

## Efecto de la emisión de deuda corporativa sostenible en el retorno accionario: un estudio de eventos aplicado al mercado chileno entre 2018 y 2025

Javiera de Jesús Moya-Kaiser

Departamento de Ciencias Económicas y Administrativas, Universidad Católica de Temuco, Chile.

Yeniffer Estefanie Vega-Millafilu

Departamento de Ciencias Económicas y Administrativas, Universidad Católica de Temuco, Chile.

Jairo Stefano Dote-Pardo

Centro de Gestión y Economía Aplicada, Departamento de Ciencias Económicas y Administrativas, Universidad Católica de Temuco, Chile.

### INTRODUCCIÓN

Durante las últimas décadas, la sostenibilidad se ha consolidado como un pilar fundamental del sistema financiero mundial. La creciente preocupación por el cambio climático, la gestión responsable de los recursos y la desigualdad social ha impulsado el surgimiento de las finanzas sostenibles, que integran criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ESG, por sus siglas en inglés) en las decisiones de inversión y financiamiento. En este contexto, los bonos sostenibles, que incluyen bonos verdes, sociales, verdes/sociales, azules y bonos vinculados a la sostenibilidad, se han posicionado como instrumentos clave para canalizar recursos hacia proyectos con impacto ambiental o social positivo y verificable.

Desde la primera emisión de un bono verde por el Banco Europeo de Inversiones en 2007 y la aparición de los Bonos de Impacto Social en el Reino Unido en 2010, el mercado global ha experimentado un crecimiento exponencial. Según la Climate Bonds Initiative (2025), las emi-

siones globales de bonos sostenibles alcanzaron un volumen de 1,05 billones de dólares en 2024, con un incremento del 31% respecto de 2023. América Latina representó el 3% del total, destacando México, Brasil y Chile. En este último país, la expansión del mercado ha sido significativa, tanto a nivel soberano como corporativo. Desde la emisión pionera de Aguas Andinas en 2018 hasta las más recientes colocaciones de ENGIE Energía y CMPC, Chile ha consolidado su posición como referente regional en finanzas sostenibles.

No obstante, la evidencia empírica sobre los efectos de estas emisiones en el mercado accionario chileno es escasa. La mayoría de los estudios se han enfocado en aspectos regulatorios o descriptivos, dejando de lado la medición del impacto financiero en los precios de las acciones. Este estudio busca llenar ese vacío mediante el análisis del efecto de las emisiones de bonos sostenibles sobre el retorno accionario de las empresas emisoras en Chile, utilizando la metodología de estudio de eventos. El objetivo principal es determinar si los inversionistas re-

accionan de forma positiva, negativa o neutral ante los anuncios o colocaciones de deuda sostenible, aportando evidencia empírica sobre la relación entre sostenibilidad y desempeño financiero en un mercado emergente.

## METODOLOGÍA

El presente estudio adopta un enfoque cuantitativo, basado en la metodología de estudio de eventos, con el fin de evaluar la reacción del mercado accionario chileno frente a las emisiones de bonos sostenibles. Esta metodología se sustenta en la Teoría de los Mercados Eficientes de Fama (1970), la cual postula que los precios de los activos reflejan toda la información pública disponible. Si la emisión de un bono sostenible constituye un evento informativo relevante, el precio de las acciones debería ajustarse de forma inmediata al anuncio.

La investigación considera las emisiones realizadas entre enero de 2018 y septiembre de 2025 por empresas que cotizan en la Bolsa de Santiago y que forman parte de los índices IPSA o IGPA. La muestra final está compuesta por nueve eventos de cinco emisores: Aguas Andinas, CMPC, Sonda, ILC y ENGIE Energía Chile. Los datos se obtuvieron de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), la Bolsa de Santiago, Investing.com y Yahoo Finance. Para garantizar la validez interna del estudio, se excluyeron aquellos eventos contaminados por hechos simultáneos, como fusiones, aumentos de capital u otros anuncios corporativos relevantes.

