



ALGUNAS CUESTIONES DE INTERÉS EN LA NUEVA CIRCULAR 1/2022 DE PUBLICIDAD SOBRE CRIPTOACTIVOS

Some questions of interest on the new Circular 1/2022 of advertisement on criptoassets

ALEJANDRO LLOPIS BLANQUE

Profesor Ayudante de Derecho Mercantil. Universidad de Alicante
Referencia ORCID: 0000-0002-7455-3252

Revista de Derecho del Sistema Financiero 4
Julio – Diciembre 2022
Págs. 219–240

RESUMEN: El desarrollo, en los últimos años, de la tecnología de la cadena de bloques, ha derivado en el surgimiento de un nuevo conjunto de activos digitales, denominados criptoactivos, cuya naturaleza y funciones son objeto de constante innovación y abarcan una serie de aplicaciones cada vez más variadas. Entre el público en general, destaca su empleo como objeto de inversión, hasta tal punto que la CNMV ha elaborado una Circular, la 1/2022, de 10 de enero, para regular la publicidad que sobre los mismos se realiza. No obstante, en algunos aspectos de esta norma se plantean cuestiones sobre su encaje en el marco normativo nacional y supranacional en el cual se encuadra, tanto en el ámbito de los criptoactivos, principalmente en su relación con las criptomonedas y los instrumentos financieros; así como en el campo publicitario, especialmente en lo referente al ámbito subjetivo de aplicación, la realización de prácticas publicitarias ilícitas por los influencers, y a la carencia de una mención a sistemas de política de comunicación comercial o de autocontrol.

ABSTRACT: The development, in the latest years, of the blockchain technology, has result in the arise of a new set of digital assets, denominated cryptoassets, whose nature and functions are object of constant innovation and scope a serie of applications ever wider. Among the general public, it highlights its use as a way of investing, to such an extent that the CNMV has carried out a Circular, 1/2022, of January the 10th, to regulate the advertising carried out on them. Nevertheless, questions arise in some aspects of this rule about its place within the scope in the national and supranational frame in which it is included, both to the field of cryptoassets, primarily on its relationship with cryptocurrencies and financial instruments; as well as in the advertisement field, especially in reference to the subjective scope of application, the execution of unlawful advertising practices by the influencers, and the lack of mention of systems of commercial communication policies or of self-regulation.

PALABRAS CLAVE: Criptoactivos – Instrumento financiero – Criptomonedas – Publicidad encubierta – Autorregulación.

KEYWORDS: Crypto-assets–Financial instrument– Cryptocurrencies – Surreptitious audiovisual commercial communication – Self-regulation.

Fecha de recepción: 31-1-2022

Fecha de aceptación: 2-6-2022

SUMARIO: I. PREÁMBULO. II. EL CONTEXTO REGULATORIO ACTUAL Y FUTURO. 1. *Primeras actuaciones con respecto a los criptoactivos por parte de las autoridades públicas.* 2. *La regulación de las nuevas tecnologías en el ámbito europeo.* 3. *La regulación de la publicidad financiera en el marco español.* III. LA CIRCULAR 1/2022 DE PUBLICIDAD SOBRE CRIPTOACTIVOS. 1. *Ámbito objetivo y subjetivo.* 2. *Aspectos relacionados con los criptoactivos.* 2.1. *Concomitancia con la normativa sobre criptoactivos e instrumentos financieros.* 2.2. *Relación con las criptomonedas.* 3. *Ámbito publicitario. Actividad publicitaria y ámbito subjetivo. En especial, la publicidad realizada por influencers.* 3.1. *Publicidad encubierta.* 3.2. *Emplazamiento publicitario.* 4. *Régimen de control y de supervisión. Política de comunicación comercial y sistemas de autocontrol.* IV. CONCLUSIONES. V. BIBLIOGRAFÍA.

DOI: <https://doi.org/10.32029/2695-9569.02.07.2022>

I. PREÁMBULO

El presente trabajo tiene por objeto exponer, de forma somera, aquellos aspectos de la Circular 1/2022 de la CNMV, en materia de publicidad sobre criptoactivos, que suscitan más interrogantes. En concreto, se tratarán los relativos a las disposiciones referidas a estos valores virtuales, a los problemas que puede plantear su redacción y a la relación que guarda con la normativa nacional y europea en este campo. Igualmente, se mencionará la inclusión de los denominados influencers dentro del ámbito subjetivo de aplicación del texto, y cuáles son los mecanismos que tanto la propia Circular como el resto de nuestro ordenamiento disponen para evitar que los mismos lleven a cabo prácticas consideradas como publicidad encubierta. Por último, se hará una referencia a las políticas de comunicación comercial y a los sistemas de autocontrol que se contienen en otras disposiciones similares, y cuya omisión en la norma no ha sido justificada.

