

Mercantil

# Control administrativo de la publicidad sobre criptoactivos: la Circular 1/2022 de la CNMV

En la Circular 1/2022, la Comisión Nacional del Mercado de Valores regula la publicidad sobre criptoactivos como objeto de inversión y somete al régimen de comunicación previa las campañas de publicidad comercial masiva.

## REYES PALÁ LAGUNA

Catedrática de Derecho Mercantil de la Universidad de Zaragoza

Consejera académica de Gómez-Acebo & Pombo

### 1. Introducción

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV o la «Comisión») ha hecho uso de la habilitación normativa contenida en el apartado primero del artículo 240 bis de la Ley del Mercado de Valores (LMV) —precepto añadido por el Real Decreto Ley 5/2021, de 12 de marzo, en virtud del cual la Comisión «podrá someter a autorización u otras modalidades de control administrativo, incluida la introducción de advertencias sobre riesgos y características, la publicidad de criptoactivos u otros activos e instrumentos presentados como objeto de inversión, con una difusión publicitaria comparable, aunque no se

trate de actividades o productos previstos en esta ley. La CNMV desarrollará mediante circular, entre otras cuestiones, el ámbito subjetivo y objetivo y las modalidades concretas de control a las que quedarán sujetas dichas actividades publicitarias»— y ha aprobado la Circular 1/2022, de 10 de enero, relativa a la publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión (BOE de 17 de enero). Conforme a la disposición final segunda, la norma entrará en vigor el próximo 17 de febrero.

Con carácter previo ha de mencionarse que la realización de publicidad sobre criptoactivos con infracción de lo dispuesto en el artículo 240 bis de la Ley del Mercado

de Valores «o de sus normas de desarrollo» puede ser tipificada como infracción grave conforme al artículo 292.4 de dicha ley, también modificado en este punto por el Real Decreto Ley 5/2021.

Esta Circular 1/2022 recoge algunas previsiones en materia de publicidad ya contenidas en la Circular 2/2020, de 28 de octubre, sobre publicidad de los productos y servicios de inversión, adaptándolas en su caso a las particularidades de los criptoactivos como objeto de inversión. Por otra parte, son pocos los cambios introducidos en el texto final de la Circular 1/2022 respecto a la propuesta hecha pública por el supervisor el 14 de junio del 2021, aunque algunos de ellos sean de cierto calado, como veremos más adelante.

La Circular 1/2022 contiene siete normas incorporadas en tres capítulos rubricados «Disposiciones generales», «Control de la publicidad» y «Supervisión de la actividad publicitaria», respectivamente, dos disposiciones finales y dos anexos; el primer anexo está dedicado a los principios y criterios generales en materia de publicidad sobre criptoactivos y el segundo identifica tres tipos de riesgos asociados a estos activos: su consideración de producto de alto riesgo, los riesgos propios de la tecnología y los riesgos legales, riesgos de los que se habrá de informar a los inversores.

Quizá la premura en su publicación tras el dictamen del Consejo de Estado, a la vista de la creciente presencia de los criptoactivos en nuestro sistema financiero, haya provocado que, si bien en el preámbulo de la norma se lea que «[l]a presente circular consta de siete normas, una disposición final y dos anexos», en realidad se incluyen dos disposiciones finales: la ya citada disposición final segunda (entrada en vigor de

la norma) y una disposición final primera en la que la Comisión Nacional del Mercado de Valores se habilita a sí misma (al Consejo) para que motivadamente pueda elevar la cifra utilizada como referencia para calificar de *masivas* las campañas publicitarias, campañas masivas definidas en la norma 2c como las dirigidas a más de cien mil personas y que requieren comunicación previa a la Comisión (norma 6.1). Puesto que la ley no puede tener una interpretación que lleve al absurdo, probablemente la razón de esta disposición final primera no sea otra que convertir en un acto administrativo lo que sería un procedimiento de modificación normativa; de esta forma se evita acudir a la modificación de la circular respecto al umbral de cien mil personas para calificar una campaña publicitaria de masiva y, por delegación en el presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores o en el Comité Ejecutivo, pueda elevarse el referido umbral con rapidez a la vista de la realidad sobre la que opera la norma: piénsese por ejemplo en los foros de internet o los *influencers* que en poco tiempo pueden ganar un número elevado de seguidores. Elevar el umbral de los destinatarios de la publicidad sobre criptoactivos por decisión de un órgano de la Comisión permitirá reducir con mayor celeridad la carga de trabajo del supervisor respecto al régimen de las comunicaciones previas de las campañas publicitarias masivas a las que se refiere la norma 6 de la circular.

