



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

ICADE

LA ADICIONALIDAD DE LA *BLENDED FINANCE*

Autor: Carla Kistner Urda
Director: Carlos Ballesteros García

MADRID | Marzo 2026

Agradecimientos

A mis abuelos, por ser mi mejor ejemplo de vida.

A mis padres y a mi hermana, por estar siempre a mi lado.

A mis amigas de toda la vida por ser mi segunda casa.

A mis amigas de Madrid por ser familia lejos de la mía.

Y a mi tutor Carlos Ballesteros, por guiarme y acompañarme en esta última etapa.

Resumen

Blended finance es una estrategia financiera muy utilizada en los últimos años en el ámbito de la financiación para el desarrollo, debido a su capacidad para movilizar capital privado a gran escala hacia proyectos vinculados con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS). No obstante, su viabilidad a largo plazo presenta dificultades particulares, especialmente en contextos frágiles con altos niveles de riesgo. Esta investigación tiene como objetivo analizar la sostenibilidad de un modelo de *blended finance* a largo plazo en países de bajos ingresos (LICs).

En la primera parte del trabajo se adopta una metodología cualitativa basada en la revisión crítica de la literatura académica, que permite identificar los distintos enfoques y desafíos asociados a este modelo financiero. El estudio examina los criterios y principios de las principales instituciones internacionales, el ecosistema de actores implicados, así como los principales elementos de *blended finance*, incluyendo conceptos claves de adicionalidad, concesionalidad e instrumentos financieros utilizadas para movilizar capital privado. A partir de este análisis, se incorpora un benchmarking comparativo de instrumentos financieros y se desarrolla un *scorecard* propio para evaluar los elementos de *blended finance* en países de bajos ingresos.

Como resultado, el análisis demuestra que, pese a que *blended finance* puede constituir inicialmente una herramienta de gran éxito para incentivar la participación de inversores privados en proyectos de desarrollo sostenible con elevado riesgo, su sostenibilidad a largo plazo en países de bajos ingresos sigue siendo limitada debido a barreras estructurales como la fragilidad institucional, el alto endeudamiento soberano, el elevado riesgo y la escasa profundidad de los mercados financieros. En este contexto, el presente trabajo propone distintas mejoras estructurales en el diseño de estas estructuras y presenta dos arquetipos de modelos financieros orientados a mejorar la viabilidad de *blended finance* en estos entornos.

Palabras clave: *blended finance*, financiación del desarrollo, movilización de capital privado, países de bajos ingresos (LICs), adicionalidad, concesionalidad.

Abstract

Blended finance has become an increasingly used financial strategy in recent years within the field of development finance, due to its ability to mobilize private capital at scale towards projects linked to the Sustainable Development Goals (SDGs). However, its long-term viability presents particular challenges, especially in fragile contexts characterized by high levels of risk. This research aims to analyze the sustainability of the blended finance model in the long term in low-income countries (LICs).

The first part of the study adopts a qualitative methodology based on a critical review of the academic literature, which allows the identification of the different approaches and challenges associated with this financial model. The study examines the criteria and principles of the main international institutions, the ecosystem of actors involved, as well as the core elements of blended finance, including the key concepts of additionality, concessionality and financial instruments used to mobilize private capital. Based on this analysis, a comparative benchmarking of financial instruments is incorporated, and a proprietary scorecard is developed to evaluate the key elements of blended finance in low-income countries.

The results show that, although blended finance can initially represent a highly effective tool to incentivize private investors to participate in high-risk sustainable development projects, its long-term sustainability in low-income countries remains limited due to structural barriers such as institutional fragility, high sovereign indebtedness, elevated risk levels and the limited depth of local financial markets. In this context, the study proposes several structural improvements in the design of these financing structures and presents two financial archetypes aimed at improving the viability of blended finance in these environments.

Keywords: blended finance, development finance, private capital mobilization, low-income countries (LICs), additionality, concessionality.

Lista de acrónimos

ADB	Asian Development Bank
AFD	Agence Française de Développement
AfDB	African Development Bank
AOD	Ayuda Oficial al Desarrollo
BEI	Banco Europeo de Inversiones
BERD	Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo
BMD	Banco Multilateral de Desarrollo
BRD	Banco Regional de Desarrollo
CDC Group	Commonwealth Development Corporation
GIIN	Global Impact Investing Networking
IDA	International Development Association
IFC	International Finance Corporation
IFD	Institución Financiera de Desarrollo
LICs	Low-income countries (países de bajos ingresos)
MIGA	Multilateral Investment Guarantee Agency
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OPIC	Overseas Private Investment Corporation
PNUD	Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo
SPV	Special Purpose Vehicle (vehículo de propósito especial)

ÍNDICE DE CONTENIDOS

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN	9
1.1. Objetivo de la investigación	9
1.2. Justificación de la elección del tema	9
1.3. Metodología	12
CAPÍTULO 2. MARCO CONCEPTUAL DE <i>BLENDED FINANCE</i>	13
2.1. Definiciones y enfoques institucionales (OCDE e IFD)	13
2.2. El ecosistema de <i>Blended Finance</i>	15
2.2.1. <i>Consideraciones generales</i>	15
2.2.2. <i>Actores blended finance</i>	16
2.2.3. <i>Valoración crítica</i>	21
CAPÍTULO 3. ELEMENTOS DE LA <i>BLENDED FINANCE</i>	22
3.1. Adicionalidad	22
3.1.1. <i>Adicionalidad y fallos del mercado</i>	23
3.1.2. <i>Tipos de adicionalidad</i>	23
3.1.3. <i>Evaluación de la adicionalidad</i>	24
3.2. Concesionalidad	26
3.2.1. <i>Definición y papel catalizador</i>	26
3.2.2. <i>Relación entre concesionalidad, riesgo e impacto</i>	27
3.2.3. <i>Evaluación de la concesionalidad</i>	27
3.2.4. <i>Principio de mínimo nivel de concesionalidad</i>	29
3.3. Instrumentos financieros	30
3.3.1. <i>Panorama general y ratio de apalancamiento</i>	30
3.3.2. <i>Instrumentos principales</i>	30
3.3.3. <i>Mecanismos de movilización</i>	32
3.3.4. <i>Benchmarking comparativo de instrumentos</i>	35
3.3.5. <i>Valoración crítica</i>	37

CAPÍTULO 4. ANÁLISIS EMPÍRICO: VIABILIDAD DE LA <i>BLENDED FINANCE</i> EN PAISES DE BAJOS INGRESOS (LICs)	39
4.1. Justificación del foco en países de bajos ingresos	39
4.2. Barreras estructurales en LICs	40
4.3. Diseño del modelo de evaluación (<i>Scorecard</i>).....	41
CAPÍTULO 5. CONCLUSIONES	46
5.1. Principales conclusiones.....	46
5.2. Limitaciones	48
5.3. Futuras líneas de investigación.....	49
CAPÍTULO 6. BIBLIOGRAFÍA	52

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. Crecimiento anual de blended finance (2017-2026).....	11
Figura 2. Mapa conceptual del ecosistema de la blended finance.....	16
Figura 3. Actores implicados en la blended finance.....	17
Figura 4. Proporción de transacciones de la blended finance por tipos (2022-2024)	31
Figura 5. Estructura por tramos de los fondos estructurados	33
Figura 6. Arquetipo 1º: Modelo financiero de equity en la blended finance en LICs.....	44
Figura 7. Arquetipo 2º: Modelo financiero de deuda en la blended finance en LICs	45

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Definición y principios de la Blended finance según la OCDE e IFDs.	13
Tabla 2. Benchmarking comparativo instrumentos financieros	36
Tabla 3. Scorecard propio viabilidad de la blended finance en LICs	42

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN

1.1. Objetivo de la investigación

El presente trabajo tiene como objeto analizar críticamente si el *modelo de la blended finance es sostenible a largo plazo en contextos más complejos, en particular en países de bajos ingresos*, caracterizados por elevados niveles de riesgo, baja rentabilidad y fragilidad institucional. En este análisis se presta especial atención a si estas estructuras permiten movilizar capital privado sin que se produzcan efectos de *crowding out*¹, ni distorsiones en los incentivos de los inversores privados.

El estudio presenta un interés tanto académico como práctico. Desde el punto de vista académico, contribuye al debate de la efectividad de la *blended finance* en entornos más desafiantes, debido a que la mayoría de los análisis, como mencionan Attridge & Engen (2019), se centran en contextos donde la participación del sector privado parece, en principio, más viable y donde los riesgos, aunque elevados, se mantienen dentro de ciertos márgenes.

Desde una perspectiva práctica, el análisis resulta relevante para los actores principales ya que la ausencia de una metodología única de la *blended finance* hace que cada organismo internacional aplique su propio criterio, lo que refuerza la utilidad de este trabajo para poder entender estos distintos enfoques y analizar qué criterios serían más conveniente para conseguir la viabilidad del proyecto.

1.2. Justificación de la elección del tema

El interés de la *blended finance* surge a partir de su creciente presencia en el discurso sobre financiación para el desarrollo. En la literatura y en los informes de organismos internacionales como OCDE, Banco Mundial, IFC, BEI, PNUD, GIIN y Convergence, esta herramienta se presenta de forma recurrente como una solución capaz de movilizar capital privado hacia proyectos con impacto social, en contextos donde la financiación privada es insuficiente.

¹ *Crowding out*: Desplazamiento de la inversión privada por la financiación pública, que habría tenido lugar incluso sin dicha intervención concesional.

El auge de la *blended finance* no puede entenderse únicamente como un cambio en las preferencias inversoras, sino como respuesta estructural a la brecha creciente entre las necesidades de financiación para el desarrollo sostenible y la limitada capacidad de los recursos públicos tradicionales.

En este marco, en los últimos años, se ha producido un creciente interés de inversores privados por proyectos de inversión con impacto social y medioambiental positivo. Sin embargo, este desplazamiento de las preferencias inversoras no resulta, por sí solo, suficiente para garantizar la viabilidad financiera de dichas iniciativas, ya que este tipo de proyectos suelen implicar un elevado nivel de riesgo (político, regulatorio, medioambiental o tecnológico) que puede disuadir a los actores comerciales de participar. En muchos casos, el riesgo percibido es tan alto que limita la viabilidad financiera de iniciativas alineadas con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS).

Es precisamente en este contexto donde la *blended finance* adquiere su verdadera relevancia, al configurarse como un mecanismo destinado a corregir esta brecha entre impacto y viabilidad financiera. A través del uso estratégico de instrumentos financieros, permite canalizar recursos hacia proyectos de desarrollo que, por su perfil de riesgo o rentabilidad insuficiente, no lograrían atraer financiación privada por sí solos.

De este modo, el capital concesional actúa como catalizador, reduciendo el riesgo asumido por los inversores privados y generando un efecto multiplicador que amplía el volumen de proyectos en línea con la Agenda 2030² y Acuerdo de París³.

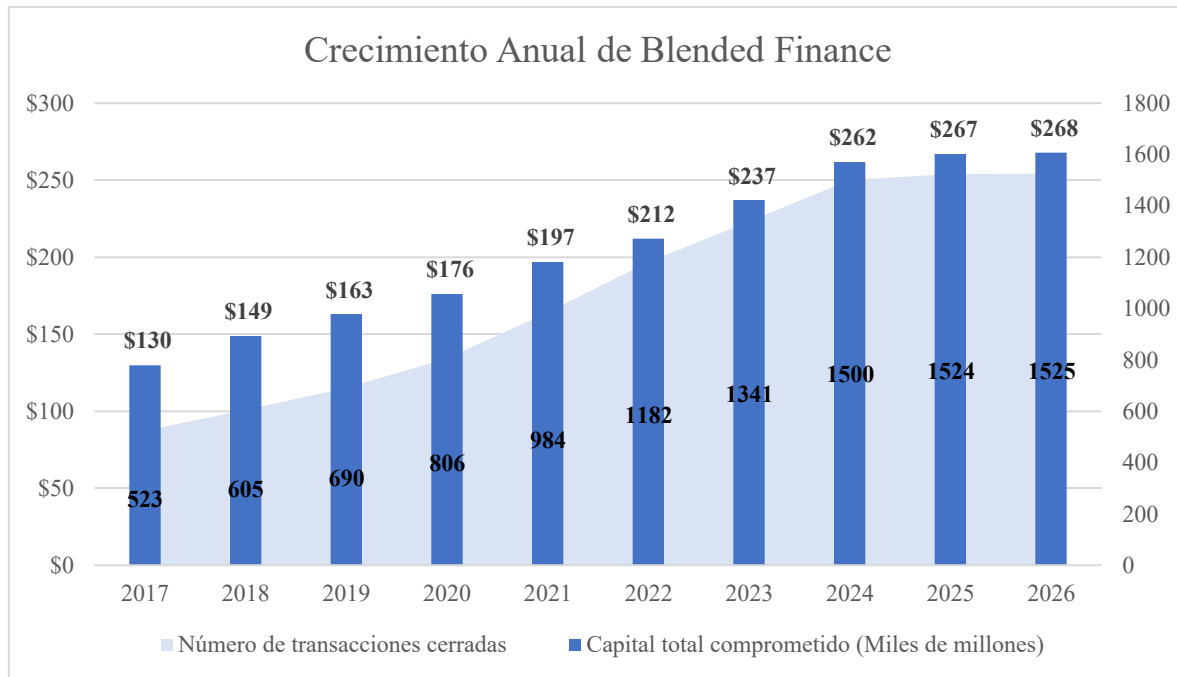
La *blended finance* gira en torno a la expresión acuñada por el Banco Mundial (2015), “*billions to trillions*”, que sintetiza la idea de que la consecución de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) requieren algo más que recursos financieros.

