,08$ €.

En un escenario lateral, si el precio se mantiene igual en $14,5$ €, la opción no se ejerce y el inversor se queda con la prima íntegra, obteniendo un beneficio total de $0,42$ €.

En cambio, si el precio sube por encima de $14,5$ €, las ganancias obtenidas con la acción son neutralizadas exactamente por las pérdidas en la *call*, resultando en un beneficio fijo también de $0,42$ €. Por ejemplo, si $S_T = 17$ €, el inversor gana $2,5$ € por acción, pero pierde $-2,08$ € por la *call* (neto tras prima), dejando un resultado total de $0,42$ €.

Esta estrategia presenta un perfil de resultados característico, representado en la Figura 8: amortiguación parcial de pérdidas en mercados bajistas y beneficio limitado en mercados alcistas, estabilizándose el resultado una vez superado el precio de ejercicio.

Figura 8. Representación gráfica de la cobertura con opciones *call*.



Fuente: Elaboración propia.

3. Posición larga en el subyacente y larga en *put* (Iberdrola)

La tercera estrategia combina la compra de acciones de Iberdrola con la adquisición de opciones *put* europeas. Su objetivo es proteger frente a caídas en el precio del subyacente, asegurando un nivel mínimo de venta (el precio de ejercicio) a cambio del pago de una prima. A diferencia de la estrategia con *calls*, el inversor mantiene el potencial alcista.

La cobertura se realiza el 25 de marzo de 2025, cuando las acciones cotizan a 14,5 € (S_0) y se adquieren *puts at-the-money* con precio de ejercicio de 14,5 € (X) y vencimiento el 20 de junio. La prima pagada por cada opción es de 0,46 €.

La Tabla 11 recoge los resultados de cada componente:

- Beneficio de la acción: $S_T - 14,5$
- Beneficio de la *put*: $\max(14,5 - S_T; 0) - 0,46$
- Resultado total: suma de ambas posiciones

Tabla 11. Resultado cobertura con opciones *put*. Iberdrola

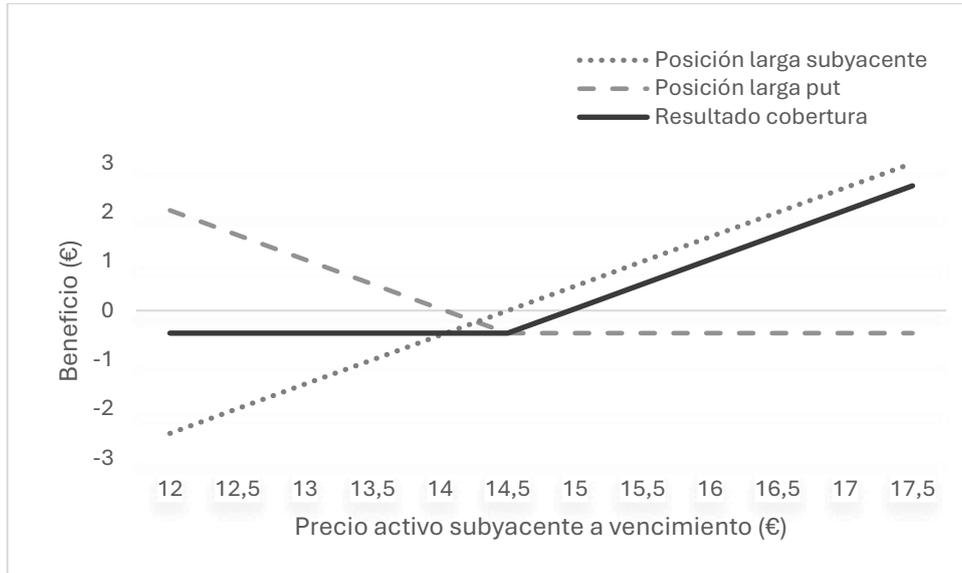
S_T	Bfo. posición larga acción $S_T - S_0$	Bfo. posición larga <i>put</i> $\max(X - S_T; 0) - \text{prima}$	Rdo. cobertura (suma)
12	-2,5	2,04	-0,46
12,5	-2	1,54	-0,46
13	-1,5	1,04	-0,46
13,5	-1	0,54	-0,46
14	-0,5	0,04	-0,46
$S_0 = 14,5$	0	-0,46	-0,46
15	0,5	-0,46	0,04
15,5	1	-0,46	0,54
16	1,5	-0,46	1,04
16,5	2	-0,46	1,54
17	2,5	-0,46	2,04
17,5	3	-0,46	2,54

Fuente: Elaboración propia.