No obstante, con carácter previo, es necesario indicar cuál ha sido la postura adoptada en los últimos años en lo relativo a los criptoactivos, criptomonedas y blockchain por parte de las autoridades públicas, tanto europeas como nacionales, para así poder conocer los antecedentes del texto examinado y comprender la finalidad de sus preceptos. Igualmente, se han de mencionar las disposiciones y propuestas normativas que componen el marco regulatorio específico al cual se incorpora la Circular; en concreto, las relativas a las nuevas tecnologías en el ámbito europeo, y a la publicidad de productos y servicios financieros en el ordenamiento español.

II. EL CONTEXTO REGULATORIO ACTUAL Y FUTURO

1. PRIMERAS ACTUACIONES CON RESPECTO A LOS CRIPTOACTIVOS POR PARTE DE LAS AUTORIDADES PÚBLICAS

Los criptoactivos se han convertido en los últimos años en un objeto de inversión cada vez más atractivo entre el público¹. Ello, unido a su alta volatilidad y, en muchos casos, a la falta de transparencia acerca de sus características, han llevado a las autoridades de supervisión nacionales y comunitarias a tomar medidas para evitar que se produzcan graves perjuicios tanto para el funcionamiento del mercado financiero, como para los inversores y consumidores.

Una de las primeras actuaciones de relevancia se produjo en mayo de 2016, cuando el Parlamento Europeo emitió una Resolución en la cual ponderaba las principales virtudes y riesgos de las incipientes monedas virtuales, y de la tecnología de cadena de bloques sobre la cual operan². Con el desarrollo de esta nueva tecnología, fue haciéndose cada vez más fácil el intercambio de activos distintos de las criptomonedas, cuya naturaleza y características emulan las de nuestros instrumentos financieros. Ello supuso que los particulares podían organizar sistemas de captación de ahorro privado similares a los mercados de valores, acudiendo a un gran número de inversores de toda condición, pero sin verse constreñidos, en muchos casos, por la normativa aplicable en ese ámbito. Frente a estas nuevas funciones, la primera reacción de las autoridades, tanto europeas como nacionales, fue la de emitir comunicaciones, advertencias e informes, en los cuales volvían a hacer énfasis sobre las características, naturaleza, y falta de regulación de estos activos, con el principal objetivo de proteger e informar a los inversores minoritarios y a los consumidores³.

1. En el año 2020, el 9% de la población española invirtió en este tipo de bienes, y las empresas domiciliadas en España registraron más de 900 millones de euros de inversión en los mismos, según la propia CNMV. Véase “Informe preceptivo del Comité Consultivo sobre el proyecto de Circular de la CNMV sobre publicidad de criptoactivos”, p. 1. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/AlDia/CNMV_Circular_pub_criptoactivos.pdf [fecha de última consulta: 30 de diciembre de 2021].
2. Entre las principales virtudes destacaba la eficiencia que la tecnología de la cadena de bloques aportaba a procesos de registro y transmisión de información y bienes, así como la seguridad en la autenticidad y la conservación digital de dichas operaciones. Como principales riesgos, los ya mencionados sobre la volatilidad, falta de información acerca de los sujetos emisores, e insuficiencia de la normativa existente para regular este fenómeno. Cfr.: “Resolución del Parlamento Europeo, de 26 de mayo de 2016, sobre monedas virtuales”, pp. 3 a 6. Disponible en: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2016-0228_ES.pdf [fecha de última consulta: 13 de diciembre de 2021].
3. Véanse, entre otros, el comunicado conjunto de las autoridades de supervisión europeas “Advertencia. ESMA, ABE y AESPJ advierten a los consumidores de los riesgos de las monedas virtuales”. Disponible en: https://www.esa.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2150185/fa39ee8b-8c76-461f-a547-ca95e44c892e/Joint%20ESAs%20Warning%20on%20Virtual%20Currencies_ES.pdf?retry=1. Asimismo,

Estas acciones marcaron el inicio de la actividad por parte de las instituciones públicas en el ámbito de las nuevas tecnologías y los criptoactivos. Si bien las mismas solo tenían una naturaleza informativa, ya manifestaban la necesidad de elaborar un marco regulatorio que permitiese dotar de seguridad jurídica a todos los operadores de los mercados financieros. Tarea cuyos primeros frutos han surgido, principalmente, desde finales del año 2020.