Se definieron tres períodos de análisis. La ventana de estimación comprende 100 días previos a cada evento, utilizada para calcular el retorno esperado de la acción. La ventana del evento abarca once días, desde cinco días antes hasta cinco días después del anuncio ( $t = -5$  a  $t = +5$ ). Finalmente, el día del evento ( $t = 0$ ) corresponde a la fecha exacta de la colocación o anuncio del bono sostenible. El retorno anormal (AR) se calcula como la diferencia entre el rendimiento diario observado y el rendimiento esperado, estimado mediante el índice bursátil de referencia (IPSA o IGPA). La suma de estos retornos anormales durante la ventana del evento constituye el retorno anormal acumulado (CAR). Para evaluar la significancia estadística de los

resultados, se aplicó la prueba t de Student, considerando niveles de confianza del 90%, 95% y 99%. El análisis se ejecutó en el software RStudio mediante la librería “erer”, especializada en estudios de eventos financieros.

## RESULTADOS

La muestra incluyó nueve emisiones corporativas de bonos sostenibles, de las cuales cuatro correspondieron a bonos verdes, uno a bono social y cuatro a bonos verdes/sociales. Estas emisiones abarcaron sectores estratégicos de la economía chilena, como energía, agua y saneamiento, tecnología, servicios financieros e industria forestal. Los resultados obtenidos permiten observar un comportamiento heterogéneo en la reacción del mercado.

En general, la mayoría de los eventos analizados no evidenciaron retornos anormales estadísticamente significativos, lo que sugiere una reacción neutral del mercado accionario chileno ante los anuncios o colocaciones de deuda sostenible. Sin embargo, se observaron casos puntuales en los que la reacción fue significativa. En el caso de ENGIE Energía Chile (2025), se identificó un retorno anormal acumulado positivo y significativo ( $p < 0,1$ ) en las ventanas de uno y siete días posteriores al evento, lo cual refleja una respuesta favorable inmediata y sostenida del mercado. Por el contrario, la emisión de Sonda (2019) presentó retornos anormales negativos y significativos ( $p < 0,1$ ) en las ventanas de tres, cinco y diez días, lo que sugiere una percepción desfavorable por parte de los inversionistas.

En las emisiones de Aguas Andinas entre 2018 y 2025, las reacciones del mercado fueron débiles, sin significancia estadística, aunque con una leve tendencia positiva. Por su parte, CMPC mostró resultados ligeramente positivos, pero no significativos en sus emisiones de 2019 y 2022. En conjunto, los resultados revelan un patrón heterogéneo y no sistemático en la reacción de los precios accionarios, lo que contrasta con los hallazgos de mercados desarrollados, donde las emisiones sostenibles suelen generar efectos positivos consistentes sobre el valor de mercado.

## DISCUSIÓN

Los resultados sugieren que el mercado accionario chileno aún no incorpora plenamente los criterios ESG como un elemento determinante en la valoración de las empresas. La falta de reacciones significativas puede atribuirse a varios factores estructurales. En primer lugar, la baja liquidez del mercado limita la velocidad y magnitud del ajuste de precios ante nuevos eventos informativos. En segundo lugar, la difusión mediática de las emisiones sostenibles sigue siendo escasa, lo que reduce la visibilidad de estos instrumentos y, por ende, el canal de atención inversora. En tercer lugar, el mercado chileno se encuentra en una etapa inicial de integración de los criterios ESG en las decisiones de inversión institucional. Finalmente, la existencia de prácticas de *greenwashing*, entendidas como la comunicación engañosa de compromisos ambientales, puede generar desconfianza entre los inversionistas y limitar la respuesta positiva del mercado.