El objeto de la Circular 1/2022, como se indica en su norma 1, es el de «desarrollar las normas, principios y criterios a los que debe sujetarse la actividad publicitaria sobre criptoactivos, y en particular delimitar el ámbito objetivo y subjetivo de aplicación, así como las facultades de la CNMV en materia de supervisión y control de la publicidad de criptoactivos, de conformidad

con lo previsto en el artículo 240 *bis* del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores». Por *actividad publicitaria* se entiende (norma 2.1a) toda forma de publicidad de acuerdo con el artículo 2 de la Ley General de Publicidad, con independencia de los medios de comunicación, soportes y formatos publicitarios en los que se realice; la remisión a la Ley General de Publicidad implica que aquélla ha de efectuarse con el fin de promover «de forma directa o indirecta la contratación de bienes muebles o inmuebles, servicios, derechos y obligaciones», esto es, con fines comerciales, por parte de los sujetos a los que se refiere la norma 4 de la circular, a los que nos referiremos más adelante.

## 2. **Ámbito objetivo de aplicación: la amplitud del concepto de ‘criptoactivo’ como objeto de inversión**

La norma 2e define el *criptoactivo* como la «representación digital de un derecho, activo o valor que puede ser transferida o almacenada electrónicamente, utilizando tecnologías de registro distribuido u otra tecnología similar», en línea con la definición que se ofrece en la Propuesta de Reglamento relativa a los mercados de criptoactivos (MiCA). Si bien pudiera entenderse lo contrario, en nuestra opinión es un acierto que la circular no descienda a mayores concreciones, como hace la propuesta de reglamento europeo (MiCA), que distingue entre ficha referenciada a activos (*asset-referenced token*), ficha de dinero electrónico (*e-money token*) y ficha de servicio (*utility token*), para de esta forma establecer un ámbito de aplicación que prescinda de la clase de criptoactivo y se centra en la aptitud del *token* para ser objeto de inversión.

La norma 3 sujeta a lo previsto en la Circular 1/2022 «la actividad publicitaria sobre

criptoactivos que sean objeto de inversión». Y en todo caso se presume que se ofrece un criptoactivo o se llama la atención sobre él como posible objeto de inversión «cuando se promueva su adquisición o se haga cualquier referencia a su rentabilidad, precio o valor, actuales o futuros, que pudiera sugerir una oportunidad de invertir en dicho criptoactivo, *aun cuando eventualmente puedan ser utilizados como medio de cambio*» (cursiva nuestra, al ser esta frase novedad respecto al proyecto de la circular. Parece que con ello se quiere incluir en el ámbito objetivo la publicidad sobre los criptoactivos que son utilizados como medio de cambio, pero que pueden llegar a considerarse inversiones por la previsible amplitud de su uso. Piénsese en los criptoactivos de uso limitado en los cada vez más frecuentes metaversos o realidades virtuales o en los supuestos en que se ofrecen criptomonedas no como inversión, sino como activos digitales que pueden ser utilizados para adquirir otros bienes (medio de pago o de cambio), pero cuya revalorización podría esperarse.

En el apartado 2 de la norma 6, el supervisor delimita el concepto de criptoactivo cuya publicidad queda sometida al régimen de la circular al excluir de su ámbito de aplicación, en primer lugar, varias clases de criptoactivos que son objeto de actividad publicitaria y, en segundo, determinadas actividades con independencia de la naturaleza del criptoactivo.

En el primer grupo (activos exentos), se incluirían los siguientes supuestos:

- a) La publicidad sobre criptoactivos que tengan la naturaleza de instrumentos financieros: en este caso es de aplicación el artículo 240 de la Ley del Mercado de Valores y su normativa de

desarrollo, especialmente la ya citada Circular 2/2020, sobre publicidad de productos y servicios de inversión.

- b) La referida a criptoactivos que por sus características y naturaleza no sean susceptibles de ser objeto de inversión; muchos *utility tokens* podrían adscribirse a esta clase de criptoactivos.
- c) La publicidad sobre criptoactivos cuyo único uso sea el acceso digital a un producto o servicio y sea aceptado únicamente por su emisor o por un conjunto limitado de proveedores comerciales con los que el emisor mantiene una relación contractual, siempre que no se ofrezcan expectativas de revalorización y el volumen ofertado y condiciones de la oferta sean acordes con los derechos efectivos que ofrecería el criptoactivo. En una primera aproximación, el cumplimiento de estas condiciones permitiría someter a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores la publicidad sobre los criptoactivos que se utilizan únicamente en metaversos o incluso sobre *utility tokens*.
- d) La publicidad relativa a los conocidos como NFT (*non-fungible tokens*), criptoactivos únicos y no fungibles cuando «representen activos coleccionables, obras con propiedad intelectual o activos cuyo único fin sea su utilización en juegos o competiciones, de forma que no sean ofrecidos masivamente como mero objeto de inversión».