2. LA REGULACIÓN DE LAS NUEVAS TECNOLOGÍAS EN EL ÁMBITO EUROPEO

“El futuro de las finanzas es digital”. Estas son las palabras con las cuales la Comisión Europea se dirigió al Parlamento, al Consejo, al Eco-soc y al Comité de las Regiones en septiembre del año 2020⁴. La finalidad fundamental de las mismas era hacer públicas sus intenciones de adoptar una estrategia de regulación de las nuevas tecnologías en el marco europeo, buscando la uniformidad normativa en todos los Estados miembro, así como la ya mencionada protección de los intereses de los consumidores y del mercado, y la creación de un espacio común de datos financieros, que mejore su acceso e intercambio.

Esta estrategia se ha concretado, fundamentalmente, en tres propuestas normativas y un Reglamento, referidos a la seguridad en los sistemas de intercambio de información, los criptoactivos y la tecnología de cadena de bloques, así como a la modificación de la normativa de la Unión en materia de instrumentos financieros⁵.

En primer lugar, la Propuesta de Reglamento sobre Resiliencia Operativa Digital del Sector Financiero (en adelante, “DORA”, por sus siglas

ESMA: “Advice. Initial Coin Offerings and Crypto-Assets”. Disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf. Igualmente, EBA: “Report with advice for the European Commission”. Disponible en: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2545547/67493daa-85a8-4429-aa91-e9a5ed880684/EBA%20Report%20on%20crypto%20assets.pdf?retry=1>. En cuanto a las autoridades españolas, destaca el “Comunicado conjunto de la CNMV y el Banco de España sobre criptomonedas y ofertas iniciales de criptomonedas (ICOs)”. Disponible en: <https://www.cnmv.es/loultimo/NOTA%20CONJUNTA%20Arip%20ES%20final.pdf>, las advertencias realizadas en dicho comunicado fueron reiteradas en otro posterior, en febrero de 2021, titulado “Comunicado conjunto de la CNMV y del Banco de España sobre el riesgo de las criptomonedas como inversión”. Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7Be14ce903-5161-4316-a480-eb-1916b85084%7D>. [fecha de la última consulta de todos los enlaces: 13 de diciembre de 2021].

4. Véase Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones sobre una Estrategia de Finanzas Digitales para la UE. COM/2020/591, de 24 de septiembre de 2020, p. 1. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020D-C0591&from=ES> [fecha de la última consulta: 24 de noviembre de 2021].
5. No obstante, a fecha de elaboración de este trabajo (diciembre de 2021), ninguna de las mismas ha sido publicada.

en inglés), de 24 de septiembre de 2020, cuyo objetivo es armonizar el ordenamiento jurídico comunitario en materia de seguridad de las redes y sistemas de información de la UE, para así establecer requisitos idénticos en todos los Estados miembro con respecto a la gestión de riesgos, a la notificación de incidentes graves relacionados con las TIC, al intercambio de información en relación a las ciberamenazas, o las medidas para una buena gestión por parte de las entidades financieras del riesgo de terceros, entre otros campos.

En segundo lugar, el Reglamento sobre el régimen piloto de las infraestructuras del mercado basadas en la tecnología de registro descentralizado⁶ (en adelante, RITRD), que busca colmar las lagunas reglamentarias existentes en lo concerniente a la blockchain (transparencia, fiabilidad, seguridad de los protocolos...), para así poder desarrollar una adecuada regulación para la implementación de sistemas multilaterales de negociación (o “SMN”) basados en la cadena de bloques; tecnología necesaria para poder desarrollar operaciones económico-financieras con criptoactivos.

Junto a ellas, también la Propuesta de Directiva⁷ que modifica, entre otras, la 2014/65 (MIFID II), para incluir, dentro del término “instrumento financiero”, todos aquellos que hayan sido emitidos mediante tecnología de registro distribuido, o “TRD”, así como para establecer un marco más permisivo con las infraestructuras de mercado basadas en dichas tecnologías (relacionándose, por tanto, con el RITRD). Estas infraestructuras tendrían la categoría de SMN, las cuales, previa autorización, y cumpliendo