Si el precio cae, por ejemplo, a 12 €, la acción pierde -2,5 €, pero la *put* genera un beneficio neto de 2,04 €, limitando la pérdida total a -0,46 €. En cambio, si el precio sube a 17,5 €, la acción gana 3 € y la *put* expira sin valor, resultando en una pérdida por la prima de -0,46 €, y un beneficio neto de 2,54 €. En resumen, esta estrategia limita las pérdidas en entornos bajistas y permite participar plenamente en las subidas, a cambio del coste inicial de la prima (véase Figura 9).

Figura 9. Representación gráfica de la cobertura con opciones *put*.

Iberdrola



Fuente: Elaboración propia.

4. Posición larga en el subyacente y corta en futuro (CaixaBank)

En el caso de CaixaBank, la aplicación de la primera estrategia —posición larga en la acción y corta en futuros— permite neutralizar el riesgo de variaciones en el precio del activo subyacente asegurando un valor de venta predeterminado. A fecha de cobertura (25 de marzo de 2025), el precio al contado de la acción era de 7,30 € (S_0), mientras que el contrato de futuros con vencimiento en junio cotizaba a 7,20 € (F_0).

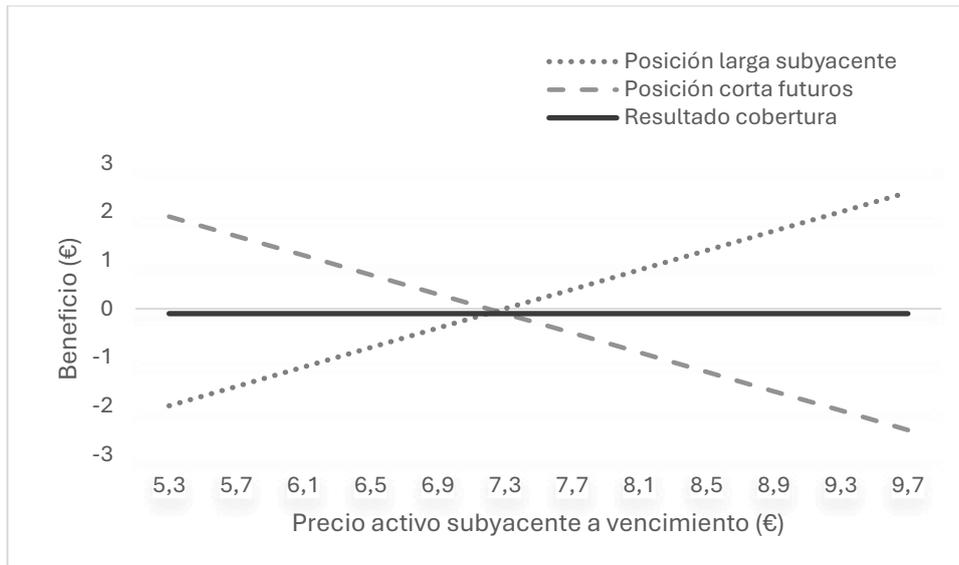
Tabla 12. Resultado cobertura con futuros. CaixaBank

S_T	Bfo. posición larga acción $S_T - S_0$	Bfo. posición corta futuro $F_0 - S_T$	Rdo. cobertura (suma)
5,3	-2	1,9	-0,1
5,7	-1,6	1,5	-0,1
6,1	-1,2	1,1	-0,1
6,5	-0,8	0,7	-0,1
6,9	-0,4	0,3	-0,1
$S_0 = 7,3$	0	-0,1	-0,1
7,7	0,4	-0,5	-0,1
8,1	0,8	-0,9	-0,1
8,5	1,2	-1,3	-0,1
8,9	1,6	-1,7	-0,1
9,3	2	-2,1	-0,1
9,7	2,4	-2,5	-0,1

Fuente: Elaboración propia.

Como se ha observado también en los casos de Inditex e Iberdrola, esta estrategia elimina la exposición al riesgo de mercado, ya que las ganancias o pérdidas de la acción quedan compensadas con un efecto inverso en el contrato de futuros. En este caso, el resultado neto es una pérdida fija de $-0,10 \text{ €}$ por acción (véase Tabla 12), correspondiente a la diferencia entre el contado y el futuro.

Figura 10. Representación gráfica de la cobertura con futuros. CaixaBank



Fuente: Elaboración propia.

5. Posición larga en el subyacente y corta en *call* (CaixaBank)

La segunda estrategia de cobertura aplicada a CaixaBank consiste en combinar una posición larga en acciones con una posición corta en opciones *call* europeas. Esta estrategia tiene como objetivo proteger parcialmente frente a caídas del precio del subyacente, a cambio de limitar las ganancias potenciales si el precio supera el precio de ejercicio de la opción.