En el segundo grupo (actividades exentas), la circular incluye las siguientes:

- a) La documentación explicativa de una nueva emisión de criptoactivos (*white paper*). En derecho español no existe

obligación de elaborar un documento explicativo de una emisión de *tokens*, lo que sí está previsto en la Propuesta de Reglamento MiCA (art. 5). A este *white paper* se ha referido, por ejemplo, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) en su Informe sobre *Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, de 9 de enero del 2019. De manera similar a las ofertas públicas de suscripción o venta de valores que requieren folleto informativo, las emisiones de *tokens* se acompañan en la práctica de un «folleto» o *white paper* en el que se detallan las principales características de los criptoactivos y las condiciones de la emisión. El objeto de la circular no es la supervisión del contenido de este documento explicativo, sino de la actividad publicitaria sobre criptoactivos.

- b) Las campañas publicitarias corporativas, esto es, las que contienen exclusivamente información genérica sobre un sujeto obligado o su objeto social, destinadas a darse a conocer al público, siempre que no se haga referencia a los criptoactivos o a la prestación de servicios sobre ellos y que cualquier mensaje publicitario que se incluya en la página web del sujeto obligado se ajuste a las normas que contiene esta circular.
- c) La documentación o informaciones que se proporcionen en presentaciones dirigidas únicamente a analistas o inversores institucionales, ya por el emisor, ya por terceros que actúen por cuenta de éste, con el propósito de conocer el interés de los inversores institucionales en una emisión de criptoactivos (lo que se conoce como *road show* en el caso de los valores mobiliarios).

- d) Las publicaciones de los analistas financieros o comentaristas independientes sobre criptoactivos que no estén patrocinadas o promocionadas, se entiende, por los sujetos obligados por la circular, aunque este extremo no se concreta en la norma.
- e) La publicidad sobre seminarios técnicos, cursos y jornadas sobre criptoactivos siempre que no fomenten la inversión en ellos. Aclara el supervisor que, si estos seminarios «se proporcionan de manera gratuita o por un precio simbólico y son promovidos o celebrados por los sujetos obligados de esta norma o partes vinculadas con ellos, se presumirá que tienen como fin promover dicha inversión y quedarán sometidos al régimen de la presente circular».

### 3. **Ámbito subjetivo: quiénes realizan actividades publicitarias sobre criptoactivos**

La norma 4 de la circular delimita con amplitud el elenco de los sujetos obligados. Como cláusula de cierre, su contenido será aplicable a cualquier persona física o jurídica «que realice por iniciativa propia o por cuenta de terceros una actividad publicitaria sobre criptoactivos». Y concreta dos grupos de sujetos en sus letras *a* y *b*: los proveedores de servicios sobre criptoactivos cuando realicen actividades publicitarias y los proveedores de servicios publicitarios. Ha de acudir nuevamente a las definiciones contenidas en la norma 2 para precisar estos conceptos.

Así, por *proveedores de servicios sobre criptoactivos* ha de entenderse cualquier persona física o jurídica cuya actividad profesional o empresarial consista en proveer uno o varios servicios sobre criptoactivos a terceros. El listado de los servicios sobre

criptoactivos prestados con carácter profesional, recogido en el apartado *j* de la norma 2 es ejemplificativo: la negociación de criptoactivos en plataformas, su compra, venta o permuta, el asesoramiento sobre inversión en criptoactivos, la gestión de carteras de estos activos digitales, cualquier forma de remuneración de los criptoactivos y, como cláusula de cierre, «cualesquiera otros servicios o actividades que tengan por objeto la comercialización de criptoactivos».

Por *proveedor de servicios publicitarios*, además de la referencia expresa a los *influencers* («personas físicas que se perciban como influyentes o expertos en redes sociales o medios de difusión audiovisual que mediante programas de referidos [*affiliate programs*], promociones o comisiones percibidas de cualquier tipo [*affiliate marketings*], divulguen contenido promocionado señalando las ventajas de los criptoactivos como inversión»), la letra *h* de la norma 2 incluye a los terceros que realizan «un proceso, servicio o actividad para otro sujeto obligado, o vinculado al mismo, en el ámbito de la actividad publicitaria con arreglo a un contrato publicitario, según se regula en la Ley 34/1988, de 11 de noviembre, General de Publicidad, un contrato de prestación de servicios o un acuerdo de externalización». El objetivo es abarcar el mayor elenco posible de sujetos que realizan actividades publicitarias por cuenta de terceros —nótese que sin excluir expresamente a las que se efectúen con carácter gratuito—.