6. Reglamento (UE) 2022/858 del Parlamento Europeo y del Consejo de 30 de mayo de 2022 sobre un régimen piloto de infraestructuras del mercado basadas en la tecnología de registro descentralizado y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 600/2014 y (UE) n.º 909/2014 y la Directiva 2014/65/UE. En cuanto al empleo del término “descentralizado”, si bien es común su uso como sinónimo de distribuido, algún autor ha precisado que este último término hace referencia a la existencia de varios nodos que sustenten la tecnología de la cadena de bloques, mientras que el de “descentralizado” debe emplearse para aquellas blockchain en las que la relación de poder entre los nodos sea igualitaria. Por ello, aunque todas las blockchain serán distribuidas, algunas de ellas (por lo general, de carácter privado) establecerán una jerarquía de poder entre los nodos validadores, lo que implica que deberán considerarse como centralizadas. Véase PREUKSCHAT, A: “Los fundamentos de la tecnología blockchain” en PREUKSCHAT, A. (Coord.): *Blockchain: La revolución industrial de internet*, Gestión 2000, 2018, pp. 27 a 30. Debe señalarse que, en las versiones de la Propuesta de este Reglamento, si bien en la española se emplea el término “descentralizado”, en otras, como la inglesa, la francesa, la portuguesa, la italiana o la rumana, se utiliza el de “distribuido”. Quizá deba atribuirse, como ya ha indicado alguna autora, a la falta de conocimientos técnicos de los traductores. Cfr. PALÁ LAGUNA, R: “La aplicación de la MIFID II y la teoría del caos”, en *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 24, 2019, p. 4.

7. Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, por la que se modifican las Directivas 2006/43/CE, 2009/65/CE, 2009/138/UE, 2011/61/UE, 2014/65/UE, (UE), 2015/2366 y (UE) 2016/2341, de 24 de septiembre de 2020.

determinados requisitos, podrían permitir a personas físicas como miembros participantes⁸.

Por último, queda mencionar con la propuesta de Reglamento relativa a los mercados de criptoactivos (en adelante, “MICA”, por sus siglas en inglés), de 24 de septiembre de 2020. Esta propuesta afronta la labor de regular este tipo de activos virtuales, los cuales define como una representación digital de valores que puede transferirse o almacenarse mediante la TRD⁹, con el fin de poder proporcionar a las pymes un proceso simplificado de captación de capital, y, al mismo tiempo, configurar un marco normativo que otorgue una protección adecuada a los consumidores, facilitándoles la información necesaria para que puedan conocer las características de estos nuevos valores, así como sus funciones, y los riesgos que acarrear. Para ello, fija su ámbito de aplicación en los emisores o prestadores de servicios relacionados con criptoactivos en la UE, imponiéndoles una serie de deberes en materia de ofertas públicas y publicitarias, de información sobre la emisión (en los denominados “libros blancos”) y estableciendo un régimen de responsabilidad respecto a la información contenida en dichos documentos. Una de las características más reseñables de la propuesta es que realiza una clasificación de tres subcategorías de criptoactivos, junto a la categoría general (que incluye a todos los que no encajen dentro de estas tres), a las cuales aplica normas especiales similares, pero no idénticas: las fichas referenciadas a activos, las fichas de dinero electrónico, y las fichas de servicio.

3. LA REGULACIÓN DE LA PUBLICIDAD FINANCIERA EN EL MARCO ESPAÑOL

La Circular sobre publicidad de los criptoactivos guarda una estrecha relación estructural y teleológica tanto con la Orden EHA/1717/2010, de 11 de junio, como con la Circular 2/2020, de 28 de octubre, de la CNMV, sobre la publicidad de los productos y servicios de inversión.

La primera incluía como su principio clave la protección al inversor, materializada a través de la exigencia a los actores de los mercados de ofrecer información y asumir obligaciones de transparencia. Reconocía el relevante papel que juega la publicidad de los servicios financieros, la necesidad de su regulación por parte de la CNMV, y la idoneidad de los controles voluntarios ejercidos por organismos autónomos para suprimir la publicidad engañosa.

La CNMV, con base a esta Orden y a lo dispuesto en el artículo 240 del TRLMV, que le habilita para reglar la publicidad sobre las actividades contempladas en dicho texto, publicó la mentada Circular 2/2020. En la misma, se volvía a enfatizar la importancia de la publicidad y de la protección de

8. Cfr. Considerandos 6, 7 y 8, así como el artículo 6, que modifica, entre otros, los artículos 4 y 19 de la Directiva 2014/65.

9. Cfr. Artículo 3, apartado 2).

los inversores. Se establecía la consonancia que las campañas de publicidad debían tener con lo dispuesto en la Ley 34/1988, General de Publicidad (en adelante “LGP”) y en la Ley 3/1991, de Competencia Desleal (en adelante, “LCD”). Asimismo, se favorecía la adhesión de los sujetos obligados a sistemas de autorregulación de la actividad publicitaria. En cuanto al sistema de control y regulación, asentado en el principio de no necesitar autorización previa para desempeñar este tipo de actividad, fue cimentado en un doble enfoque: de tipo preventivo, por un lado, a través de normas, principios y criterios que deben cumplir los mensajes publicitarios, y de criterios de organización interna para que la entidad pueda asegurarse del cumplimiento de la norma; y, de tipo correctivo, por otro, llevado a cabo por la propia CNMV, a través del requerimiento del cese o rectificación de la publicidad no ajustada a dicha norma.