² **Agenda 2030** (ONU, 2015) establece 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible para promover el desarrollo económico, social y ambiental de manera integral.

³ **Acuerdo de París** (2015) es un tratado internacional que busca limitar el calentamiento global mediante la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero y la cooperación climática entre países.

Con el objetivo de analizar la evolución del mercado de *blended finance*, la Figura 1, muestra el crecimiento anual del volumen de capital comprometido y el número de transacciones durante el periodo 2017-2026.

Figura 1. Crecimiento anual de la *blended finance* (2017-2026)



Nota. Elaboración propia a partir de datos de Convergence (s.f.), *Blended Finance Market Size*. Recuperado en marzo de 2026, de: <https://www.convergence.finance/blended-finance>

Como se observa en la Figura 1, durante los primeros cinco años la *blended finance* no creció al ritmo inicialmente esperado. El capital comprometido entre 2017-2021, aumentó aproximadamente un 10% anual, mientras que el número de transacciones creció en torno al 17% anual. Estas cifras se sitúan claramente por debajo de las expectativas de movilización implícitas en el planteamiento original del Banco Mundial (2015), dando lugar a críticas por diversos autores.

En este sentido, Attridge y Engen (2019), sostienen que es más plausible avanzar de “*billions to billions*” que de “*billions to trillions*”. Esta interpretación se muestra más ajustada a la

realidad observada, dado que los niveles de capital movilizado en la fase inicial no alcanzaron las expectativas.

No obstante, entre 2022 y 2024 se alcanzaron volúmenes récord de financiación y desde entonces, los datos de Convergence reflejados en la Figura 1, constatan que la *blended finance* se mantuvo resiliente a lo largo de 2025, a pesar de un contexto macroeconómico caracterizado por una elevada volatilidad financiera e incertidumbre política. En este sentido, Larrea (2025), CEO de Convergence, señala que, pese a las dificultades de la economía global en los últimos años, la *blended finance* no solo se ha mantenido estable, sino que presenta ahora un potencial mayor que nunca.

Ambos autores subrayan que para que la *blended finance* pueda ampliarse de forma efectiva debe superar importantes desafíos estructurales. Entre ellos, destacan la falta de estrategias claras de movilización del sector privado, lo que exigiría aumentar los ratios de apalancamiento, la necesidad de reforzar el capital local y la urgencia en materia de transparencia y estandarización.

En consecuencia, en los próximos años el desafío radica en consolidar la *blended finance* como un mecanismo estructural de movilización adicional utilizado de forma estratégica para desbloquear, apalancar y catalizar flujos de capital privado hacia proyectos sostenibles. El reto consiste en pasar de la reflexión a la acción.

1.3. Metodología

Para alcanzar estos objetivos, el trabajo adopta una metodología de carácter cualitativo. Más que ofrecer una descripción general de la *blended finance*, el objetivo es analizar críticamente sus elementos centrales basada en la revisión crítica de la literatura académica, así como en análisis comparado de distintas estructuras de la *blended finance* a través de un *benchmarking* y un mapa conceptual de sus elementos para extraer conclusiones a largo plazo en países de bajos ingresos (LICs).

Por último, en el capítulo 4, a partir de los datos examinados y la literatura a lo largo de los capítulos anteriores, se contrasta la hipótesis inicial del trabajo. Para ello, se elabora un *scorecard* propio destinado a evaluar la viabilidad o no de la *blended finance* en países de

bajos ingresos (LICs). A partir de los resultados obtenidos, se proponen dos arquetipos de modelos de financiación futuros, desarrollados como elaboración propia y orientados a superar algunas de las limitaciones que actualmente dificultan la viabilidad de proyectos de la *blended finance* en dichos países.

CAPÍTULO 2. MARCO CONCEPTUAL DE *BLENDED FINANCE*

2.1. Definiciones y enfoques institucionales (OCDE e IFD)

En este primer análisis introductorio, el punto central a destacar es que la *blended finance* carece de una definición oficial única, por tanto, cada institución tiene su propia concepción de su naturaleza y de su estructura. Cabe preguntarse, por tanto, hasta qué punto esta diversidad conceptual afecta a la eficacia de los mecanismos de la *blended finance*. La ausencia de un marco común, tal y como señalan Winckler Andersen et al., (2021), dificultan su transparencia, la comparación de proyectos y la medición del impacto.

A primera vista, la existencia de tantas definiciones puede ser incongruente, no obstante, en un análisis más detenido podemos observar que la mayoría de los estudios se basan en dos enfoques muy arraigados dentro del sistema de *blended finance*: el de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (en adelante, OCDE), (Attridge 2022; Curbelo, 2022) y el de la Instituciones Financieras de Desarrollo (en adelante, IFDs) (Flammer et al., 2024; Mutambatsere & Schellekens, 2020). La argumentación que estos desarrollan, recogida en la Tabla 1, no pretende constituir una verdad absoluta, pero sí ofrece una base útil para asentar los fundamentos de este concepto.

Tabla 1. *Definición y principios de la Blended finance según la OCDE e IFDs.*

	Definición	Principios
OCDE	<p>“El uso estratégico de la financiación para el desarrollo, para la movilización de financiación adicional, hacia el desarrollo sostenible en los países en desarrollo”. (OCDE, 2018, p.4)</p>	1. Anclar la financiación combinada a una lógica de desarrollo
		2. Diseñar <i>blended finance</i> para aumentar la movilización de financiación comercial
		3. Adoptar <i>blended finance</i> al contexto local
		4. Enfocarse en la colaboración efectiva para la financiación mixta
		5. Monitorear <i>blended finance</i> para garantizar transparencia y resultados.

IFDs	“Combinación de financiación concesional de donantes o terceros, junto con la financiación propia de las instituciones financieras de desarrollo (IFDs) y/o financiación comercial de otros inversores, con el fin de desarrollar mercados privados, abordar los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) y movilizar recursos privados.” (DFI Working Group on Blended Concessional Finance for Private Sector Projects, 2017, p.3).	1. Claridad sobre la justificación del uso de recursos concesionales
		2. El objetivo de minimizar la concesionalidad y atraer al sector privado
		3. Compromiso con la sostenibilidad comercial
		4. Objetivo de reforzar los mercados
		5. La aplicación de altos estándares de conducta en los proyectos (transparencia y gobernanza)

Ambas definiciones coinciden en el marco esencial que identifican a *blended finance*, en particular su orientación al desarrollo sostenible y su finalidad de movilizar capital privado atraído por la participación del sector público.

No obstante, la definición de la OCDE es más amplia y generalista, centrada en una definición básica de la *blended finance*, y por ello, omite elementos claves como el papel de la concesionalidad. Además, restringe el ámbito de aplicación de la *blended finance* a los países en desarrollo.

Al contrario, la definición del IFD Working Group es más detallada y operativa, al centrarse en elementos concretos como la financiación concesional, la participación de IFDs y la movilización de capital privado. Además, ofrece una visión más flexible, ya que no limita la *blended finance* a los países en desarrollo, teniendo en cuenta todo tipo de contextos si se persigue el objetivo de desarrollo.

No obstante, como señala Attridge & Engen (2019), la definición de las IFDs presenta una clara limitación al depender de información institucional sujeta a confidencialidad, por tanto, predomina la escasez de datos públicos sobre el volumen de financiación concesional utilizada y sobre su papel efectivo en la movilización de capital privado. Esta restricción complica un análisis exhaustivo basado únicamente en una definición estricta.

La posición adoptada en este trabajo se aproxima más estrechamente con la interpretación de la *blended finance* que ofrece OCDE, ya que esta es más precisa al solo contabilizar financiación privada cuando puede atribuirse causalmente a la intervención pública y la reparte según el riesgo asumido. En cambio, las IFDs incluyen también financiación privada

asociada a sus proyectos, aunque no haya intervención directa demostrable, lo que puede sobreestimar el efecto catalítico real.

En cuanto a los principios, ambos marcos comparten fundamentos comunes: la orientación al desarrollo sostenible, la movilización de financiación privada y la necesidad de garantizar transparencia. No obstante, difieren en su enfoque y grado de concreción.

Los principios de la OCDE presentan un carácter más estratégico y general, centrado en establecer un marco común que facilite la coordinación entre actores y lo más importante, la adaptación al contexto local. En cambio, los principios de las IFDs adoptan un enfoque más operativo, poniendo especial énfasis en la justificación y minimización de la concesionalidad, en particular de sus recursos.

En conjunto, ambos marcos son complementarios: mientras la OCDE proporciona una referencia normativa amplia, las IFDs ofrecen criterios prácticos para la implementación efectiva del *blended finance* a nivel de proyecto. A futuro, más que optar por un enfoque específico, el objetivo debería ser trabajar hacia la interoperabilidad entre los distintos marcos existentes como sugiere la OCDE en su guía de 2025, evitando incoherencias y vacíos conceptuales que dificultan la implementación efectiva de la financiación combinada.

2.2. El ecosistema de la *Blended Finance*

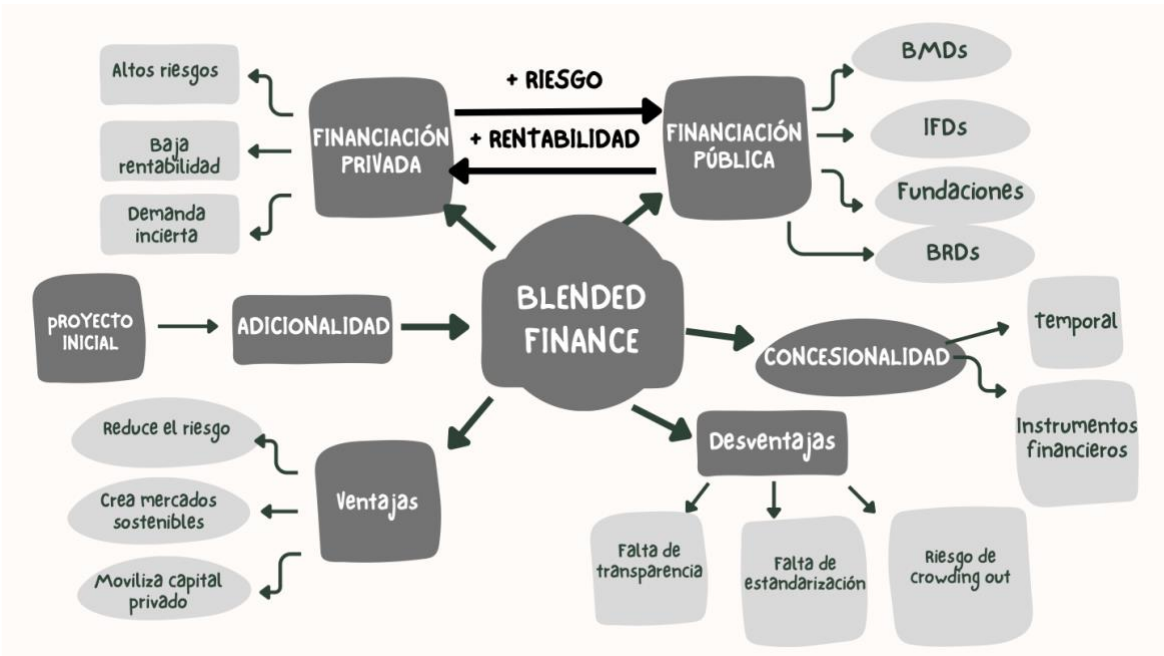
2.2.1. Consideraciones generales

Con el objetivo de sistematizar los elementos que configuran el ecosistema de la *blended finance* y así poder contribuir a generar los flujos necesarios, se presenta a continuación (figura 2) un mapa conceptual de elaboración propia que sintetiza los mecanismos fundamentales de esta herramienta.