La cobertura se implementa el 25 de marzo de 2025, cuando las acciones de CaixaBank cotizan a $7,3 \text{ €}$ (S_0), y se venden opciones *call* ligeramente *in the money*, con un precio de ejercicio de $7,25 \text{ €}$ (X) y vencimiento el 20 de junio. La prima recibida por cada *call* es de $0,35 \text{ €}$. El inversor, por tanto, adquiere acciones de CaixaBank y simultáneamente vende opciones *call* sobre dichas acciones.

La Tabla 13 recoge los resultados de cada componente de la estrategia:

- Beneficio de la posición larga en acciones: $S_T - 7,3$

- Beneficio de la posición corta en *call*: $-\max(S_T - 7,25; 0) + 0,35$
- Resultado total de la cobertura: suma de ambas posiciones.

Tabla 13. Resultado cobertura con opciones *call*. CaixaBank

S_T	Bfo. posición larga acción $S_T - S_0$	Bfo. posición corta <i>call</i> - $\max(S_T - X; 0) + \text{prima}$	Rdo. cobertura (suma)
5,3	-2	0,35	-1,65
5,7	-1,6	0,35	-1,25
6,1	-1,2	0,35	-0,85
6,5	-0,8	0,35	-0,45
6,9	-0,4	0,35	-0,05
$S_0 = 7,3$	0	0,3	0,3
7,7	0,4	-0,1	0,3
8,1	0,8	-0,5	0,3
8,5	1,2	-0,9	0,3
8,9	1,6	-1,3	0,3
9,3	2	-1,7	0,3
9,7	2,4	-2,1	0,3

Fuente: Elaboración propia.

En un escenario bajista, por ejemplo, con $S_T = 6,1$ €, la acción pierde $-1,2$ €, pero la opción no se ejerce y el inversor conserva la prima íntegra, por lo que el resultado total es de $-0,85$ €.

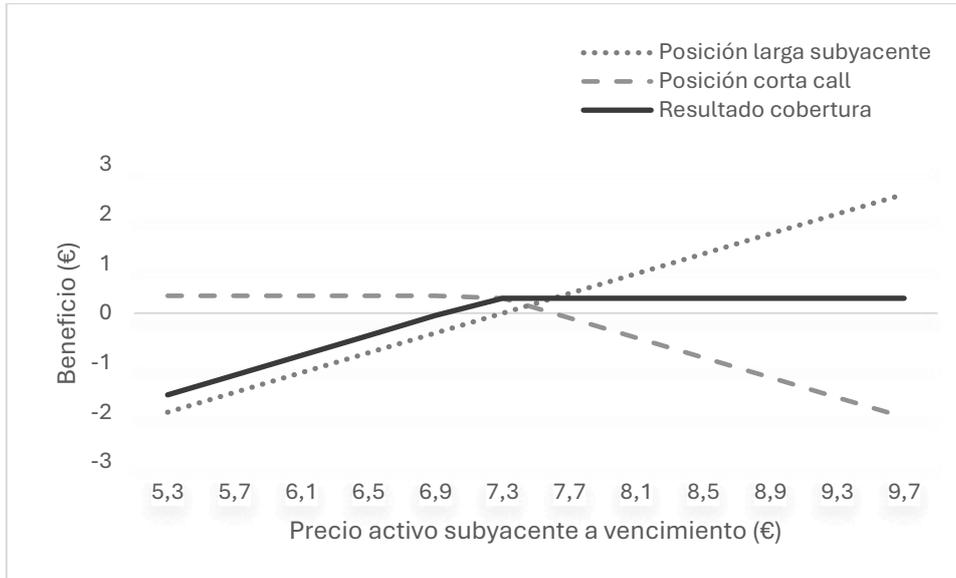
En un escenario estable, si el precio se mantiene en $7,3$ €, la acción ni gana ni pierde, y la *call* aporta un beneficio neto de $0,3$ €, que será, por tanto, el resultado total.

En escenarios alcistas, las ganancias por la acción se ven progresivamente compensadas por las pérdidas en la *call*, resultando en un beneficio total constante de $0,3$ €. Por ejemplo, si $S_T = 9,3$ €, la acción gana 2 € pero la opción pierde $-1,7$ € netos, lo que deja un resultado total de $0,3$ €.

En resumen, esta estrategia permite reducir parcialmente el riesgo en mercados bajistas gracias a la prima cobrada, pero limita el beneficio máximo posible en mercados alcistas (véase Figura 11). Resulta adecuada en contextos de incertidumbre moderada o previsión de estabilidad, donde se busca asegurar un ingreso fijo, aunque se renuncie a beneficios más elevados.

Figura 11. Representación gráfica de la cobertura con opciones *call*.

CaixaBank



Fuente: Elaboración propia.