Algunas de estas características, como se expondrá más adelante, aparecen reflejadas en la Circular sobre criptoactivos, lo que muestra la conexión entre los tres textos. Además, en la misma se señala que, en caso de que este tipo de bienes sean considerados como instrumentos financieros, la campaña de publicidad que sobre ellos se realice se regirá por lo dispuesto en la Circular 2/2020¹⁰.

III. LA CIRCULAR 1/2022 DE PUBLICIDAD SOBRE CRIPTOACTIVOS

1. ÁMBITO OBJETIVO Y SUBJETIVO

Con carácter previo a la exposición de aquellos aspectos de la Circular que en este trabajo se han considerado de mayor interés, es recomendable realizar, al menos, una breve indicación de cuál es el ámbito de aplicación del texto, tanto en su vertiente objetiva como subjetiva.

En punto al ámbito objetivo, ya en la exposición de motivos del texto se delimita claramente que la misma no contiene norma alguna sobre los productos publicitados (criptoactivos), ni sobre sus proveedores o características, sino que versa solamente sobre los requisitos que deberá cumplir la actividad publicitaria que tenga por fin su promoción como objeto de inversión. Dentro de las disposiciones, es la norma 3 la que desarrolla esta cuestión. En la misma, además de la actividad publicitaria ya mencionada, se incide en que será objeto de control solo aquella que esté dirigida a inversores o potenciales inversores en España¹¹. Igualmente, se enumeran dos presunciones: de ofrecimiento como objeto de inversión de un criptoactivo cuando se haga referencia a su rentabilidad, precio o valor, incluso cuando pudiera ser empleado eventualmente como medio de cambio; y

10. Cfr. Exposición de Motivos y la norma 3.2 a) de la Circular.

11. En la propuesta de Circular sobre esta materia, el ámbito objetivo se dirigía a los inversores o potenciales inversores “residentes en España”, lo cual planteaba problemas a la hora de determinar los sujetos a los cuales se les debía aplicar.

de dirección de la publicidad a inversores en España, cuando se realice mediante medios físicos o sitios en ella, mediante medios de comunicación españoles o cuando se lleve a cabo en idioma español o en alguna de las lenguas oficiales. Por último, se enumeran una serie de exclusiones de actividad publicitaria, algunas de las cuales se tratarán más adelante.

Con respecto al ámbito subjetivo, es, de nuevo, la exposición de motivos el primer lugar donde se incide en que dentro del mismo se incluye a toda persona física o jurídica que, por su propia iniciativa o acudiendo a terceros, realice una actividad publicitaria. En la norma 4, que regula este aspecto, se mencionan, además, otros dos sujetos obligados por las disposiciones de la Circular: los proveedores de servicios sobre criptoactivos cuando realicen actividades publicitarias sobre los mismos, y los proveedores de servicios publicitarios¹².

2. ASPECTOS RELACIONADOS CON LOS CRIPTOACTIVOS

2.1. Concomitancia con la normativa sobre criptoactivos e instrumentos financieros

Dado el contexto socioeconómico e institucional existente en materia de nuevas tecnologías, y, en especial, sobre los criptoactivos, no es de extrañar que el gobierno español decidiese regular la actividad publicitaria realizada sobre los mismos. A través del Real Decreto 5/2021, de 12 de marzo, añadió al TRLMV el artículo 240.bis, para otorgar a la CNMV competencia normativa y de supervisión en este ámbito. Dicho organismo inició el procedimiento de consulta pública en abril del mismo año, el cual se ha materializado en la Circular objeto de este trabajo, publicada el 10 de enero de 2022.

En lo referente a los criptoactivos, el texto, adopta prácticamente la misma definición que la empleada en el Reglamento MICA, es decir, los consideraba como toda “representación digital de un derecho, activo o valor que puede ser transferida o almacenada electrónicamente, usando tecnologías de registro distribuido u otra tecnología similar”¹³. Este concepto se

12. Aunque no se dice nada más al respecto, estos últimos debe entenderse que se verán sujetos cuando la actividad que desempeñen esté relacionada con la publicidad de criptoactivos.

