

Comparación entre las Ofertas Públicas Primarias (OPP) y las Initial Coin Offering (ICO)

Erick Alzamora Inoñan [1]

Introducción

En el mundo de los negocios un objetivo esencial de toda empresa es captar fondos para impulsar sus proyectos, en ese sentido, utilizan todas las vías posibles para lograr la tan ansiada financiación. Dentro de esas vías podemos mencionar al mercado financiero, que requiere que la empresa cumpla con una serie de requisitos e invierta en una serie de gastos y costos, que usualmente una empresa emergente no podría cubrir.

Considerando lo mencionado, es necesario preguntarnos ¿qué es lo que pasa con aquellas personas que cuentan con ideas innovadoras, revolucionarias, pero no tienen el capital para hacerlas efectivas? La solución viene desde el lado del crowdfunding, que es considerado como una forma de financiamiento alternativo para apoyar a aquellas empresas emergentes o startups, que no pueden obtener capital desde el financiamiento tradicional.

En ese sentido, una modalidad de crowdfunding a estudiar en este artículo son las Initial Coin Offering (ICO), y para entender su funcionamiento hemos visto propicio hacer una comparación con otro medio de financiamiento como son las Ofertas Públicas Primarias (OPP), teniendo en cuenta el emisor de la oferta, el proceso de emisión, las características de la emisión, los derechos adquiridos por los inversionistas y su regulación.

Historia

Para empezar con este recorrido comparativo resulta importante detenernos en precisar cuál es el origen de cada oferta, es así que para el caso de la OPP debemos remontarnos a la edad media, precisamente a las ferias medievales del siglo XV en donde se invitaba al público para que puedan realizar la compra y venta de valores. Posteriormente, a inicios del siglo XVII podemos ver el nacimiento de la denominada bolsa de valores en la ciudad comercial de Ámsterdam[2].

Por el lado de la ICO, su origen es más reciente, data de la edad contemporánea, configurándose como parte de la disrupción en la industria financiera[3]. Es así que, a mediados del 2013 J.R. Willett, un licenciado en ciencias de la computación, se veía en la imperiosa necesidad de recaudar fondos para realizar un protocolo denominado MasterCoin, que pretendía mejorar la criptomoneda Bitcoin, creando y comercializando tokens fácilmente. Para tal fin, prosiguió con la creación de la primera ICO recaudando 5,000.000 dólares y haciendo realidad su proyecto exitoso, hoy llamado Omni Layer[4]. Posteriormente, el uso de la ICO fue frecuente y hasta nuestros días ha permitido recaudar millones de dólares, no teniendo nada que envidiar a los financiamientos tradicionales.

Definición

En el artículo 53° de la Ley de Mercado de Valores se define a la OPP como *“la oferta pública de nuevos valores que efectúan las personas jurídicas”*, esta definición es importante porque nos permite determinar las primeras diferencias y similitudes que existen entre estas dos ofertas, ya que la ICO es considerada por Pacheco (2019) como una *“vía de financiación empresarial”* de tokens que efectúan personas naturales o jurídicas (p. 9).

De este modo, ambas ofertas se constituyen como medios para recaudar fondos y poder financiar sus proyectos de corto, mediano y largo plazo. Sin embargo, existe una primera diferencia, que en la OPP se ofrece a los inversionistas valores mobiliarios como acciones y bonos otorgando derechos económicos y/o políticos de la empresa, en cambio en la ICO se ofrece tokens, que de acuerdo a la utilidad que le otorga el usuario y a la regulación de cada país, pueden ser considerados como valores, otorgando derechos patrimoniales (con los denominados “security

tokens”), derechos de intercambio (con los denominados “payment tokens”) o de utilidad (con los denominados “utility tokens”)[5].

El emisor de la oferta resulta una diferencia importante, puesto que, en la OPP generalmente los emisores son personas jurídicas, y deben cumplir con todos los requisitos determinados por ley, considerándose como ofertas más sofisticadas, debido a los altos costos de emisión. Por el lado de la ICO, su menor costo de emisión hace posible que los emisores sean personas naturales y jurídicas, estos realizan la colocación de tokens, obteniendo financiamiento descentralizado[6], a diferencia de la OPP, en donde se colocan los valores en manos de inversionistas en un menor porcentaje.