6. Posición larga en el subyacente y larga en *put* (CaixaBank)

En el caso de CaixaBank, se evalúa también una estrategia de cobertura mediante la compra simultánea de acciones y opciones *put* europeas. Esta combinación permite establecer un suelo en las pérdidas al vencimiento, dado que las *put* otorgan al inversor el derecho a vender las acciones a un precio predeterminado, independientemente de cuánto caiga su cotización.

Tabla 14. Resultado cobertura con opciones *put*. CaixaBank

S_T	Bfo. posición larga acción $S_T - S_0$	Bfo. posición larga <i>put</i> $\max(X - S_T; 0) - \text{prima}$	Rdo. cobertura (suma)
5,3	-2	1,48	-0,52
5,7	-1,6	1,08	-0,52
6,1	-1,2	0,68	-0,52
6,5	-0,8	0,28	-0,52
6,9	-0,4	-0,12	-0,52
$S_0 = 7,3$	0	-0,47	-0,47
7,7	0,4	-0,47	-0,07
8,1	0,8	-0,47	0,33
8,5	1,2	-0,47	0,73
8,9	1,6	-0,47	1,13
9,3	2	-0,47	1,53
9,7	2,4	-0,47	1,93

Fuente: Elaboración propia.

La cobertura se inicia el 25 de marzo de 2025, cuando las acciones de CaixaBank cotizan a 7,3 € (S_0), y se adquieren opciones *put* con precio de ejercicio 7,25 € (X) y vencimiento el 20 de junio. El coste de la prima es de 0,47 € por acción.

El resultado de la estrategia proviene de la suma de: (véase Tabla 14)

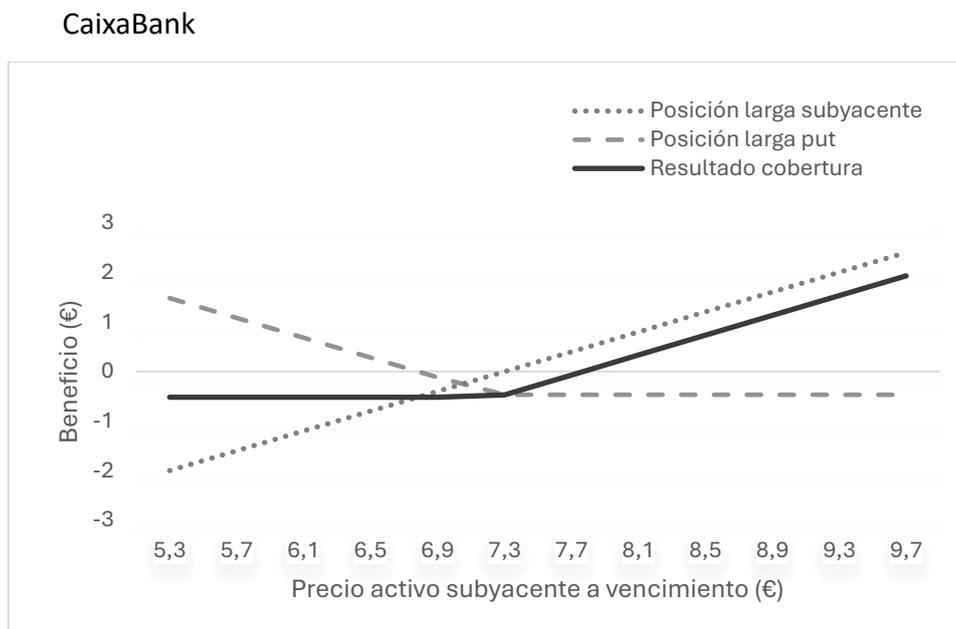
- La variación en la acción: $S_T - 7,3$
- El beneficio de la posición larga en la *put*: $\text{máx}(7,25 - S_T; 0) - 0,47$

En un escenario bajista, por ejemplo, con $S_T = 6,1$ €, la acción pierde -1,2 € y la *put* compensa con una ganancia neta de 0,68 €, limitando la pérdida total a -0,52 €. Esta pérdida se mantiene constante mientras el precio esté por debajo del precio de ejercicio.

En escenarios alcistas, como con $S_T = 9,3$ €, la acción gana 2 €, mientras que la *put* expira sin valor, generando una pérdida de -0,47 € por la prima. El resultado total sería $2 - 0,47 = 1,53$ €.

En definitiva, esta alternativa resulta especialmente útil en contextos de volatilidad elevada o cuando se teme una fuerte corrección del mercado, ya que actúa como un seguro que suaviza las caídas sin renunciar a las subidas.

Figura 12. Representación gráfica de la cobertura con opciones *put*.



Fuente: Elaboración propia.