El mapa parte de la existencia de un proyecto inicial caracterizado por elevado riesgo, baja rentabilidad y demanda incierta, lo que limita la participación del capital privado. La intervención de los actores públicos mediante mecanismos de adicionalidad y concesionalidad permiten redistribuir el riesgo, haciendo viable la movilización de capital privado.

Los capítulos 2 y 3, se articulan en torno a este mapa conceptual como eje analítico común. No obstante, con el fin de evitar un desarrollo excesivamente extenso en un único capítulo y facilitar la exposición más clara y sistemática, el análisis se divide en dos secciones diferenciadas. Ambas mantienen una coherencia estructural, dado que guiarán el desarrollo de cada uno de los elementos identificados.

Figura 2. Mapa conceptual del ecosistema de la blended finance

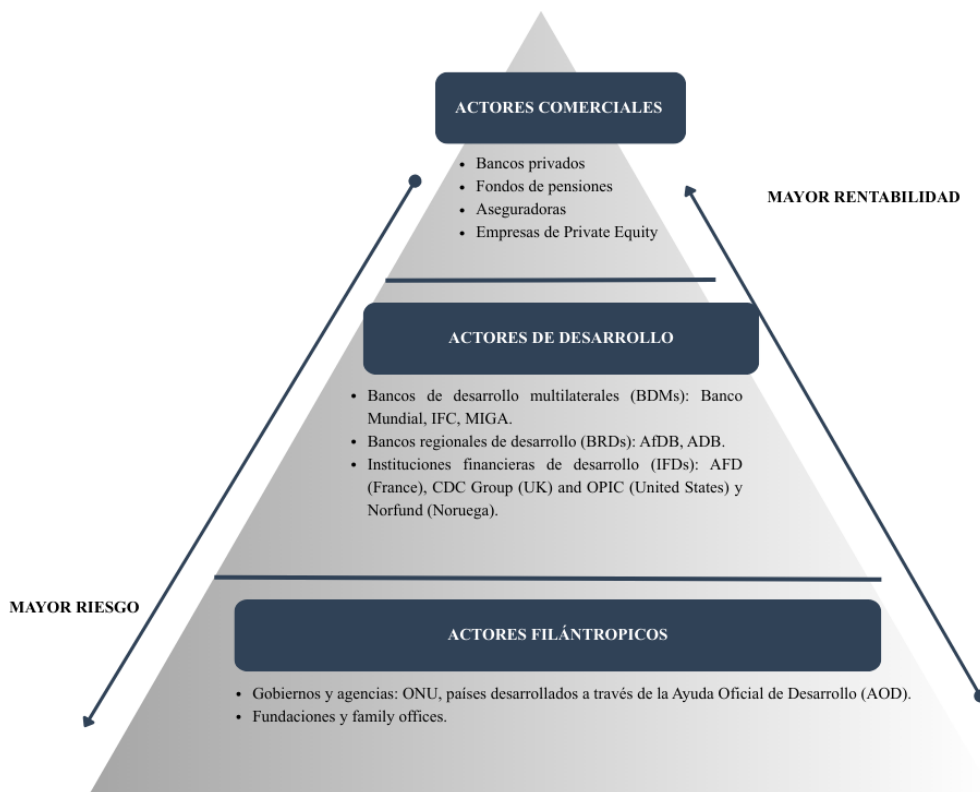


Nota. Elaboración propia mediante Canva.

2.2.2. Actores de la blended finance

De acuerdo con OCDE, Convergence y las Instituciones Financieras de Desarrollo (IFDs), los actores implicados en la estructura de la *blended finance* pueden agruparse, de forma general entre financiación privada (actores comerciales) y financiación pública (actores de desarrollo y actores filantrópicos). La figura 3 ilustra esta clasificación, surgiendo además en los últimos años nuevos actores, respondiendo cada uno de ellos a preferencias diferenciadas.

Figura 3. Actores implicados en la blended finance



Nota. Elaboración propia a partir de datos de OCDE (2025), Winckler Andersen et al., (2019) y Attridge & Engen (2019).

El análisis de los actores implicados en la blended finance es el siguiente:

A) Actores comerciales

La financiación privada se basa en inversores privados con mandato comercial, interesados en invertir en mercados sostenibles, pero que en ausencia de la *blended finance*, estos inversores no invertirían en proyectos de desarrollo debido al elevado riesgo percibido, la baja rentabilidad esperada y demanda incierta.

Se preocupan por la liquidez, las restricciones regulatorias y por el ajuste entre riesgo y rentabilidad (OCDE, 2025)

En este sentido, el informe elaborado por *Eighteen East*, con financiación del Gobierno del Reino Unido a través del programa MOBILIST (2021), muestra que las Instituciones Financieras de Desarrollo (IFDs) obtienen ingresos por intereses en torno al 6% anual, mientras que reconocen un deterioro medio aproximado del -0,62%. Estos datos, indican que desde una perspectiva contable las carteras no generan rendimiento muy elevados que resulten de primeras atractivas para el capital privado.

No obstante, el mismo análisis revela que las pérdidas reales se sitúan en torno al 0,08% anual en estos proyectos. Esto implica, que, aunque estas instituciones por ley provisionen posibles impagos, en la práctica las pérdidas definitivas son mínimas, lo que pone de manifiesto la solidez de las carteras de préstamos con una rentabilidad estable y bajas pérdidas.

A ello se suman importantes restricciones regulatorias y contables que desincentivan su participación, tal y como señala Convergence (2024):

- Regulación bancaria: Basilea IV⁴

Con el objetivo de asegurar que los bancos mantengan suficientes reservas de efectivo para cumplir con sus obligaciones financieras ante situaciones de crisis económicas, el marco regulatorio de Basilea IV, obliga a las entidades bancarias privadas a mantener un nivel mínimo de capital propio como reserva en función del riesgo. En este contexto, cuanto mayor sea el riesgo, mayor es el capital que el banco debe mantener como colchón, limitando su capacidad para conceder crédito.

- Normas contables: NIIF 9⁵

⁴ Acuerdos de Basilea (Basilea I, II, III y IV): Son regulaciones de supervisión bancaria creados por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en la década de 1980, con el objetivo de reforzar la estabilidad del sistema financiero internacional, controlar el riesgo crediticio y del mercado.

⁵ Norma Internacional de Información Financiera 9 (NIIF 9): Es una regulación internacional que especifica como las entidades deben medir los activos financieros en sus balances y como reflejarlos en sus estados de resultados. Fue introducida tras la crisis financiera global de 2007-2008 para corregir las deficiencias de la regulación anterior (NIIF 39).

La Norma Internacional de Información Financiera 9 (NIIF 9) obliga al reconocimiento anticipado de la pérdida crediticia esperada. En concreto, los bancos deben provisionar desde el momento de la concesión del préstamo, la pérdida potencial que podría darse a lo largo de su vida, incluso antes de que ocurra. Como resultado, las entidades bancarias tienen que registrar una pérdida significativa en sus balances y ello reduce la rentabilidad contable de la operación y desincentiva la concesión de crédito particularmente en países de bajos ingresos.

Por otra parte, desde un principio básico de las finanzas, es sabido que, a mayor riesgo, mayor rentabilidad esperada. Sin embargo, en el contexto de la *blended finance*, la aplicación de este binomio como podemos observar en la Figura 3, es, al contrario, ya que los actores públicos absorben en gran medida el riesgo, dando mayor seguridad y rentabilidad al sector privado.

No obstante, no es sencilla esta ecuación ya que medir y representar la rentabilidad con precisión es complicado. Ello se debe, en gran medida a la falta de transparencia y de datos públicos disponibles para saber cuánto capital público se ha invertido, lo que dificulta la realización de una valoración fiable y comparable para los inversores.

Las métricas de rentabilidad en este ámbito son diversas y dispersas. Normalmente, la más utilizada es la Tasa Interna de Retorno (TIR), aunque en este ámbito puede ser poco fiable, ya que en particular el sector público puede aceptar rentabilidades inferiores a las del mercado, lo que dificulta identificar con precisión cuanto retorno financiero está sacrificando a favor de objetivos de desarrollo y si existe riesgo de sobre-subsidio o crowding out.

Ante estas limitaciones, resulta útil recurrir a evidencias empíricas precedentes de distintos informes como los datos presentados por Attridge & Engen (2019) que evidencian que el sector público en promedio aporta alrededor del 57% del coste, porcentaje que se amplía hasta el 73% en los países de bajos ingresos. Estos resultados ponen en relieve que los Estados y entidades públicas contribuyen con un volumen de recursos significativamente mayor del que habitualmente reconocen en el debate sobre la movilización de capital privado.

En suma, el objetivo final de los inversores comerciales es la obtención de rentabilidad financiera. Y, por tanto, el conjunto de factores analizados constituye una barrera

significativa para su entrada en proyectos de la *blended finance*. Es precisamente en este punto donde la financiación pública adquiere un papel clave al redistribuir y mitigar el riesgo.

B) Actores con mandato de desarrollo

Entre los actores con mandato de desarrollo destacan los Bancos Multilaterales de Desarrollo (BMDs), los Bancos Regionales de Desarrollo (BRDs) y las Instituciones Financieras de Desarrollo (IFDs). Estas entidades pueden calificarse como actores cuasi-públicos, ya que están controlados mayoritariamente por Estados que buscan la sostenibilidad financiera, pero deben mantener cierta rentabilidad financiera.

Sus prioridades combinan la rentabilidad ajustada al impacto, obtener resultados de desarrollo, además del, seguimiento y reporte continuo de las operaciones (OCDE, 2025).

No obstante, la capacidad de los BMDs para asumir riesgos se ve limitada por su necesidad de una calificación crediticia AAA, mientras que las IFDs necesitan seguir siendo rentables y financieramente sostenibles. Estos donantes desempeñan un papel fundamental como innovadores, intermediarios y coinversores, actuando de intermediarios imparciales entre actores públicos y privados. Además, son capaces de apalancar y movilizar financiación privada esencial, así como de apoyar a los gobiernos locales para mejorar su clima de inversión.

En consecuencia, si se pretende movilizar más financiación privada en el futuro, será necesario que estas instituciones amplíen su capacidad para asumir mayores niveles de riesgos.

C) Actores filantrópicos

Dentro de los actores públicos cabe destacar el papel de aquellos, que, sin ser actores filantrópicos en sentido estricto, pueden ejercer el rol filantrópico funcional. En este grupo se incluyen los gobiernos a través de la Ayuda Oficial de Desarrollo (AOD) y organismos multilaterales como Naciones Unidas, que aportan financiación concesional sin expectativa de retorno financiero.

Estos actores desempeñan un rol esencial, ya que a diferencia de los actores con mandato de desarrollo (BMDs, BRDs e IFDs) no están condicionados a preservar un mínimo de calificación crediticia.

Estos donantes priorizan la obtención de resultados de desarrollo sobre la rentabilidad financiera. No obstante, la provisión de recursos concesionales exige mecanismos rigurosos de seguimiento y evaluación, y estos actores garantizan que las transacciones cumplen con los resultados esperados de desarrollo y que la intervención pública no sobre-subsidie, ni de efectos *crowding out* de los inversores privados.

D) Nuevos actores en el ecosistema

En los últimos años, los actores implicados en la *blended finance* han aumentado surgiendo nuevas figuras introducidas en la OCDE (2025) dando la oportunidad de alianzas más complejas entre BMDs e IFDs y otros participantes con diferentes mandatos para maximizar el impacto de desarrollo.