Proceso de emisión

Como habíamos adelantado, la OPP requiere realizar todo un proceso para obtener financiamiento, establecido para proteger los intereses de los inversionistas; es así que, a continuación, señalaremos en primer término cómo una empresa puede lograr la tan ansiada colocación de valores en el mercado primario peruano:

- 1) Etapa de organización: La empresa tendrá que determinar si se encuentra en la capacidad de emitir valores, teniendo en cuenta su situación económica, para así cumplir con los requisitos exigidos por ley. Asimismo, tendrá que definir la estructura de la emisión de valores, teniendo en cuenta el plazo de emisión, la contratación de la entidad estructuradora que pueda realizar el contenido del prospecto informativo, entre otros aspectos.
- 2) Etapa de inscripción y registro: Resulta obligatorio que toda empresa inscriba el valor a colocar en el Registro respectivo, así como de registrar el prospecto informativo que contendrá la descripción de los mecanismos de colocación de los valores, es por ello que se resalta su importancia, ya que como se señala en el inciso e) del artículo 25° del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de venta de valores mobiliarios que *“Toda la información utilizada para colocar los valores debe ser incluida en el prospecto informativo y entregada a todos los inversionistas por igual.”*, caso contrario se estaría suspendiendo la oferta hasta su cumplimiento.
Durante esta etapa de verificación para su inscripción, el emisor podrá realizar una pre-colocación de los valores, con fines de poder difundir la colocación de los valores que se realizará posteriormente, es así que se tendrá que brindar la versión preliminar del prospecto informativo a los potenciales inversionistas, comunicar que solo es una pre-colocación y en ningún momento debe existir transferencia de valores.
- 3) Etapa de colocación: Después de culminado el trámite de inscripción con respuesta afirmativa para la oferta, el emisor podrá promover la colocación de valores, cumpliendo con otorgar el prospecto informativo a los inversionistas y a la SMV.
- 4) Etapa de post-colocación: Esta etapa se denomina la etapa de seguimiento, en donde el emisor tendrá que brindar información de la oferta realizada, incorporando como Hechos de importancia, el número total de valores colocados, el prospecto informativo no modificado, informe respecto al cumplimiento de las condiciones de la emisión, entre otros aspectos.

Por otro lado, la ICO se constituye como una vía que permite a empresas emergentes como las startups poder obtener financiamiento a través de la emisión de tokens, el proceso para la emisión no es muy complicado, ya que en la mayoría de países no es evaluado por un regulador o supervisor, y por tanto sus requisitos no son tan sofisticados como el de la OPP, sin embargo, es necesario que se brinde de igual forma toda la información posible a los potenciales inversionistas, con el fin de poder evaluar si es viable invertir en el proyecto; a continuación se mencionará cómo se logra obtener financiamiento mediante la emisión de los activos digitales o tokens:

1. Etapa de organización: El promotor tendrá que estructurar el proyecto a realizar, considerando qué tipo de tokens es el que se va a emitir y por tanto la contraprestación a las inversiones, así como el plazo de emisión, el número máximo de tokens a emitir y la información relevante del proyecto a realizar. Dicha información preliminar se presenta en plataformas virtuales como Bitcoin Talk, anunciando la intención de emitir la ICO para recaudar fondos.
Posteriormente, es importante que la información relevante del proyecto, como el plan de negocio, la información de los promotores, los aspectos técnicos de la ICO, pueda ser incorporada en documentos denominados White Paper y Yellow Paper, de manera que, los inversionistas puedan analizar cómo el emisor realizará la ejecución del proyecto y si ésta generará rentabilidad en un futuro.
2. Etapa de emisión de tokens: En esta etapa acontecen dos subetapas: i) Subetapa de preventa, en donde los promotores ofrecen los tokens emitidos a un grupo reducido de inversores institucionales, a quienes se les ofrece bonos de tokens adicionales si es que compran un paquete grande de tokens; ii) Subetapa de venta: Culminada esta subetapa preliminar, se puede difundir públicamente la emisión de la ICO, con el fin de poder llegar a un público general de inversores nacionales o internacionales.