13. Esta definición, si bien posee un carácter genérico, está orientada a abarcar el mayor número de nuevos activos digitales posible, y a no devenir obsoleta de forma prematura. Véase CANALEJAS MERÍN, J. F.: “Algunas cuestiones en torno a la propuesta de la Comisión europea sobre los mercados de criptoactivos (MiCA)”, en *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 27, 2020, pp. 1 y 2. El fundamento de la misma, tal y como reconoce el propio Reglamento MICA (*cf.* Considerando 8), se halla en la definición de “activos virtuales” empleado en las recomendaciones del Grupo de Acción Financiera Internacional. Disponible en <https://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/pdfs/FATF%20Recommendations%202012.pdf> [fecha de última consulta: 20 de diciembre de 2021].

compone, pues, de un elemento sustancial (el valor, derecho o activo), uno formal (representación digital mediante la TRD) y otro funcional (transferencia y almacenamiento tecnológico)¹⁴.

Empero, dentro del marco de las propuestas de Reglamento y de Circular, plantea algunas dificultades a la hora de determinar cuándo un activo digital se encontrará fuera de sus ámbitos objetivos de aplicación. La más reseñable de ellas es la relativa a su relación con los instrumentos financieros¹⁵.

Partiendo de la definición ofrecida, se ha de entender que dentro de la misma se incluyen tanto aquellos criptoactivos que sean representaciones digitales en la cadena de bloques de instrumentos financieros ya existentes en el mundo físico, como aquellos que fuesen nativamente digitales, pero cuya naturaleza y funciones fueran idénticas a las de dichos instrumentos. No obstante, el Reglamento MICA y la Circular excluyen de su ámbito de aplicación a aquellos criptoactivos que entren dentro de la categoría de instrumentos financieros. Por lo tanto, surge la dificultad de establecer cuándo un activo digital puede ser considerado como tal. En el supuesto en el que los criptoactivos sean una simple representación de un instrumento financiero existente en el mundo físico, la cuestión será más fácil de determinar. No obstante, cuando hayan sido creados directamente en la cadena de bloques, el asunto será más complejo, debido a que, por su configuración, pueden ser programados para ser fungibles, homogéneos, y emitidos en masa. Por lo tanto, es factible que sean objeto de negociación masiva e impersonal en mercados secundarios¹⁶. Empero, serán los emisores los que decidirán si los mismos contendrán todas estas características, y si proporcionarán derechos políticos y/o económicos a sus adquirentes o suscriptores.

Lo expuesto hasta hora implica que, junto a los clásicos problemas de determinación de un bien como valor negociable o instrumento financiero¹⁷, se han de añadir los derivados de la libertad en la configuración de estos nuevos activos digitales, los cuales podrían, por ejemplo, cumplir

14. Véase TAPIA HERMIDA, A. J.: “Desafíos en la regulación y supervisión de los criptoactivos en la Unión Europea y en España”, en *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 28, 2021, pp. 7 y 8.

15. La clasificación de los instrumentos financieros se encuentra en el Anexo del TRLMV. Por tales se considera “todo valor negociable o realidad contractual susceptible de negociación organizada en un mercado de valores”. Cfr. CACHÓN BLANCO, J. E.: “Análisis jurídico de los conceptos de valor negociable e instrumento financiero”, en *RDM*, n.º 221, 1996, p. 25.

16. Características principales de los valores negociables. Véase GALLEGO SÁNCHEZ, E y FERNÁNDEZ PÉREZ, N.: *Derecho Mercantil. Parte Segunda*. Tirant lo Blanch, 2021, pp. 227 y 228. Cabe recordar que los valores negociables son considerados instrumentos financieros, conforme al Anexo del TRLMV.

17. Véase SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas contractuales de inversión”, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 99, 2005, pp. 7 a 58.

simultáneamente la función de objeto de inversión y medio de cambio. Ello llevaría a tener que analizar, primero, si al ser objeto de inversión, encajan o no dentro de la categoría de valor negociable e instrumento financiero, pues de ser así determinaría la aplicación de la MIFID II y no la del Reglamento MICA, ni la de la Circular; y, segundo, si tuviese asimismo la naturaleza de medio de cambio, habría que decidir si ello implica su exclusión del ámbito de aplicación de la Circular¹⁸. En conclusión, la relevancia que el contenido del libro blanco¹⁹, cuya elaboración no será obligatoria en determinados supuestos²⁰, tiene a la hora de determinar la norma aplicable, es fundamental. Por lo tanto, es de especial interés para los inversores analizar la información ofrecida por los emisores, y contrastar las afirmaciones realizadas sobre las características de los criptoactivos con las que efectivamente posean, para evitar que se evada el ámbito de aplicación de la correspondiente norma²¹.