Entre estos nuevos actores destacan:

1. Agencias de exportación crediticia
2. Organizaciones de la sociedad civil
3. Agencias de calificación crediticia

Estos actores contribuyen a reducir asimetrías de información mediante el intercambio de datos relevantes, así como mejorar la transparencia. Su conocimiento previo del entorno local contribuye a la asistencia técnica y a la comprensión en profundidad de este mercado. Asimismo, pueden proporcionar herramientas de fortalecimiento institucional que reduzca la incertidumbre mediante estandarización de la evaluación de riesgos y comparando proyectos para mejorar la calificación crediticia, contribuyendo así a crear mercados más resilientes a largo plazo.

2.2.3. Valoración crítica

El análisis del ecosistema de la *blended finance* pone de manifiesto que la diversidad institucional constituye una fortaleza, en la medida que permite crear instrumentos más

personalizados dependiendo de la tolerancia al riesgo, los horizontes temporales y obligaciones regulatorias de cada participante. No obstante, su eficacia no depende únicamente de la existencia de múltiples actores, sino de la coherencia estratégica entre sus mandatos, incentivos y restricciones.

En particular, la capacidad real de movilización de capital privado se ve condicionada por la limitada absorción de riesgo que puede asumir los actores con mandato de desarrollo, así como la elevada dependencia de los recursos concesionales en entornos de bajos ingresos. Esta configuración plantea interrogantes sobre la escalabilidad del modelo y sobre el equilibrio entre riesgo público y rentabilidad privada.

Desde una perspectiva práctica, la falta de coordinación o superposición de funciones puede generar duplicidades e ineficacia de los recursos concesionales. Por ello, la creciente complejidad del ecosistema exige que los actores tradicionales integren en sus proyectos a los nuevos actores, especialmente aquellos con conocimiento en el entorno local, cuya experiencia puede contribuir a la mejor gestión del riesgo a largo plazo en contextos vulnerables.

CAPÍTULO 3. ELEMENTOS DE LA *BLENDED FINANCE*

Como se expone en la Figura 2, para evitar el *crowding out* del sector privado resulta fundamental que las operaciones de la *blended finance* identifiquen desde la fase inicial dos elementos claves: la adicionalidad y el grado de concesionalidad.

3.1. Adicionalidad

La adicionalidad responde a una de las preguntas centrales de la *blended finance* y que es además la pregunta central de este trabajo: **¿aporta la participación de una institución financiera de desarrollo un valor añadido más allá de lo que el mercado ofrecería por sí solo?** (Mutambatsere & Schellekens, 2020). En este sentido, la adicionalidad constituye uno de los elementos diferenciadores de este tipo de operaciones, ya que implica demostrar que la financiación pública es verdaderamente necesaria, porque sin ella el proyecto no se podría llevar a cabo. Si un proyecto ya podría ser financiado íntegramente por capital privado sin apoyo público, entonces no existiría la adicionalidad.

Habbel et al. (2021) señalan que la adicionalidad hay que plantearse como estimar que hubiese pasado si el sector público no hubiese invertido.

Desde esta perspectiva, la adicionalidad no debe entenderse como un concepto binario (Si/NO), sino como uno continuo, cuya intensidad depende del contexto del proyecto, sector, país y de las condiciones de mercado en el momento de la inversión (Pereira, 2017).

3.1.1. Adicionalidad y fallos del mercado

La adicionalidad está estrechamente vinculada a la presencia de distorsiones del mercado que limitan o impiden la entrada de capital privado, estas distorsiones justifican porqué el mercado por sí solo puede fallar en producir los resultados sociales deseables.

Entre estos fallos se incluyen la asimetría de información, las economías de escala, la percepción de riesgo excesivo, las externalidades positivas, la falta de profundidad de los sistemas financieros locales (Mutambatsere & Schellekens, 2020). En este sentido, respondiendo a la pregunta central, la entrada de Instituciones Financieras de Desarrollo (IFDs) supondría un valor añadido porque con su entrada podrían abordar estos fallos del mercado.

En línea con esta lógica, el Banco Europeo de Inversiones (BEI) (Winckler Andersen et al., 2019) considera que una inversión solo es adicional cuando aborda un fallo del mercado que no podría resolverse sin intervención pública, existe una contribución efectiva de la institución al proyecto y se verifica que la intervención no desplaza al sector privado.

Por su parte, el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (BERD) (Winckler Andersen et al., 2019) adopta un enfoque complementario, al señalar que la adicionalidad no solo debe estar justificada por la existencia de un fallo del mercado, sino también materializarse en condiciones que hagan el proyecto financieramente bancable, en términos de precio adecuado, plazo suficiente y nivel de riesgo asumible.

Ambos enfoques, coinciden en que la adicionalidad no es un concepto único, sino que puede manifestarse en distintas formas que debemos analizar.

3.1.2. Tipos de adicionalidad

Desde el enfoque de Winckler Andersen et al., (2019), Pereira (2017), OCDE (2025), la adicionalidad se debe garantizar a nivel sistémico y de transacción, para ello se clasifica en:

- Adicionalidad financiera: existe cuando se moviliza financiación que no habría ocurrido sin intervención pública.
- Adicionalidad de desarrollo: existe cuando la intervención produce resultados en desarrollo social y/o medioambiental que no se habrían logrado sin la *blended finance*.

Ambos conceptos están estrictamente relacionados, porque no tendría sentido usar financiación pública si no se generan resultados de desarrollo, pero tampoco sería justificable usarlos si el sector privado ya habría financiado el proyecto de todos modos.

Adicionalmente, en la Guía de la OCDE de 2025 se introducen una nueva categoría: la adicionalidad de valor, que hace referencia a la transferencia de conocimiento, asesoramiento y/o formación. Este nuevo concepto resulta muy relevante en contextos donde el fallo del mercado no se limita a restricciones financieras, sino que afecta a capacidades técnicas o de gobernanza.

Para conseguir adicionalidad a nivel sistémico y de transacción es fundamental un seguimiento continuo.

3.1.3. Evaluación de la adicionalidad

La literatura especializada coincide en que la evaluación de la adicionalidad debe realizarse tanto *ex ante* como *ex post* (OCDE, 2025; Hubble et al., 2021; Winckler Andersen et al., 2021; Heinrich, 2014).

Las evaluaciones *ex ante* pueden basarse en información de fallos del mercado y el análisis de posibles externalidades del proyecto. Otros ejemplos incluyen factores a nivel de empresa, como la insuficiencia de fondos para autofinanciar el proyecto, la falta de conocimientos para diseñar un modelo de negocio orientado a la sostenibilidad (Heinrich, 2014).

Este primer análisis permite valorar, antes de la intervención, la necesidad potencial de apoyo público y el riesgo de desplazamiento del capital privado.

La OCDE se centra en cuantificar la adicionalidad de forma exacta a través de indicadores claves de desempeño (KPI) para medir la adicionalidad a nivel sistémico, tales como indicadores de desarrollo del mercado, fortalecimiento de capacidad institucional, efectos de réplica y demostración y salidas de concesionalidad.

Sin embargo, la falta de datos públicos suficientes dificulta una cuantificación precisa y pueden generar sesgos en la evaluación. La evaluación de la adicionalidad no puede medirse exclusivamente mediante KPIs tradicionales, sino que debe apoyarse en indicadores indirectos (*proxies*) y marcos analíticos que permiten evaluar la probabilidad de que la intervención pública haya sido determinante.

Como señalan Carter et al. (2018) verificar sin lugar a duda que existe adicionalidad es prácticamente imposible, en parte debido al interés propio de las IFDs en afirmar una elevada adicionalidad incluso cuando no está respaldada con pruebas empíricas.

Siguiendo esta línea, Pereira (2017) identifica acertadamente tres dificultades principales para medir la adicionalidad: la falta de una definición uniforme, su excesivo énfasis en la adicionalidad financiera frente a la de desarrollo y su tratamiento como una variable binaria, cuando en realidad debería entenderse como un continuo.

Por ello, Habbel et al. (2021) sostienen que resulta más realista aceptar la incertidumbre inherente a este concepto y centrarse en evaluar la probabilidad de adicionalidad en lugar de intentar cuantificarla. Para ello, se utilizan indicadores indirectos (*proxies*). Los Bancos Multilaterales de Desarrollo, por ejemplo, han recurrido principalmente a marcos estandarizados como el Marco Armonizado para la Adicionalidad en las Operaciones del Sector Privado de los BMDs y las IFDs. Asimismo, como evaluación *ex post* se emplean enfoques como el *process training*, que consiste en reconstruir paso a paso la cadena causal de la intervención para identificar si la participación pública fue determinante. También, la introducción de nuevos instrumentos en el mercado ya es una señal de adicionalidad o la comparación de un proyecto de la *blended finance* con otro financiado solo con capital privado para identificar el valor añadido del componente público.

En términos generales, la adicionalidad financiera tiende a ser mayor en sectores y regiones que reciben escasos flujos de inversión privada, como países de bajos ingresos con contextos frágiles y/o afectados por conflictos. En estos entornos, es poco probable que el capital privado hubiera invertido sin el sector público, lo que es un indicador de niveles potencialmente elevados de adicionalidad.

3.2. Concesionalidad

3.2.1. Definición y papel catalizador

Uno de los elementos base de la *blended finance* es el uso de concesionalidad, y desde el punto de vista de la OCDE se define de la siguiente manera “*el grado en el que las condiciones ofrecidas por los proveedores de financiamiento para el desarrollo son más favorables que las condiciones del mercado, por tanto, la concesionalidad constituye un subsidio otorgado a los inversionistas comerciales*” (OCDE, 2025, p.48).

Efectivamente, como se desprende de este concepto la concesionalidad implica la existencia de “condiciones más favorables que en el mercado”. Este rasgo es precisamente uno de los principales elementos diferenciadores de la *blended finance* frente a otras estrategias de financiación.

Desde un punto de vista técnico, la concesionalidad refleja la diferencia de precio entre instrumentos ofrecidos en condiciones del mercado y aquellos estructurados en condiciones más ventajosas. Este tipo de financiación es proporcionado fundamentalmente por actores con mandato de desarrollo y por el sector filantrópico, que como señala Iruegas (2019, sección, *Concessional capital*) “*tienen expectativas de rentabilidad bajas o nulas o están dispuestos a asumir riesgos desproporcionadamente elevados y utilizan la concesionalidad para mejorar el perfil riesgo- rentabilidad de la operación con el fin de atraer capital comercial, que, de otro modo, no participaría*”.

Por tanto, la concesionalidad cumple un papel catalizador al modificar el perfil riesgo-retorno y permitir la entrada a sectores o geografías, que, en ausencia de este apoyo, no existiría financiación comercial.

3.2.2. Relación entre concesionalidad, riesgo e impacto

La literatura reciente justifica la concesionalidad como una variable clave vinculada tanto al riesgo como al impacto de desarrollo.

El estudio de Flammer, et al. (2024) muestra que existe una relación positiva entre concesionalidad vinculada tanto al impacto de desarrollo como al nivel de riesgo asumido: a mayor impacto esperado, mayor es el nivel de concesionalidad que las IFDs y BMDs están dispuestas a asumir. Del mismo modo, el nivel de concesionalidad aumenta con el riesgo del proyecto, especialmente en proyectos caracterizados por incertidumbre regulatoria o inestabilidad política y económica.

La concesionalidad tiene, por tanto, un carácter altamente contextual, que depende de distintas variables como: los instrumentos financieros, el perfil riesgo-retorno, la geografía, ciclo del proyecto y grado de madurez del mercado.

Sin embargo, cada forma de concesionalidad busca abordar distintos problemas subyacentes, ya estén relacionados con el coste o el riesgo. Por ejemplo, si existe liquidez en el mercado comercial pero la elevada percepción de riesgo constituye una barrera, el reparto de riesgo puede ser una forma de concesionalidad más adecuada que instrumentos financieros específicos (Habbel et al., 2021).

Ahora bien, aunque la concesionalidad puede estar justificada inicialmente por el riesgo y el impacto, debe diseñarse bajo tres principios esenciales: temporalidad, adecuación del instrumento financiero al contexto y transparencia. Esto obliga a determinar cuanta concesionalidad es necesaria según el ciclo del proyecto mediante un seguimiento continuo.