Derechos adquiridos por los inversionistas

Oferta Pública Primaria (OPP)

El artículo 4° de la Ley del Mercado de Valores señala que una Oferta Pública es una *“invitación adecuadamente difundida, que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general, o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios”*.

En esa misma línea, la oferta pública se considera primaria cuando los valores se emiten por primera vez, existiendo así diferentes modalidades de colocación como el Régimen General (mayores requerimientos de información y requisitos), el Mercado Alternativo de Valores (menores requerimientos de información y requisitos) y el Mercado de Inversionistas Institucionales (menores requisitos y exigencias de colocación).

En ese sentido, en estos mercados participan empresas ya constituidas, que tienen una estructura definida y conformada con activos y clientes, requiriendo realizar la oferta con el fin de obtener financiamiento para continuar o ampliar sus negocios.

A nivel nacional diferentes empresas han colocado valores por primera vez, un ejemplo de ello es la empresa Agrícola y Ganadera Chavín de Huantar, quien realizó una colocación primaria por \$ 500,000 en el Mercado Alternativo de Valores.

A nivel internacional tenemos el caso de la empresa china Alibaba, quien por primera vez salió a la Bolsa de New York realizando una de las más grandes Ofertas Públicas Iniciales de la historia, siendo que en septiembre de 2014 logró colocar el 13% de sus acciones, recaudando 21,800 millones de dólares.

Listar en bolsa fue una decisión acertada, ya que le permitió a Alibaba obtener financiamiento para expandir su empresa a diferentes países, mediante la compra de negocios, asimismo otorgó diferentes derechos a los inversionistas, los cuales según el prospecto entregado a la Comisión de Bolsa y Valores de EE.U.U o Securities and Exchange Commission (SEC) son los siguientes:

- Dividendos: *“Los tenedores de nuestras acciones ordinarias tienen derecho a los dividendos que pueda declarar nuestro consejo de administración”*
- Derecho al voto: *“Cada acción ordinaria tiene derecho a un voto en todos los asuntos sobre los que las acciones ordinarias tienen derecho a votar”*

“Nuestros accionistas que no sean residentes de las Islas Caimán pueden tener y votar libremente sus acciones ordinarias.”[7].

Initial Coin Offering (ICO)

Como señala el autor Berdejo (2019) la Initial Coin Offering (ICO) es una “*modalidad de crowdfunding*” (p. 25), que se direcciona a permitir que empresas emergentes o startups puedan obtener financiamiento para impulsar un proyecto, que generalmente se caracteriza como innovador; para tal fin, el emisor necesita convencer a un conjunto de inversores, que en ocasiones traspasan el ámbito geográfico en que se encuentra, por medio de los derechos ofrecidos por el tipo de token a emitir. Sin embargo, si bien las ICOs surgieron como un medio de apoyo para aquellas empresas que les era imposible obtener financiamiento en el mercado financiero o bursátil, éstas hoy en día son utilizadas por empresas ya constituidas en el mercado como en el caso de Kodak, quien creó una criptomoneda llamada KodakCoin, mediante su ICO lanzada en el 2018, con el fin de que ésta sea utilizada por fotógrafos de todo el mundo.

En esa misma línea, una de las ICOs más grandes de la historia ha sido la del servicio de mensajería Telegram Group Inc., quien logró recaudar 1,700 millones de dólares mediante dos rondas de la ICO lanzada en febrero y marzo de 2018. Como habíamos señalado de forma preliminar, el emisor puede realizar una preventa de tokens para solo ciertos inversionistas y posteriormente lanzar la ICO hacia un público en general; en esta ocasión la empresa optó por la primera opción, es decir lanzó su oferta a 171 compradores iniciales de todo el mundo, logrando superar los 620 millones de dólares que requería para continuar con el proyecto (según el White Paper de la ICO)[8].

La idea de Telegram revolucionó el mercado de las criptomonedas, ya que su proyecto consistía en crear su propia red de blockchain denominada TON y así competir con otras criptomonedas como Bitcoin o Ethereum, deseando con ello generar transacciones monetarias de manera inmediata.