A pesar de estos factores, algunos casos, como el de ENGIE Energía, muestran que cuando la emisión se encuentra alineada con el giro del negocio y cuenta con certificaciones externas confiables, el mercado reacciona de manera positiva. Este hallazgo coincide con la Teoría de la Señalización propuesta por Spence (1973), según la cual las empresas pueden reducir la asimetría de información mediante señales creíbles de compromiso sostenible. De manera complementaria, desde la Teoría de los Stakeholders de Freeman (1984), las emisiones sostenibles representan una estrategia de legitimación social y ambiental que refuerza la confianza del público inversor y de la comunidad.

La evidencia obtenida también coincide parcialmente con estudios internacionales. Flammer (2021) y Tang y Zhang (2020) demostraron que las emisiones de bonos sostenibles generan rendimientos positivos y reducen el costo de capital en mercados desarrollados, debido al interés de inversionistas institucionales comprometidos con la sostenibilidad. En contraste, en mercados emergentes como el chileno, el efecto parece depender de factores contextuales, tales como el grado de madurez regulatoria, la transparencia de la información y la credibilidad de las certificaciones externas. La ausencia de

retornos positivos generalizados no necesariamente implica indiferencia del mercado, sino más bien una etapa temprana de desarrollo del ecosistema financiero sostenible.

## CONCLUSIONES

El presente estudio constituye una contribución empírica al análisis de la relación entre sostenibilidad y comportamiento accionario en el mercado chileno. Los resultados muestran que, en la mayoría de los casos, las emisiones de deuda sostenible no generan retornos anormales estadísticamente significativos en el corto plazo, lo que sugiere una reacción neutra del mercado. Sin embargo, ciertos eventos aislados, especialmente en sectores energéticos, evidencian reacciones positivas que podrían intensificarse en la medida que el mercado madure y aumente la integración de criterios ESG en la evaluación financiera.

Estos resultados refuerzan la idea de que la sostenibilidad aún no es percibida como un factor financiero clave por los inversionistas chilenos, aunque se reconoce su creciente relevancia reputacional y estratégica. La consolidación del mercado de bonos sostenibles en Chile dependerá de una mayor transparencia en el uso de los fondos, de la verificación independiente de los proyectos y de la comunicación efectiva del impacto ambiental y social de las emisiones. En el mediano plazo, la incorporación de estándares internacionales y la mejora en la divulgación podrían fortalecer la confianza de los inversionistas y, con ello, generar una respuesta más positiva del mercado accionario.

Finalmente, se recomienda ampliar futuras investigaciones hacia un enfoque regional comparativo, incorporando otros países latinoamericanos, así como variables de percepción de inversionistas, cobertura mediática y desempeño financiero de largo plazo. Esto permitirá comprender de forma más integral el papel de la sostenibilidad en la creación de valor corporativo en economías emergentes. En síntesis, este estudio aporta evidencia empírica sobre un fenómeno en expansión y subraya la necesidad de seguir avanzando hacia un mercado chileno más transparente, inclusivo y comprometido con las finanzas sostenibles.

## REFERENCIAS

- Climate Bonds Initiative. (2025). *Sustainable Debt: Global State of the Market 2024*. [https://www.climatebonds.net/files/documents/publications/Climate-Bonds\\_Sustainable\\_Debt\\_2024\\_Global-State-of-the-Market\\_24-Sep-2025.pdf](https://www.climatebonds.net/files/documents/publications/Climate-Bonds_Sustainable_Debt_2024_Global-State-of-the-Market_24-Sep-2025.pdf)
- Dremptic, S., Klein, C., & Zwergel, B. (2020). The influence of firm size on the ESG score: Corporate sustainability ratings and greenwashing. *Business Strategy and the Environment*, 29(6), 2195–2210. <https://www.jstor.org/stable/45386660>
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>.
- Flammer, C. (2021). Corporate green bonds. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 499–516. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.01.010>.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman Publishing.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443. <https://www.jstor.org/stable/1809167>.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Tang, D. Y., & Zhang, Y. (2020). Do shareholders benefit from green bonds? *Journal of Corporate Finance*, 61, 101427. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.12.001>. delo de negocio que incorpora a pequeños agricultores a la propiedad de la empresa y a la vez se transforman en proveedores de grano.