3.2.3. Evaluación de la concesionalidad

Al igual que ocurre en la adicionalidad, no existe una metodología homogénea para determinar el nivel exacto de concesionalidad. Además, los datos públicos son muy limitados y las verdaderas preferencias de los inversores privados no son observables directamente, lo que dificulta establecer el nivel óptimo de subsidio.

En la práctica, analizar cuál es el nivel exacto de concesionalidad es complicado y existe el riesgo de sobresubsidiar por parte del sector público y, por el contrario, si la concesionalidad no es suficiente la operación podría no movilizar capital privado. Por ello, resulta imprescindible combinar evaluación *ex ante* y *ex post*.

En cuanto a la evaluación *ex ante*, cuando la información privada de los inversores no es deducible, se diseñan reglas que obligan a revelarla indirectamente. En este sentido, el informe publicado por el *Center for Global Development* (Carter & Plant, 2020) propone dos herramientas principales:

- Subastas competitivas: Cuando existe competencia entre varios comerciantes. Las empresas compiten declarando el nivel mínimo de subsidio necesario, lo que permite aproximar la concesionalidad a lo estrictamente requerido.
- Mecanismos de autoselección (screening): cuando no hay competencia directa. En este caso, se diseñan diferentes contratos y se permite a las empresas que elijan el que mejor se adapte a su perfil.

En cuanto a la evaluación *ex post*, desde una perspectiva cuantitativa, Slimane et al. (2025) propone una dimensión para calcular la concesionalidad a través de la tasa de concesionalidad que se calcula como: $(\text{precio de mercado} - \text{precio concesional}) / \text{total del coste del proyecto}$.

Sin embargo, evaluar cuál es “el precio de mercado” puede resultar complejo, especialmente en economías menos desarrolladas, donde los mercados de capital locales suelen estar poco desarrollados o incluso inexistentes y los prestatarios tienen acceso limitado a los mercados internacionales o a servicios financieros comerciales (Habbel et al 2021). Además, en mercados con baja liquidez y escasa competencia, los precios observables no constituyen una referencia fiable.

Para evaluar la concesionalidad, pueden analizarse los siguientes elementos:

- El tamaño del elemento de subvención.
- La rentabilidad obtenida por el inversor privado.

- El precio del instrumento o mecanismo.
- El beneficiario del elemento concesional.
- El tipo de instrumento utilizado.

3.2.4. Principio de mínimo nivel de concesionalidad

Una característica fundamental de la *blended finance* es su naturaleza temporal. Su objetivo es intervenir únicamente de forma transitoria en el mercado para facilitar el acceso a la financiación comercial. Una financiación concesional permanente puede desalentar la entrada de inversores privados (OCDE, 2018).

Una catalización efectiva del mercado se verá reflejada mediante un patrón creciente de movilización privada y una reducción progresiva de la concesionalidad hasta que el proyecto sea comercialmente sostenible por sí solo.

Para ello, se defiende el mínimo nivel de concesionalidad ajustándose dinámicamente a lo largo del ciclo del proyecto:

4. A medida que disminuye el riesgo, debe reducirse la concesionalidad.
5. Cuando el mercado madura, los subsidios deben disminuir.
6. El perfil de riesgo de los proyectos suele mejorar superada la fase operativa, lo que puede reducir la necesidad de apoyo concesional y se pueden reasignar los recursos a otras áreas estratégicas como la asistencia técnica.
7. De igual forma, el desarrollo progresivo de los mercados locales puede eliminar la necesidad de concesionalidad.
8. Por el contrario, si el proyecto no demuestra viabilidad comercial, debe considerarse la retirada para evitar un aumento de la concesionalidad sin éxito.

En definitiva, el objetivo final es que la financiación de la *blended finance* deje de ser necesaria porque el mercado pueda sostenerse de manera autónoma en condiciones comerciales.

3.3. Instrumentos financieros

3.3.1. Panorama general y ratio de apalancamiento

Actualmente, no se está movilizándose suficiente capital privado, ni se está alcanzando la escala necesaria para cumplir con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS). Esto lo podemos ver reflejado en el factor de apalancamiento (*leverage ratio*) que se ha utilizado con frecuencia como indicador de movilización, entendido como la relación entre los recursos públicos aportados y la financiación total movilizada.

Las cifras de OCDE muestran que, aunque la tendencia en los últimos dos años continúa siendo creciente, el ritmo de crecimiento se ha desacelerado y los mecanismos de apalancamiento actuales no han contribuido de manera significativa a cubrir las necesidades de financiación de la ODS. Hay que tener en cuenta que el apalancamiento depende del contexto, pero en líneas generales, un mayor apalancamiento suele considerarse una medida de éxito en la eficiencia y eficacia de movilización de capital en el proyecto (OCDE, 2025)

La evaluación de la efectividad de la *blended finance* debe centrarse en su capacidad para movilizar recursos privados. Sin embargo, las estimaciones actuales muestran niveles bajos de apalancamiento: por cada dólar de la *blended finance* se movilizan entre 0,8 y 4 dólares de capital privado, cifras muy inferiores a las necesarias para alcanzar los objetivos de la Agenda 2030 (Mutambatsare & Schellekens, 2020).

En la misma línea argumentativa, el centro de investigación Overseas Development Institute (ODI) en una investigación de 2021 estimó que los Bancos Multilaterales de Desarrollo (BMDs) y las Instituciones Financieras de Desarrollo (IFDs) están movilizándose solo \$0.69 de financiación privada por cada \$1 invertido. Ello evidencia que a pesar de su potencial la *blended finance* no está generando el efecto multiplicador esperado (Attridge, 2022)

3.3.2. Instrumentos principales

Para superar las limitaciones actuales, se deben identificar estructuras de movilización eficientes capaces de producir activos invertibles a gran escala. En este sentido, la literatura sobre la *blended finance* identifica cuatro grandes categorías de instrumentos financieros

(OCDE, 2025; Convergence, 2024; Winckler Andersen et al., 2019; Slimane et al., 2025; Flammer et al., 2024; Attridge & Engen, 2019; Pereira, 2017; *Blended Finance* Taskforce, 2018).

- Instrumentos de deuda
- Instrumentos de capital (equity)
- Garantías y seguros
- Subvenciones

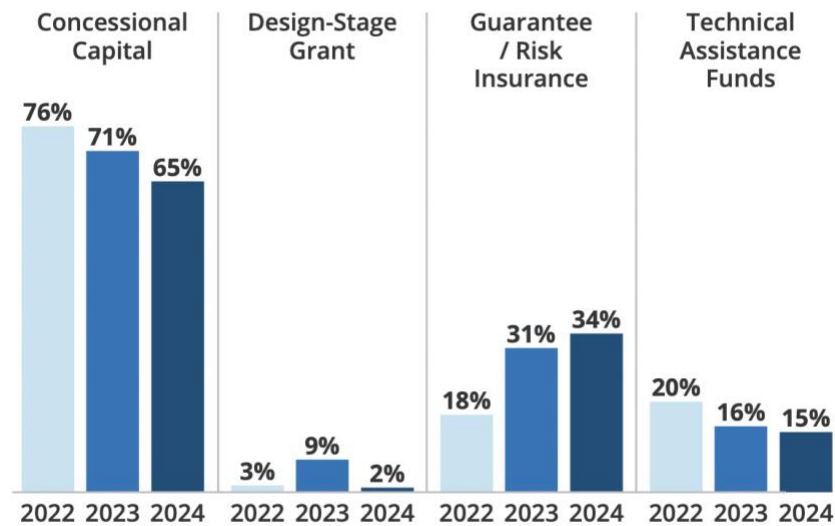
Todos estos mecanismos comparten una característica fundamental; su capacidad para redistribuir el riesgo entre diferentes tramos (junior, mezzaine y senior) según las preferencias de riesgo-rentabilidad de los inversores.

Los datos indican que la deuda domina el panorama de la *blended finance*, cerca del 80% de los montos reportados como comprometidos por las Instituciones Financieras de Desarrollo (IFDs) son de este tipo de financiación (Eighteen East, 2021). Sobre todo, como destacan Attridge & Engen (2019), la deuda senior en divisa fuerte y/o la prevalencia de inversiones en moneda extranjera es tan fuerte que el financiamiento en moneda local es casi inexistente, esto se debe al riesgo de tipo de cambio.

Anteriormente, el problema se centraba en que las Instituciones Financieras de Desarrollo y los Bancos Multilaterales de Desarrollo mantenían sus activos hasta vencimiento y hacían poca estructuración financiera avanzada. Esta realidad se ha mantenido a lo largo de los años, como se refleja en la Figura 4, que presenta la distribución de transacciones de la *blended finance* según los tipos de instrumentos financieros.

Figura 4. *Proporción de transacciones de la blended finance por tipos (2022-2024)*

Figure 4: Proportion of blended finance transactions by blending archetype, 2022-2024



Nota. Tomado de Convergence (2025, p.13).

Según datos más actualizados en la Figura 4, la deuda y el capital concesional siguen siendo los instrumentos más dominantes de las operaciones de la *blended finance*, si bien muestran una tendencia descendente. Sin embargo, las garantías han aumentado su tracción desde 2022, y ahora están en el 34% de las operaciones desde 2024, y el uso de seguros es casi inexistentes (menos del 1%). Además, las subvenciones en asistencia técnica también se mantienen constante y el método más utilizado es la asistencia técnica.

3.3.3. Mecanismos de movilización

A pesar del creciente uso de la *blended finance*, el desafío no radica en la falta de instrumentos financieros, sino en como estos se diseñan, estructuran y utilizan para generar activos invertibles a gran escala (Attridge, 2022). La clave no es la existencia de estos cuatro grandes instrumentos financieros, sino su capacidad para atraer capital y distribuir el riesgo.

En este sentido, los instrumentos pueden articularse en mecanismos más complejos de estructuración financiera que permiten mejorar la escalabilidad de las operaciones de la *blended finance*.

A) Fondos estructurados

Figura 5. Estructura por tramos de los fondos estructurados



Nota. Elaboración propia en Canva a partir de datos de OCDE (2025).

Los fondos estructurados funcionan como mecanismos tanto para equity como para deuda, para agrupar recursos y distribuir riesgos. Los porcentajes de los tramos reflejan cuanta protección subordinada es necesaria para absorber pérdidas y hacer atractivo el fondo para los inversores comerciales (OCDE, 2025). A modo ejemplo, un instrumento de equity puede invertir directamente en acciones de una empresa o a través de vehículos de propósito especial (SPV) que pueden estructurarse en régimen *pari passu* (mismo perfil riesgo-rentabilidad) o en tramos diferenciados (junior, mezzaine y senior). Por tanto, un fondo de 10 millones, si el tramo junior representa el 10% y se producen pérdidas de 5 millones, estas serían absorbidas íntegramente por el tramo junior, protegiendo a los tramos superiores.

B) Instrumentos de deuda

La evidencia empírica muestra que son los instrumentos más utilizados en la *blended finance* (Holmegaard et al., 2018), debido a su mayor simplicidad jurídica, riesgo más controlado y

capacidad de diversificación (OCDE 2025). Sin embargo, también revela ciertas limitaciones estructurales.

La mayor parte de las carteras de las instituciones financieras de desarrollo están denominadas en divisas fuertes (USD o EUR), lo que reduce el riesgo cambiario para los inversores privados, pero limita el desarrollo de mercados financieros locales. Attridge & Engen (2019) muestran que el 92% del portfolio de las Instituciones Financieras de Desarrollo (IFDs) son en USD o EUR. Estas instituciones pueden prestar en 60 monedas locales, pero solo 18% de su cartera es moneda local.

Esto resulta especialmente problemático en países de bajos ingresos, donde más del 20% de los ingresos fiscales están destinados a la deuda y el 40% de los vencimientos se concentran próximos a 2027 (OCDE, 2025). En este contexto, los canjes de deuda permiten reestructurar deuda existente a cambio de compromisos en áreas como clima o educación, reduciendo presión fiscal (OCDE, 2025).

Entre los mecanismos más utilizados para ampliar la movilización destacan:

-Préstamos sindicados (estructura A/B): En el modelo A/B, un Banco Multilateral de Desarrollo actúa como organizador principal (préstamo A) y vende participaciones a bancos comerciales (préstamo B). El prestatario solo firma el contrato con el organizador principal, lo que reduce riesgo y genera confianza en los inversores privados (Convergence, 2024; Habbel et al., 2021).