Como se puede apreciar esta ICO es una oferta privada, ya que fue colocado a ciertos inversionistas con un alto patrimonio y que están acreditados como inversores en la Comisión de Bolsa y Valores de EE.U.U o Securities and Exchange Commission (SEC), obteniendo por su participación los siguientes derechos señalados en el White Paper:

- *“Poder de voto requerido para apoyar u oponerse a cambios en los parámetros del protocolo.”*
- *“Participaciones depositadas a validadores, por validar transacciones y generar nuevos bloques y monedas”*
- *“Pago para servicios proporcionados por aplicaciones creadas en la plataforma (Servicios TON)”, etc.*

Teniendo en cuenta estos derechos, podremos señalar el tipo de token emitido durante la ICO de Telegram, así consideramos que el token Gram brinda derechos de utilidad (“utility token”), ya que posibilita a que los usuarios puedan utilizar la plataforma que se va a desarrollar, así como ser utilizado como un medio de pago (“payment token”), ya que permite a los usuarios adquirir servicios utilizando el token emitido.

Regulación

Resulta importante detenernos en este punto para señalar la regulación que se viene aplicando sobre las ofertas estudiadas, así tenemos que en Perú las Ofertas Públicas Primarias son supervisadas por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), teniendo todo un cuerpo normativo que dirige a los emisores a su cumplimiento, así tenemos principalmente a la Ley de Mercado de Valores, y al Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores

Mobiliarios, que se caracterizan por exigir que las empresas informen a los inversionistas todo lo referente a los valores a emitir, para así tener un mercado justo, eficiente y transparente.

De este modo las empresas necesitarán capacitarse y requerirán toda una organización que les permita emitir sus valores, ya que no podrán realizar la colocación de valores de forma directa hacia sus inversores, requiriendo la intervención de agentes de intermediación para tal fin.

En los Estados Unidos la SEC cumple un rol importante para la regulación del Mercado de Valores, supervisando las ofertas, conforme a lo establecido en la Ley de Valores o Securities Act de 1933 y por la Ley de Bolsa de Valores o Securities Exchange Act de 1934.

Por otro lado, tenemos la otra cara de la moneda, la poca o ausente regulación de la ICO en diversos países, como por ejemplo en el caso peruano, en donde la SMV emitió un comunicado señalando que las criptomonedas y las ICOs no estaban reguladas en el mercado peruano, siendo esencial que los inversionistas requieran toda la información posible antes de comprar valores en un mercado con alto riesgo.

La regulación se dirige a proteger a los inversionistas, requiriendo que los emisores brinden toda la información posible de la emisión, más que restringir cualquier tipo de operación que pudiera contener cierto nivel de riesgo.

La SEC exige que todo emisor que desea realizar una ICO tenga que informarlo a la autoridad, ya que gracias al Informe DAO del 2017^[9], considera que los tokens emitidos mediante una ICO son valores, y todo aquel que oferte y venda valores en los EE.UU. tendrá que registrarlos.

Conclusión

La acción de regular no se sustenta solo en proteger el patrimonio de los inversionistas, sino también en preservar el orden financiero y monetario del mercado, y así la economía del país; en ese sentido, navegar por un mercado que se encuentra desprotegido, afecto a situaciones relacionadas con el lavado de activos o estafas, resulta muy preocupante.

Un estudio reciente de Europol denominado Evaluación de la amenaza de la delincuencia organizada en Internet^[10] señala que los delincuentes siguen usando el mercado de las criptomonedas para ocultar el origen ilícito de su capital, que se ve muchas veces favorecido, por lo difícil que resulta detectar dichas operaciones, caracterizadas por ser descentralizadas y carentes de supervisión.

Las autoridades vienen trabajando arduamente en la detección de estas actividades ilegales, siendo estas últimas, generadoras de sentimientos de temor y desconfianza en el inversionista, que a su vez imposibilitan a los emisores alcanzar financiamientos oportunos y considerables.