### 4. **El contenido y formato del mensaje publicitario sobre criptoactivos como objeto de inversión**

Bajo la rúbrica quizá no demasiado apropiada de «control de la publicidad» —probablemente por mimetismo con la

Circular 2/2020—, en la norma 5 de la Circular 1/2022 se impone a quien realice actividades publicitarias sobre criptoactivos como objeto de inversión la obligación de ajustar el contenido de la publicidad a las previsiones de su anexo I, en donde se recogen los principios y criterios generales de esta publicidad, siguiendo, con las adaptaciones necesarias derivadas de la naturaleza de los criptoactivos, las previsiones recogidas en el anexo I de la Circular 2/2020, de 28 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre publicidad de los productos y servicios de inversión.

En algunos casos se establece con mayor detalle el modo en el que deberá darse determinada información; por ejemplo, en el apartado 8 del anexo I se lee lo siguiente:

Cuando en las comunicaciones comerciales emitidas a través de medios digitales o redes sociales se incluya información relevante en imágenes, vídeos u otros recursos visuales, sonoros o audiovisuales a fin de superar la limitación de espacio o tiempo, se promoverá su visionado por el destinatario incluyendo indicaciones expresas en el mensaje publicitario (como «pincha en la imagen» o «consulta esta dirección para obtener más información», o bien un código QR o fórmulas similares), e incluir [sic] el siguiente mensaje: «Es importante leer y comprender los riesgos de esta inversión que se explican detalladamente en esta ubicación».

Las comunicaciones comerciales —que, como toda forma de publicidad, deberán respetar lo establecido en la Ley General

de Publicidad y en la Ley de Competencia Desleal—, así como las demás normas reguladoras de la publicidad (normas «de general aplicación», se lee en el preámbulo de la circular), han de incluir, si procede, información sobre los riesgos del producto conforme al anexo II de la Circular 1/2022. Además, habrá de insertarse «con formato y posición que garantice su relevancia dentro de la pieza publicitaria» el siguiente mensaje de advertencia: «La inversión en criptoactivos no está regulada, puede no ser adecuada para inversores minoristas y perderse la totalidad del importe invertido» (norma 5.2).

## 5. La supervisión de la actividad publicitaria por la Comisión Nacional del Mercado de Valores

Esta materia aparece regulada en las dos últimas normas de la circular. El principio general es que la actividad publicitaria dirigida a inversores en España no requerirá comunicación previa a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, excepto en el caso de campañas publicitarias masivas (las dirigidas a más de cien mil personas —utilizando cualquier medio publicitario—). Ahora bien: el supervisor se cubre las espaldas estableciendo lo siguiente en la norma 6.1: «No obstante, y aun cuando no se trate de campañas publicitarias masivas en sentido estricto, se podrá exigir a determinados sujetos obligados esta comunicación previa para todas sus campañas publicitarias, cuando así se considere por el impacto que pudieran tener en el público objetivo». Ello no deja de plantear una incertidumbre respecto al ámbito subjetivo de aplicación del régimen de la comunicación previa.

Se recoge expresamente la competencia de la Comisión para requerir a los sujetos obligados «información específica sobre

las campañas o piezas publicitarias con el fin de valorar el cumplimiento de los requisitos exigidos en esta circular. Este tipo de requerimientos deberá ser atendido por el sujeto obligado en un plazo de tres días hábiles».

Se establece la obligación para los sujetos obligados de mantener un registro respecto a la campaña publicitaria en curso y a las realizadas en los últimos dos años que deberá comprender la información detallada en la norma 6.3; asimismo, habrán de custodiar un ejemplar sobre todas las piezas publicitarias (incluidas las aclaraciones y advertencias legales) difundidas durante la campaña, en formato original o en un formato electrónico que permita su reproducción. Además, en este registro interno han de conservarse los datos relativos a la identificación de los proveedores de servicios publicitarios y a los contratos o acuerdos publicitarios celebrados.