-Titulización: Permite transformar activos ilíquidos en valores negociables, movilizandocapital privado a gran escala. Consiste en agrupar préstamos y transferirlos a un vehículo especial que emite títulos (por ejemplo, bonos) para captar capital o transferir riesgo (Horrocks et al., 2025). La titulización sintética, por su parte, transfiere únicamente el riesgo crediticio sin vender los activos subyacentes.

-Líneas de crédito: Préstamos flexibles con un límite máximo, donde el prestatario puede retirar y devolver fondos según su necesidad (Habbel et al., 2021). Según Convergence (2024), representan una parte significativa de la movilización en mercados emergentes.

-Bonos verdes, sociales y sostenibles: Son instrumentos de renta fija emitidos por gobiernos, empresas o bancos. Los bonos verdes, sociales, sostenibles y vinculados a sostenibilidad (GSSS) pueden movilizar capital a gran escala y vincular financiación con impacto a largo plazo (OCDE, 2025). Sin embargo, solo representan alrededor del 5% en mercados emergentes.

C) Garantías y subvenciones

Las garantías son instrumentos de mitigación de riesgo mediante los cuales un garante se compromete a cubrir total o parcialmente pérdidas en caso de impago (Johnston, 2019). Han demostrado ser altamente eficientes en términos de apalancamiento y movilización de grandes volúmenes de capital adicional (Manilla, 2018; Schiff & Dithrich, 2017). Pueden movilizar hasta cinco veces más capital que los préstamos directos (Van Marwijk Kooij et al., 2023). No obstante, su disponibilidad sigue siendo limitada en contextos frágiles. Entre sus modalidades destaca el capital de primera pérdida o *first loss capital*, ampliamente utilizado en la *blended finance* para absorber las primeras pérdidas.

Por su parte, las subvenciones, especialmente en forma de asistencia técnica, cumplen un rol complementario. Aunque no movilizan capital de forma directa, contribuyen a fortalecer las capacidades institucionales y preparar los proyectos para crear mejores condiciones a futuro.

3.3.4. Benchmarking comparativo de instrumentos

A continuación, la Tabla 2, en base a la información proporcionada presenta un benchmarking comparativo con los instrumentos financieros más utilizados, evaluados según los siguientes criterios:

-Riesgo: mide la exposición financiera y operativa para los inversores privados.

-Retorno financiero: mide la rentabilidad esperada.

-Nivel de concesionalidad: indica la proporción de recursos que provienen de fuentes públicas como las Ayudas Oficiales de Desarrollo (AOD).

-Potencial para movilizar capital privado en mercados locales: la eficacia de la estructura de financiación para atraer inversión privada en mercados locales.

Tabla 2. Benchmarking comparativo instrumentos financieros

Instrumentos	Mecanismos asociados	Nivel de riesgo	Retorno financiero	Nivel de concesionalidad	Potencial de movilización en mercados locales
Deuda	Titulización, préstamos sindicados, bonos, líneas de crédito, fondos estructurados, deuda senior.	Medio	Fijo	Medio-bajo	Limitada por riesgo cambiario
Equity	Acciones directas en compañías o SPVs, fondos estructurados <i>pari passu</i> o en tramos, generalmente junior.	Alto	Variable (según tramos)	Alto	Limitada por riesgo cambiario
Garantías	First loss capital, canjes de deudas, seguros.	Bajo	No retorno	Bajo (contingente)	Alto
Subvenciones	Asistencia técnica, financiación por resultados.	Alto	No retorno	Alto	Indirecto

El análisis comparativo de los instrumentos financieros confirma que no existe un instrumento universal idóneo en el ámbito de la *blended finance*. Por tanto, los bajos niveles de movilización observados anteriormente no parecen derivarse de la falta de instrumentos, sino de su aplicación poco estratégica y desalineada con el ciclo de desarrollo de los proyectos.

El error no reside en la existencia de soluciones financieras inadecuadas, sino en su utilización sin considerar previamente el estadio del proyecto y las condiciones estructurales del mercado.

Antes de recurrir a instrumentos financieros para corregir fallos de mercado, puede ser más eficiente fortalecer el entorno habilitador mediante reformas regulatorias, mejora del marco institucional y desarrollo del ecosistema financiero local.

Asimismo, es esencial la adecuada colaboración y coordinación de los instrumentos a lo largo del ciclo del proyecto, ya que un instrumento adecuado en una fase inicial puede perder efectividad en etapas posteriores.

En una fase inicial o pionera del proyecto, caracterizada generalmente por alto riesgo e incertidumbre, la prioridad debería centrarse en desarrollar un entorno habilitador mediante reformas regulatorias o agrupación de proyectos pequeños en carteras más amplias para aumentar la escalabilidad y atractivo a los inversores.

En una fase posterior, introduciría una cartera de instrumentos financieros combinados que de soporte financiero al proyecto y a su vez absorba el riesgo.

Sin embargo, para construir un mercado financieramente sostenible a largo plazo es fundamental fortalecer las capacidades institucionales locales. En este sentido, las subvenciones de asistencia técnica son un buen elemento aplicable.

La efectividad de la *blended finance* depende menos de la elección aislada de un instrumento y más de la capacidad de combinarlos de forma coherente y progresiva según las necesidades de cada etapa.

3.3.5. Valoración crítica

El análisis de la adicionalidad, la concesionalidad y los instrumentos financieros ponen de manifiesto que el principal reto de la *blended finance* no es conceptual, sino metodológico y estratégico. Aunque el marco teórico está definido, su aplicación práctica presenta importantes desafíos de medición, coordinación y disciplina institucional.

En cuanto a la adicionalidad, la evaluación de un proyecto debería iniciarse planteando las tres preguntas fundamentales del enfoque del Banco Europeo de Inversiones (BEI):

- ¿Se aborda un fallo del mercado identificado?
- ¿Aporta el sector público un valor añadido?
- ¿Se evita el desplazamiento del sector privado?

Si se cumplen estos tres criterios, la adicionalidad debería analizarse en sus distintas dimensiones (financiera, de desarrollo y de valor), otorgando igual de importancia a cada una de ellas. Esta aproximación permite un análisis más equilibrado del impacto real y evitar una visión reduccionista centrada solamente en la adicionalidad financiera, que casi siempre está justificada.

No obstante, incluso aplicando esta metodología, la adicionalidad presenta la imposibilidad de observar el contrafactual con certeza. Por ello, su medición siempre incorpora un margen de incertidumbre que exige prudencia en los resultados.

Por su parte, la concesionalidad introduce un debate inherente entre impacto y sostenibilidad. Si el nivel concesional es excesivo, puede generarse sobre-subsidio y si es insuficiente, no se moviliza capital privado. La limitada disponibilidad de datos genera mayor dificultad para determinar el nivel concesional, por ello es fundamental aplicar el principio de mínimo nivel de concesionalidad y diseñar mecanismos de salida progresiva.

En cuanto a los instrumentos financieros, el análisis comparativo demuestra que el problema radica en su falta de alineación con el ciclo del proyecto y el contexto institucional. Los bajos niveles de apalancamiento sugieren que los instrumentos financieros por si solos no garantizan la movilización efectiva sino se acompaña de reformas estructurales y fortalecimiento del entorno habilitador.

En consecuencia, podrían incorporarse dos elementos nuevos para reforzar el modelo de la *blended finance*:

En primer lugar, la integración sistemática de elementos de salida desde el inicio del proyecto para evitar el efecto *crowding out*. Debería orientarse de manera continua, el cómo y en qué condiciones puede reducirse la concesionalidad, favoreciendo la autonomía financiera del proyecto.

En segundo lugar, una mayor atención al contexto local como eje central de todas las fases del proyecto. Ello implica comprender las dinámicas institucionales, económicas y sociales del entorno, colaborar estrechamente con los actores locales y promover transferencia de conocimientos en sostenibilidad, finanzas y gobernanza. Solo mediante el fortalecimiento del entorno financiero local se puede garantizar la viabilidad financiera a largo plazo del mercado y consolidar la *blended finance* como un mecanismo verdaderamente catalítico y no como un instrumento de subsidio permanente.

CAPÍTULO 4. ANÁLISIS EMPÍRICO: VIABILIDAD DE LA *BLENDED FINANCE* EN PAISES DE BAJOS INGRESOS (LICs)

4.1. Justificación del foco en países de bajos ingresos

Como se ha visto en los capítulos anteriores, gran parte de la literatura y de los estudios se centran en países en desarrollo de renta media, donde los proyectos suelen ser más atractivos para inversores privados. Inicialmente, el enfoque del presente trabajo también contemplaba dichos mercados como objeto principal de estudio.

Sin embargo, una revisión más profunda de la evidencia empírica sugiere que la verdadera necesidad, y el mayor potencial de la *blended finance* a largo plazo se encuentra en los países de bajos ingresos (en adelante, LICs). En estos contextos, la adicionalidad está claramente demostrada, pero la movilización de capital privado resulta mucho más complicada, debido al alto riesgo percibido, la falta de mercados desarrollados y la escasa información disponible.

Para demostrar esta hipótesis, se recurre al concepto de brecha de bancabilidad que permite explicar esta divergencia. Según Curbelo (2022), un proyecto puede ser viable desde un punto de vista del desarrollo, y, sin embargo, no resultar financiable en condiciones comerciales. Esta brecha depende de la interacción de dos dimensiones estructurales: la calidad

institucional del país (incluye la seguridad jurídica, estabilidad regulatoria y capacidad estatal) y la madurez del negocio del proyecto.

La evidencia cuantitativa confirma esta dinámica. Mientras que en países en desarrollo en general se movilizan aproximadamente 0,75 dólares de capital privado por cada dólar invertido por el sector público, en los países de bajos ingresos esta cifra desciende a 0,37 dólares (Attridge & Engen, 2019). Esta brecha de movilización refleja una concentración del capital privado en economías con mejores calificaciones crediticias y mercados más desarrollados (Attridge, 2022).

En esta línea, la financiación en deuda de los países menos desarrollados es prácticamente inexistente ya que la escasez de ahorro interno y la debilidad de los mercados locales limitan la financiación a largo plazo. Asimismo, el riesgo de desajuste en moneda local incrementa la vulnerabilidad financiera (Horrocks et al., 2025).

Aunque en un principio los bonos verdes pueden considerarse un instrumento atractivo, su implantación sigue siendo limitada en estos países. Según la OCDE (2023), el 73% de las emisiones recientes de bonos se concentran en países de ingresos altos, ya que aproximadamente el 60% de los países de bajos ingresos presentan niveles elevados de sobreendeudamiento.

4.2. Barreras estructurales en LICs

La limitada movilización de capital privado en países de bajos ingresos responde a barreras estructurales persistentes que afectan tanto al diseño institucional como al funcionamiento de los mercados financieros:

- Concentración de la financiación en países con menor riesgo: El 96% de la financiación privada movilizada fluye en países con calificación crediticia favorable, esto se debe a que en los países LICs el clima de inversión es deficiente (Attridge & Engen, 2019).
- Escasa adaptación de los instrumentos financieros: a pesar de que los países de bajos ingresos requieren instrumentos que asuman mayores riesgos en etapas tempranas. En este sentido, los BMDs y DFIs utilizan deuda senior o equity y poca variación de

instrumentos. En estos países, los préstamos son la herramienta financiera más utilizada, representando un 56% y seguidos de las garantías (22%) (Attridge & Engen, 2019).

- Bajo apetito de riesgo: la necesidad de preservar calificaciones crediticias elevadas de los BMDs y DFIs y la fuerte dependencia de financiación en moneda dura limitan su capacidad para asumir riesgos en entornos con alta volatilidad cambiaria (Horrocks et al., 2025).
- Marcos regulatorios internacionales: incrementan los requerimientos de capital para exposiciones en países sin grado de inversión que desincentivan la participación de inversores institucionales (Horrocks et al., 2025)
- La insuficiencia de información crediticia local, datos y transparencia en estos mercados (Curbelo, 2022)

En conjunto, estas barreras estructurales explican por qué, pese a la elevada adicionalidad potencial en los LICs, la movilización privada permanece limitada y condicionada a la viabilidad de la *blended finance* en estos contextos.

4.3. Diseño del modelo de evaluación (*Scorecard*)

A partir del análisis previamente realizado de los elementos de la *blended finance*, se ha diseñado un *scorecard*⁶ para visualizar la viabilidad estructural de la *blended finance* a largo plazo en países de bajos ingresos.