Hoy en día las ICOs se constituyen como una verdadera fuente de financiamiento, y por tanto, los diferentes países han optado por incluirlo como parte de la regulación del financiamiento tradicional, tenemos así el caso de la SEC quien desde el 2017 ha exhortado a los emisores de tokens registrar la ICO, ya que considera que se está ofertando y brindando derechos similares a un financiamiento tradicional, de tal manera que aquellos emisores que no cumplan con este requisito, serán merecedores de sanciones, como en el caso de Telegram, que recibió sanciones monetarias y exhortado a devolver una gran cantidad de dinero obtenido por la ICO realizada, así se terminó oscureciendo la más grande ICO de la historia.

Notamos que los reguladores empiezan a hacer notar su presencia en el mercado de las criptomonedas y sin lugar a dudas, nuestro país no tardará en seguir dicho camino, ya que su aparición sería beneficioso para prevenir actos ilícitos como el lavado de activos o estafas.

^[1] Estudiante de la Universidad Nacional Federico Villareal.

[2] Yánes Campoverde. D.G. (2010) La Oferta Pública de títulos valores en nuestro sistema y análisis comparativo con algunos sistemas latinoamericanos. [Trabajo de graduación previo a la obtención del título de Abogado, Universidad de Azuay de Ecuador.] <http://dspace.uazuay.edu.ec/bitstream/datos/920/1/08000.pdf>

[3] Podemos hacer referencia al término “disrupción” como a la transformación que han sufrido las finanzas en las transacciones, seguridad, tecnología, etc.

[4] Página web Omni Layer: <https://www.omnilayer.org/>

[5] Los security tokens otorgan a su tenedor el derecho de participar en las ganancias del proyecto; payment tokens como derecho a que el tenedor pueda utilizar el token como un medio de pago, se asimila a una criptomoneda; utility tokens otorga a su tenedor el derecho de utilizar el producto o servicio creado por el emisor.

[6] Se hace referencia a que la financiación comprende inversionistas de todo el mundo.

[7] Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos. (18 de septiembre de 2014). *Prospecto de Alibaba Group Holding Limited*. https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1577552/000119312514347620/d709111d424b4.htm#toc709111_21

[8] Relayto. White Paper de Telegram. <https://relayto.com/relayto/telegram-open-network-ton-ico-whitepaper-6kf4rycn/pdf>

[9] Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos. (25 de julio de 2017). Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO. <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>

[10] Para mayor información: <https://www.europol.europa.eu/publications-events/main-reports/internet-organised-crime-threat-assessment-iocta-2021>

Bibliografía general

- 1) Berdejo, P. R. (2019). El uso de criptomonedas en crowdfunding y en otras estrategias de negocio para promover el crecimiento empresarial internacionalmente. *Review of Global Management*, 4(1), 24-31. <https://doi.org/10.19083/rgm.v4i1.917>
- 2) Pacheco Jiménez, M. N. (2019). De la tecnología blockchain a la economía del token. *Derecho PUCP*. (83), 61-87. <https://doi.org/10.18800/derechopucp.201902.003>
- 3) De Biase, P y Mayor, J. (2017). Initial Coin Offerings (“ICOs”): un estudio sobre una nueva forma de financiación en la era digital. https://www.incari.org/upload/Anuario2017/Art04_A2017.pdf
- 4) Rocca, L.(2017). *El mercado de valores en fácil*. Pontificia Universidad Católica del Perú. <https://repositorio.pucp.edu.pe/index/handle/123456789/170676>
- 5) Piaggio Torre Tagle, E. (2010). La oferta pública primaria de valores. *THÉMIS-Revista de Derecho* (40), 71-85. <http://repositorio.pucp.edu.pe/index/handle/123456789/108210>
- 6) Arrús Bellido, O. y Gutiérrez Vega, M. J. (2014). ¡Yo no fui!: Sobre la responsabilidad de las Entidades Estructuradas en las Ofertas Públicas de Valores en el Perú. *IUS ET VERITAS* (49), 240-253. <http://repositorio.pucp.edu.pe/index/handle/123456789/123010>

Fecha de recepción: 20.07.21

Fecha de publicación: 06.02.22