2.2. Relación con las criptomonedas

Dejando a un lado la cuestión sobre la definición, existe otro problema significativo de delimitación de la aplicación de la Circular, y es el concerniente a las criptomonedas o monedas virtuales. Por tales se entienden todas aquellas representaciones digitales de valor no emitidas ni garantizadas por un banco central ni por una autoridad pública, no necesariamente asociadas a una moneda establecida legalmente, que no poseen el estatuto jurídico de moneda o dinero, pero aceptadas por personas físicas o jurídicas como medio de cambio, y que pueden transferirse, almacenarse y negociarse por medios electrónicos²². Con respecto a su naturaleza jurídica, la

18. Dado que la norma 3 incluye a este tipo de activos cuando “eventualmente” puedan tener la función de medio de pago, por lo que se suscitan dudas sobre si también se incluyen aquellos que estuviesen diseñados para cumplir habitualmente tal función. Esta cuestión será tratada a continuación.

19. El libro blanco o *whitepaper* es aquel documento que contiene la información sobre las características, funciones y riesgos de los criptoactivos que van a ser objeto de emisión, para que los inversores y consumidores posean información suficiente antes de adquirirlos. Cumple una función similar a la del folleto informativo en el mercado de valores.

20. Los criterios del Reglamento MICA para dispensar a los emisores del deber de elaboración del libro blanco se basan en la consideración de que el riesgo de emisión es bajo (emisiones gratuitas, referidas a fichas referenciadas a activos o a fichas de dinero electrónico, o dirigidas a inversores cualificados), que se dirija a un número reducido de personas, o que el valor de su emisión no exceda del millón de euros en doce meses. Este último requisito busca que las pymes no se vean sometidas a excesivas cargas administrativas. *Cfr.* Considerandos 14 a 16 y artículo 4.

21. La doctrina ya ha señalado la relevancia de estos problemas, junto con el papel fundamental que juega el libro blanco. Véase. IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.: “Criptoactivos negociables y fichas de servicio (tokens no monetarios) en la propuesta de reglamento europeo de mercados distribuidos o blockchain” en *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 28, 2021, p. 6.

22. Conforme a lo dispuesto en el apartado 18 del artículo 3 de la Directiva 2015/849, de 20 de mayo. Esta definición está basada en la ofrecida por la Autoridad Bancaria Europea

doctrina ya señaló que este tipo de activos digitales no pueden ser considerados como dinero electrónico, al no cumplir con los requisitos fijados en la Directiva 2009/110, de 19 de septiembre²³. Es más, ni tan siquiera pueden ser consideradas como simple dinero, al no ser reconocidas por el Estado como “medio de pago irrecusable en aquellas obligaciones que tienden a procurar al acreedor un poder patrimonial de adquisición de otros bienes económicos”²⁴. No obstante, el TJUE, en su Sentencia de 22 de octubre de 2015 (TJCE 2015, 244), calificó a la moneda virtual bitcoin (y por extensión, a todas las criptomonedas) como divisa virtual y medio de pago contractual, por lo que su entrega puede servir para extinguir obligaciones, si los operadores que forman parte del negocio jurídico así lo acordasen.

Por lo anteriormente expuesto, puede entenderse que las criptomonedas no quedarían expresamente excluidas del ámbito de aplicación del Reglamento MICA²⁵, mas, con respecto a la Circular, deben llevarse a cabo algunas matizaciones.

En la norma 3 del texto, se incide en que su ámbito de aplicación es el de la actividad publicitaria realizada sobre aquellos criptoactivos que sean objeto de inversión, excluyendo expresamente los que, por sus

en su “Opinion on virtual currencies”, de 4 de julio de 2014. Disponible en: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/657547/81409b94-4222-45d7-ba3b-7deb5863ab57/EBA-Op-2014-08%20Opinion%20on%20Virtual%20Currencies.pdf?retry=1> [fecha de consulta: 19 de diciembre]. Igualmente, véase TAPIA HERMIDA, A. J.: “Las criptomonedas y sus ofertas públicas: advertencias de las autoridades europeas, españolas y de la SEC”, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 150, 2018, p. 2.

23. La Directiva establece que una de las características fundamentales del dinero electrónico es que el mismo reconoce la existencia de un crédito del titular de las unidades de valor dinerarias frente al emisor de las mismas. Atributo que no tiene por qué acaecer en el caso de las criptomonedas. Véase RABASA MARTÍNEZ, I.: “Integración del capital social con criptomonedas” en *RDS*, n.º 53, 2018, p. 3.