En desarrollo de lo previsto en el artículo 240.2 bis de la Ley del Mercado de Valores, que habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que ejerza acciones con objeto de conseguir la cesación o rectificación de la publicidad que resulte contraria a las disposiciones de la Circular 1/2022 o que, en general, deba reputarse ilícita conforme a las normas generales en materia publicitaria, se detalla el procedimiento en caso de recibir el sujeto obligado un requerimiento de cese o rectificación por la Comisión. Los plazos son breves (dos días hábiles para la presentación de alegaciones, si bien el supervisor podrá establecer un plazo de respuesta diferente en función de determinadas circunstancias). En el supuesto de que la resolución que ponga fin al procedimiento confirme el requerimiento de cese o rectificación en todos o algunos de sus términos, el sujeto obligado deberá

cumplirlo en el plazo máximo de dos días hábiles, salvo que la Comisión Nacional del Mercado de Valores establezca un plazo distinto en la notificación.

Especial interés tiene el régimen establecido en la norma 7 de la Circular 1/2022 para las campañas de comunicación masiva, tan frecuentes en las redes sociales. Estamos ante un régimen peculiar de comunicación previa, dado que el plazo que se concede para poder iniciar la campaña publicitaria es de diez días desde la presentación de la comunicación, cuando lo habitual al amparo del régimen de comunicación previa sea que la actividad pueda iniciarse al día siguiente. Además, se introduce una salvaguardia en la actividad supervisora de la Comisión sobre estas campañas publicitarias masivas desde el momento en el que se afirma en dicha norma 7 que «[e]n ningún caso, la falta de respuesta de la CNMV durante el plazo transcurrido entre la comunicación y el inicio de la campaña implicará que la CNMV considere que la campaña cumple con todas las normas contenidas en esta circular».

La presentación de la comunicación previa habrá de ajustarse al modelo que la Comisión Nacional del Mercado de Valores incluya al efecto en su página web e incorporar la documentación indicada en la norma 7.2, documentación que deberá ser suficiente para permitir valorar el alcance y el impacto que pueda tener entre el público la campaña de publicidad masiva: los datos generales de la campaña (detalle de los criptoactivos objeto de la campaña o de los servicios que van a publicitarse, descripción del público objetivo y relación de los medios de comunicación y soportes publicitarios utilizados para su difusión) y la información específica sobre las piezas publicitarias [un ejemplar de todas las piezas publicitarias

con distinto mensaje («incluyendo las aclaraciones o advertencias legales y sobre los riesgos») o formato (cuña de radio, anuncio televisivo, *banner*, cartelería, etc.) que se pretendan difundir durante la campaña, en el formato original o en un formato electrónico que permita su lectura o reproducción].

La falta de presentación de esta comunicación previa determinará la imposibilidad de continuar la actividad publicitaria afectada desde el momento que se tenga constancia de tales hechos, sin perjuicio de las responsabilidades a que hubiera lugar.

La norma 2c de la Circular 1/2022 recoge los criterios de medición para valorar si la campaña publicitaria tiene la condición de masiva por dirigirse a más de cien mil personas:

- En la televisión y la radio, la audiencia de los programas en número de espectadores y de oyentes, respectivamente.
- En la prensa escrita, el número de lectores; en publicidad exterior (mobiliario urbano, medios de transporte u otros soportes), el número de las personas estimadas que visualizarían el mensaje publicitario o, en ausencia de estimación, el número de los empadronados en el municipio en el que se instale esta publicidad exterior.
- En los medios digitales y buscadores, la audiencia y visitantes estimados; en las redes sociales, el más elevado entre el número de los usuarios estimados

en las campañas publicitarias y el número de los seguidores de las cuentas utilizadas.

- Para los vídeos patrocinados, el número de los seguidores del emisor del vídeo.

Estos criterios de medición partirían de la información ofrecida por las fuentes utilizadas de forma amplia en el sector de la publicidad.

## 6. Conclusión

El incremento de las campañas publicitarias sobre criptoactivos, *tokens* digitales con cada vez mayor presencia en el sistema financiero, su escasa regulación en el Derecho español (véase la disposición adicional segunda de la Ley 10/2010), los elevados riesgos implícitos en estas representaciones digitales que pueden ser almacenadas y transferidas por la tecnología de registro distribuido u otras similares y la demora en la aprobación de la propuesta de reglamento sobre mercados de criptoactivos (MiCA) son circunstancias que han llevado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores a regular la publicidad sobre estos activos digitales que no tienen la consideración de instrumentos financieros, cuando se presentan como una oportunidad de inversión. El nuevo régimen parte del previsto para la publicidad de los productos y servicios de inversión en la Circular 2/2020, con las necesarias adaptaciones debidas fundamentalmente a los medios publicitarios empleados para su promoción con fines comerciales e introduce un procedimiento de comunicación previa obligatoria para las campañas de publicidad masiva.