El modelo se fundamenta en las siguientes dimensiones centrales: la adicionalidad, concesionalidad, la capacidad de movilización, el efecto *crowding out* y mercados sostenibles. Cada dimensión se valora mediante una escala ordinal que representa el grado de viabilidad de la *blended finance*, donde:

- 1 = baja viabilidad
- 2 = intermedia viabilidad

⁶ *Scorecard* de elaboración propia basado en el análisis de la literatura y de los elementos identificados en los capítulos anteriores. Las puntuaciones asignadas son de carácter orientativo y pretenden servir a futuro como herramienta que refleja el grado en que determinados elementos del entorno favorecen o dificultan la viabilidad de un modelo de *blended finance* en países de bajos ingresos.

- 3 = alta viabilidad

Tabla 3. *Scorecard* propio viabilidad de la *blended finance* en LICs

Dimensiones	Que evalúa	LICs	Evaluación
Adicionalidad financiera	Probabilidad de que sin intervención pública exista inversión privada	Alta presencia de fallos del mercado y escasez de capital	3
Adicionalidad de desarrollo	Capacidad para generar impacto medioambiental	Alta necesidad estructural y brechas de desarrollo	3
Adicionalidad de valor	Transferencia de conocimientos y fortalecimiento institucional	Déficit técnico significativo	3
Nivel de concesionalidad	Grado de subsidio necesario	Elevado riesgo del país, riesgo cambiario y debilidad institucional	3
Capacidad real de movilización privada	Nivel efectivo de apalancamiento	Muy bajo	1
Riesgo de crowding out	Probabilidad de desplazar inversión privada	Bajo en fases tempranas, aumenta cuando el mercado madura	2
Mercado autosostenible	Posibilidad de reducir la concesionalidad progresivamente	Alta dependencia estructural y bajo desarrollo financiero local	1

4.4. Aplicación del scorecard al caso de los países de bajos ingresos (LICs)

La aplicación del *scorecard* exige contrastar sus resultados con los criterios metodológicos desarrollados en el capítulo anterior.

En primer lugar, la elevada puntuación de la adicionalidad en el *scorecard* requiere responder de manera sistemática a las tres preguntas que permiten justificar la intervención pública en operaciones de la *blended finance*.

1. ¿Se aborda un fallo del mercado identificado?

La existencia de fallos del mercado se evidencia en la fragilidad institucional, la limitada profundidad de los mercados financieros locales, la volatilidad macroeconómica, el riesgo cambiario y la asimetría de información. Estas distorsiones estructurales restringen de forma significativa la canalización de capital privado hacia proyectos con impacto de desarrollo.

2. ¿Aporta el sector público un valor añadido?

En el contexto de los LICs, sin la participación pública el riesgo-retorno de los proyectos no sería compatible con los estándares exigidos por los inversores privados. Por tanto, la absorción inicial del riesgo mediante instrumentos concesionales es fundamental para superar la brecha financiera.

3. ¿Se evita el desplazamiento del sector privado?

En relación con el efecto *crowding out*, dado el bajo nivel de inversión comercial en fases iniciales en estos países, la probabilidad de sustituir capital privado es casi inexistente en el corto plazo. No obstante, esta circunstancia debe revisarse de manera dinámica conforme el proyecto madura, lo que refuerza la importancia de establecer mecanismos de evaluación *ex ante* y *ex post* que permitan reducir progresivamente la presencia pública.

Confirmado que se cumplen las tres condiciones, la adicionalidad queda plenamente justificada. Sin embargo, como ya se ha adelantado, la adicionalidad constituye el elemento más evidente en estos contextos, el verdadero desafío radica en la concesionalidad y en la selección adecuada de los instrumentos financieros.

Respecto al nivel de concesionalidad, en el *scorecard* presenta igualmente una valoración elevada, debe reconocerse que en los LICs el grado de subsidio requerido en fases pioneras es significativo debido al riesgo del país, la debilidad institucional y la ausencia de grado de inversión. Sin embargo, conforme al principio de mínimo nivel de concesionalidad, el reto consiste en evitar que esta intensidad inicial no se consolide como permanente.

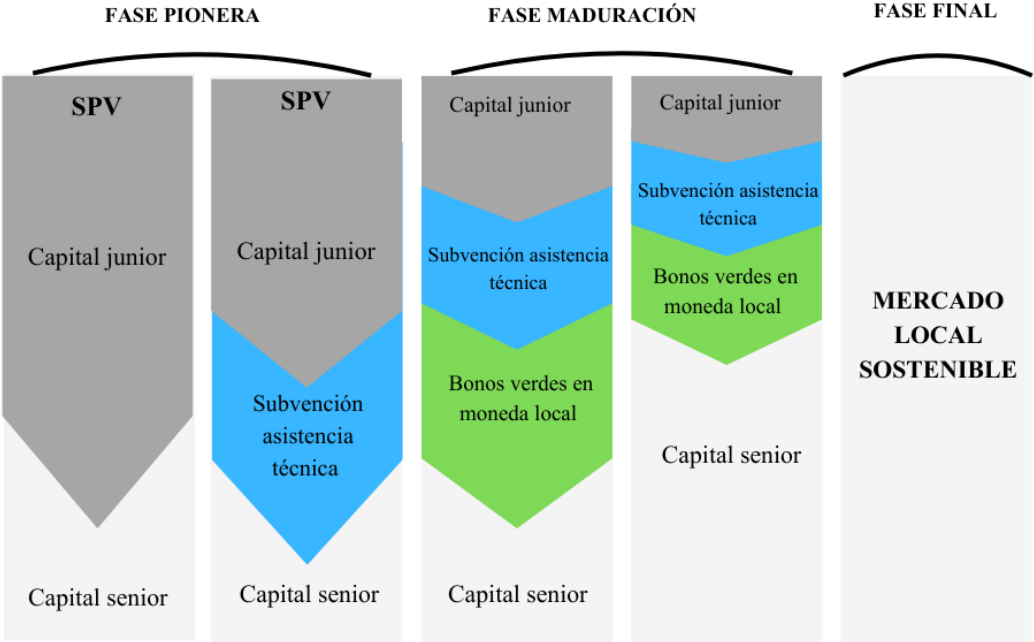
Antes de incrementar el capital concesional, sería conveniente actuar sobre el riesgo sistémico mediante reformas regulatorias, fortalecimiento gubernamental y financiero, con el objetivo de reducir su deuda soberana y aumentar la credibilidad crediticia del país.

Paralelamente, sería necesario una mayor flexibilidad por parte de las Instituciones Financieras de Desarrollo (IFDs) y de los Bancos Multilaterales de Desarrollo (BMDs) para asumir más riesgos en estas regiones.

Desde el punto de vista instrumental, la capacidad de movilización privada reflejada en el *scorecard* está estrechamente vinculada al predominio actual de la deuda senior como principal herramienta de financiación. En fases iniciales conviene evitar una dependencia excesiva de deuda senior en moneda extranjera, dado que incrementa la presión sobre la deuda soberana y amplifica el riesgo cambiario.

En su lugar, y con base en el marco analítico desarrollado en el Capítulo 3, pueden identificarse en las Figuras 6 y 7, dos arquetipos estructurales más adecuados para contextos de países de bajos ingresos.

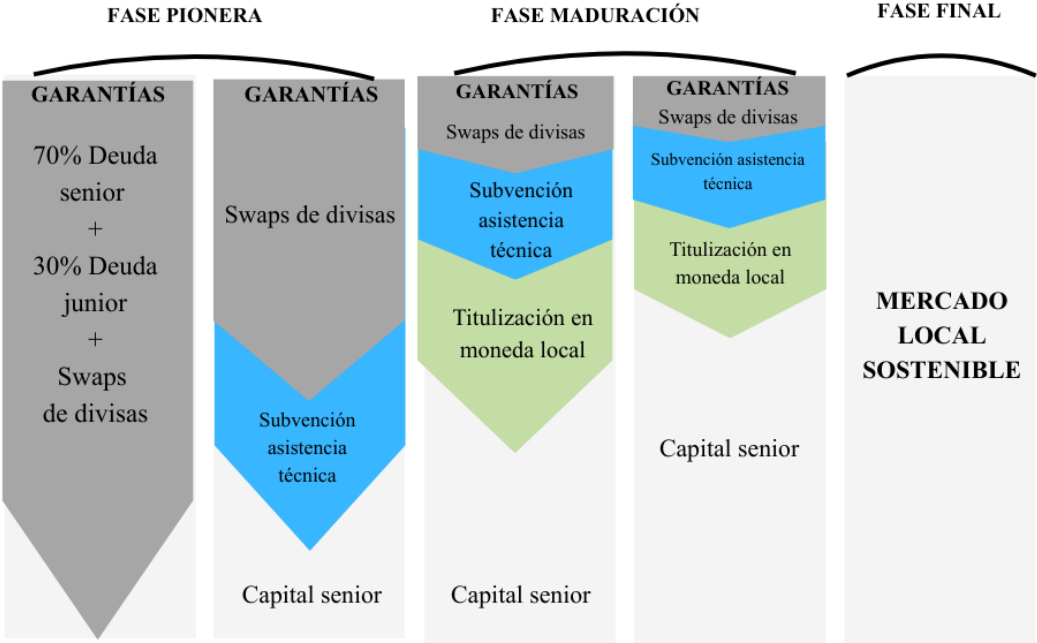
Figura 6. Arquetipo 1º: Modelo financiero de equity en la blended finance en LICs



Nota. Elaboración propia a partir de Canva.

El primer arquetipo consiste en la creación de un vehículo específico de equity (SPV) con tramos diferenciados de riesgo en una fase pionera. En esta estructura, el actor público absorbe el tramo junior mediante capital de primera pérdida, facilitando la entrada de inversores privados en posiciones senior. Este diseño permite redistribuir el riesgo sin incrementar de forma desproporcionada el endeudamiento soberano. La estructura debe complementarse con asistencia técnica orientada a incluir al entorno local en el proyecto mediante transferencia de conocimiento políticos y económicos que fortalezcan las instituciones. A medida que el proyecto avanza y disminuye la incertidumbre, el objetivo es reducir progresivamente la concesionalidad del tramo público e incorporar instrumentos adicionales, como bonos verdes en moneda local con el objetivo de desarrollar gradualmente un mercado financiero más autónomo y reducir el riesgo de desajuste cambiario.

Figura 7. Arquetipo 2º: Modelo financiero de deuda en la blended finance en LICs



Nota. Elaboración propia a partir de Canva.

El segundo arquetipo se basa en una estructura de deuda escalonada con mitigación del riesgo cambiario. En una fase pionera, el proyecto podría financiarse mediante 70% de deuda senior aportada por inversores privados y un 30% de deuda junior proporcionada por el Banco Mundial, IFDs o BMDs. El tramo junior actúa como un mecanismo de seguridad al absorber las primeras pérdidas y facilita la entrada de capital privado.

A diferencia del uso tradicional de deuda senior en moneda extranjera, esta estructura incorpora desde el inicio swaps de divisas, reduciendo el riesgo de desajuste cambiario y evitando trasladar de forma desproporcionada la presión financiera al entorno local.

Conforme el proyecto se estabiliza, la deuda junior puede retirarse progresivamente, reciclándose el capital hacia el crecimiento local mediante la asistencia técnica.

En una fase de maduración, una vez que el proyecto genera flujos previsible y estables, estos pueden agruparse y titularizarse como emisiones en moneda local. Este proceso permite transformar derechos de cobro futuros en instrumentos negociables dirigidos a inversores domésticos, liberar capital y ampliar la base inversora local, avanzando hacia un mercado financiero más autónomo.

En conjunto, estas medidas constituyen las pautas para garantizar la viabilidad de la *blended finance* en los países de bajos ingresos (LICs).

CAPÍTULO 5. CONCLUSIONES

5.1. Principales conclusiones

Recordando el inicio del presente trabajo, la investigación se planteó la siguiente pregunta *¿el modelo de la blended finance es sostenible a largo plazo en contextos más complejos, en particular en países de bajos ingresos?* Tras analizar en profundidad los distintos enfoques de la *blended finance*, sus principios, los actores implicados, los instrumentos financieros utilizados y sus elementos estructurales, es posible ofrecer una respuesta fundamentada.

El análisis realizado sugiere que la *blended finance* puede constituir una herramienta muy útil para movilizar capital privado en proyectos basadas en los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS). Sin embargo, en respuesta a la pregunta de investigación planteada, la

evidencia apunta que actualmente su sostenibilidad a largo plazo en países de bajos ingresos es limitada.

En muchos países de bajos ingresos persisten importantes fallos de mercado, así como, niveles reducidos de desarrollo institucional y regulatorio. Para que este modelo sea viable en estos contextos, sería necesario modificar una serie de condiciones estructurales que con frecuencia no están presentes en estos países.

Para superar estas limitaciones, pueden identificarse varias recomendaciones orientadas a la viabilidad futura de la *blended finance* en países de bajos ingresos.

En primer lugar, resulta fundamental que los organismos internacionales que estudian y analizan la *blended finance* incrementen la transparencia y el acceso de datos empíricos sobre sus proyectos. Una mayor disponibilidad de información permitiría aprender de experiencias anteriores, corregir errores y facilitar la replicabilidad de proyectos exitosos en otros contextos.

En segundo lugar, los principales actores de la *blended finance*, especialmente los actores con mandato de desarrollo desempeñan un papel clave para dar viabilidad a los proyectos en países de bajos ingresos. No obstante, como se ha evidenciado en este trabajo, su capacidad para apoyar a los inversores privados en estos contextos se ve muy limitada por las restricciones regulatorias y calificaciones crediticias. Estos actores deberían reforzar su colaboración con nuevos actores locales con el objetivo de mejorar previamente las calificaciones crediticias de estos mercados.

En tercer lugar, el análisis realizado muestra que los actores estructuran los instrumentos financieros con estrategias basadas en instrumentos de deuda senior en divisa fuerte, aumentando la vulnerabilidad financiera de los países receptores. La recomendación con los arquetipos planteados anteriormente sería diseñar estructuras financieras que tengan en cuenta tanto el horizonte temporal de los proyectos como la sostenibilidad de su carga financiera a largo plazo.

En definitiva, los resultados de este trabajo evidencian que el éxito de la *blended finance* en países de bajos ingresos no depende de la existencia de una única definición ni de una única

metodología para cuantificar la adicionalidad o la concesionalidad. Mas bien, su viabilidad a largo plazo está condicionada por la integración del entorno y actores locales desde las fases iniciales de los proyectos, y de una concepción de la concesionalidad como un mecanismo temporal. Además, todo ello debe ir acompañado de un marco de gobernanza basado en la transparencia y seguimiento continuo que garantice la sostenibilidad a largo plazo.

5.2. Limitaciones

El presente trabajo identifica varias limitaciones que deben tenerse en cuenta al interpretar los resultados.

La diversidad de metodologías y criterios utilizados para estudiar la *blended finance* ha supuesto un reto en el proceso de investigación. Para abordar esta dificultad, el análisis se ha centrado en los autores y organismos más reconocidos en este ámbito, comparando sus enfoques y conclusiones con el objetivo de identificar puntos de consenso que permitieran construir un marco analítico coherente.

Otra de las principales dificultades ha sido la limitada disponibilidad de datos reales sobre la movilización de capital privado en relación con el capital público aportado, en lo que respecta a identificar posibles situaciones de sobresubsidio. Esta limitación se ha encontrado especialmente en el caso de los estudios de las Instituciones Financieras de Desarrollo (IFDs), cuyos proyectos suelen presentar un nivel reducido de datos públicos debido a la confidencialidad.

En cambio, otras organizaciones internacionales que analizan el desarrollo de la *blended finance* como Convergence o la OCDE, proporcionan datos más transparentes y actualizados sobre la evolución de la *blended finance* y del mercado, lo que ha permitido completar parcialmente esta falta de información inicial.

También, se ha identificado una escasez de literatura académica centrada específicamente en el análisis de la *blended finance* en países de bajos ingresos.

Por último, en relación con el *scorecard* desarrollado en este trabajo, hubiese sido interesante poder contrastar las puntuaciones asignadas con la opinión de expertos del sector. En

ausencia de este contraste, las puntuaciones deben interpretarse como una herramienta orientativa, basada en la literatura revisada y en el análisis de los capítulos 2, 3 y 4.

5.3. Futuras líneas de investigación

A partir de estas limitaciones identificadas, se abren diversas oportunidades para futuras líneas de investigación en el ámbito de la *blended finance*, especialmente en lo relativo a la movilización real de capital concesional por parte de las IFDs en países de bajos ingresos, profundizando en las condiciones institucionales y regulatorias que podrían modificarse.

Finalmente, los arquetipos propuestos en el capítulo 4, como posibles modelos de financiación podrían desarrollarse y validarse mediante la colaboración con profesionales en el sector, perfeccionando sus criterios de evaluación o incluso ponerlos a prueba en un proyecto específico en un país de bajos ingresos para analizar si sería viable en contextos reales.

Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado

ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, Carla Kistner Urda, estudiante de Derecho y Administración de Empresas (E-3), de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "La adicionalidad de la *blended finance*", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. **Brainstorming de ideas de investigación:** Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
2. **Crítico:** Para encontrar contra-argumentos a una tesis específica que pretendo defender.
3. **Referencias:** Usado conjuntamente con otras herramientas, como Science, para identificar referencias preliminares que luego he contrastado y validado.
4. **Metodólogo:** Para descubrir métodos aplicables a problemas específicos de investigación.
5. **Estudios multidisciplinares:** Para comprender perspectivas de otras comunidades sobre temas de naturaleza multidisciplinar.
6. **Constructor de plantillas:** Para diseñar formatos específicos para secciones del trabajo.
7. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
8. **Sintetizador y divulgador de libros complicados:** Para resumir y comprender literatura compleja.

9. **Generador de problemas de ejemplo:** Para ilustrar conceptos y técnicas.
10. **Revisor:** Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.
11. **Traductor:** Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 23 de marzo de 2026.

Firma: Carla Kistner Urda

CAPÍTULO 6. BIBLIOGRAFÍA

-Attridge, S. (2022). The potentials and limitations of blended finance. En D. Schoemaker y U. Volz (Eds.), *Scaling up sustainable finance and investment in the global South* (pp.90-100). CEPR Press.

<https://cepr.org/publications/books-and-reports/scaling-sustainable-finance-and-investment-global-south>

-Attridge, S., & Engen, L. (2019). *Blended finance in the poorest countries: The need for a better approach*. Overseas Development Institute (ODI).

<https://hdl.handle.net/10419/206745>

-Ben Slimane, M., Dumas, J-M., Lekhel, A., y Roncalli, T. (2025). *A framework for structuring a blended finance fund*. Amundi Investment Institute.

http://www.thierry-roncalli.com/download/Blended_Finance_Working_Paper.pdf

-Blended Finance Taskforce. (2018). *Better finance, better world*. Business & Sustainable Development Commission y SYSTEMIQ. <https://www.blendedfinance.earth/better-finance-better-world>

-Carter, P., y Plant, M. (2020). *The subsidy sorting hat*. Center for Global Development.

<https://www.cgdev.org/publication/subsidy-sorting-hat>

-Carter, P., Van de Sijpe, N., y Calel, R. (2018). *The elusive quest for additionality* (Working Paper 495). Center for Global Development.

<https://www.cgdev.org/publication/elusive-quest-for-additionality>

-Convergence. (s.f.). *Blended finance*. <https://www.convergence.finance/blended-finance>

-Convergence Blended Finance. (2024). *State of Blended Finance 2024*.

<https://ppp.worldbank.org/library/state-blended-finance-2024-climate-edition>

-Convergence Blended Finance. (2025). *State of Blended Finance 2025*.

<https://www.convergence.finance/resource/state-of-blended-finance-2025/view/relevant-deals>

-Curbelo, J.L. (2022). Financiación del Desarrollo en el marco de blending. *ICE, Revista de Economía*, (927), 125-245. <https://doi.org/10.32796/ice.2022.927.7486>

-DFI Working Group. (2017). *DFI working group on blended concessional finance for private sector projects: Summary report*. International Finance Corporation (IFC). <https://documents1.worldbank.org/curated/en/846061613401587724/pdf/Summary-Report-2017.pdf>

-Eighteen East (2021). *MOBILIST: The exit-mobilisation opportunity in Africa*. Eighteen East Capital y FCDO. <https://www.mobilistglobal.com/research-data/mobilist-the-exit-mobilisation-opportunity-in-africa/>

-Flammer, C., Giroux, T., y Heal, G. (2024). *Blended Finance* (NBER Working Paper 32287). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w32287>

-Habbel, V., Jackson, E.T., Orth, M., Richter, J., y Harten, S. (2021). *Evaluating blended finance instruments and mechanisms: Approaches and methods* (OECD Development Cooperation Working Paper No. 101). OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/fl1574c10-en>.

-Heinrich, M. (2014). Demonstrating additionality in private sector development initiatives. Donor Committee for Enterprise Development (DCED). https://www.enterprise-development.org/wp-content/uploads/DCED_Demonstrating-Additionality_final.pdf

-Holmegaard, M.P., Narayanan, R., Quartier, B., Mudaliar, A., Schiff, H., y Bass, R. (2018). *The financial performance of impact investing through private debt*. Symbiotics y Global Impact Investing Network (GIIN). <https://thegiin.org/publication/research/private-debt/>

-Horrocks, P., Marshall, C., Thomas, C., Venon, T., Portmann, D., y Okuwobi, W. (2025). *Unlocking local currency financing in emerging markets and developing economies: What role can donors, development finance institutions and multilateral development banks play?* (OECD Development Co-Operation Working Paper No. 117). OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/bc84fde7-en>.

-Iruegas, L. (2019). *Blended Finance Jargon Buster*. Convergence. <https://www.convergence.finance/news/4iJAtdNIAelZLSTnDuCEz9/view>

-Johnston, J. (2019). *Blending with Guarantees: Hope or Hype?* Convergence. <https://www.convergence.finance/news/5sx7ivKz7eNwZBILNRfN87/view>

-Manilla, R.J. (2018). *Mission, money & markets: Making “cents” of guarantees, the view from a CIO*. Social Investment Practice. <https://kresge.org/news-views/mission-money-markets-making-cents-of-guarantees-the-view-from-a-cio/>

-Mutambatsere, E., y Schellekens, P. (2020). *The why and how of blended finance* (Discussion Paper). International Finance Corporation (IFC). <https://www.ifc.org/en/insights-reports/2020/202011-bf-discussion-paper>

-OECD. (2018). *OECD DAC Blended Finance Principles for Unlocking Commercial Finance for the Sustainable Development Goals*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/dc66bd9c-en>.

-OECD (2023). *Green, social and sustainability bonds in developing countries: The case for increased donor co-ordination*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/1cce4551-en>.

-OECD. (2025). *OECD DAC Blended Finance Guidance 2025: Best Practices in Development Co-operation*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/e4a13d2c-en>.

-Pereira, J. (2017). *Blended finance: What it is, how it works and how it is used*. Oxfam International y Eurodad. <http://hdl.handle.net/10546/620186>

-Schiff, H., y Dithrich, H. (2017). *Scaling the use of guarantees in U.S. community investing* (GIIN Issue Brief). Global Impact Investing Network (GIIN).
<https://thegiin.org/publication/research/guarantees-issue-brief/>

-Van Marwijk Kooij, C., Hoffman, J., y Huisman, J. (2023). *Better guarantees, better finance: Mobilising capital for climate through fit-for-purpose guarantees*. Blended finance Taskforce. <https://www.blendedfinance.earth/better-guarantees-better-finance>

-Winckler Andersen, O., Basile, I., de Kemp, A., Gotz, G., Lundsgaarde, E., y Orth, M. (2019). *Blended finance evaluation: Governance and methodological challenges* (OECD Development Co-Operation Working Paper No. 51) OECD Publishing.
<https://doi.org/10.1787/4c1fc76e-en>.

-Winckler Andersen, O., Hansen, H., y Rand, J. (2021). *Evaluating financial and development additionality in blended finance operations* (OECD Development Co-operation Working Paper No. 91). OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/a13bf17d-en>.

-World Bank. (2015). *From billions to trillions: Transforming development finance post-2015 financing for development: Multilateral development finance*. World Bank.
<https://thedocs.worldbank.org/en/doc/622841485963735448-0270022017/original/DC20150002EFinancingforDevelopment.pdf>