24. Véase GARRIGUES, J.: “El dinero como objeto de la actividad bancaria”, en *RDM*, n.º 67, 1958, p. 3.

25. Dado que recogen todas las características del concepto de criptoactivo, y no son dinero electrónico (activo digital expresamente excluido del ámbito de aplicación del Reglamento). La afirmación de que las monedas virtuales están incluidas se basa en la interpretación del artículo 2.1 y del Considerando 9 del Reglamento, en el sentido de que, si bien dicho texto realiza una subclasificación de los criptoactivos (dentro de la cual no encajarían las criptomonedas), ello no implica una exclusión de todos aquellos que no se hallen comprendidos en la misma. Además, en el propio artículo 4 se mencionan criptoactivos distintos de los tres incluidos en la subclasificación, por lo que parece razonable inferir que estos tres tipos de criptoactivos no son los únicos regulados por el Reglamento, sino que reciben una atención especial, siendo todos los demás incluidos en la categoría general. Empero, algún autor ha mantenido una postura contraria, v. gr.: IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.: “Criptoactivos negociables y fichas de servicio (tokens no monetarios) en la propuesta de reglamento europeo de mercados distribuidos o blockchain”... cit., p. 7. Igualmente, véase el informe realizado por PWC: “El impacto regulatorio de la Propuesta MiCA”, pp. 16 y ss. Disponible en: <https://www.pwc.es/es/auditoria/assets/impacto-regulatorio-mica-en%20los-criptoactivos.pdf> [fecha de última consulta: 20 de diciembre de 2021].

características y naturaleza, no puedan serlo. Por las notas mencionadas previamente, se infiere que las criptomonedas fueron concebidas para servir como medio de cambio²⁶. No obstante, en los últimos años, el atractivo que ha suscitado este tipo de activos digitales ha llevado a muchos particulares a adquirirlos con la expectativa de obtener ganancias patrimoniales, por lo que, tanto las autoridades como la doctrina se han visto obligadas a reconocer su posible carácter de activo financiero²⁷.

Esta realidad es una de las causas por las cuales las autoridades españolas han decidido regular la publicidad sobre los cryptoactivos²⁸. Sin embargo, la redacción dada por la CNMV en el texto de la Circular puede plantear ciertas dudas de interpretación, puesto que, si bien se incide en que los cryptoactivos deben poder ser objeto de inversión, se añade que no obstará a su inclusión en el ámbito de aplicación “cuando eventualmente pudieran ser utilizados como medio de cambio”. Por lo tanto, el interrogante que surge es si se hallan o no excluidos aquellos activos virtuales que estén configurados para emplearse habitualmente como medio de cambio, y no solo de forma eventual. No obstante la redacción ofrecida, lo más razonable parece ser realizar una interpretación teleológica del texto, y entender que, si conforme al libro blanco y al empleo que se realice de estos activos virtuales por parte de los emisores y el público, los mismos pueden ser empleados como objeto de inversión, deberá entenderse que también se hallan comprendidos en el ámbito de aplicación.

3. ÁMBITO PUBLICITARIO. ACTIVIDAD PUBLICITARIA Y ÁMBITO SUBJETIVO. EN ESPECIAL, LA PUBLICIDAD REALIZADA POR INFLUENCERS

Como se ha apuntado anteriormente, dentro del ámbito subjetivo de la Circular se incluye una serie de personas que llevan a cabo la actividad publicitaria sobre los cryptoactivos. Siendo el concepto de actividad

26. Así lo declaraba su libro blanco, redactado por Satoshi Nakamoto (pseudónimo utilizado por una o varias personas que desarrollaron la primera blockchain, “Bitcoin”), y publicado en la web www.bitcoin.org. Un enlace a la versión en español se encuentra disponible en https://bitcoin.org/files/bitcoin-paper/bitcoin_es_latam.pdf [fecha de última consulta: 20 de diciembre de 2021].

27. Con respecto a su reconocimiento como valor o “security” por parte de la SEC, véase MUÑOZ PÉREZ, A. F.: “Criptomonedas, el dinero mágico. Aspectos jurídicos” en *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 21, 2017, p. 9. Por su parte, el BCE califica al bitcoin como un “activo especulativo” en su página web oficial. Se puede consultar en: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-bitcoin.es.html> [fecha de última consulta: 20 de diciembre de 2021].

28. Pues, hoy en día, las criptomonedas son uno de los principales (sino el principal) tipo de activo digital en el cual los particulares invierten su dinero. El reconocimiento de su relevancia aparece expresamente recogido en el primer documento de la consulta pública sobre la Circular, publicado el 5 de abril de 2021. Disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CNMV/CP_CircularCryptoactivos.pdf [fecha de última consulta: 20 de diciembre de 2021], así como en el informe preceptivo emitido por la propia CNMV, al que ya se ha hecho alusión anteriormente.

publicitaria el recogido en el artículo 2 de la LGP, se ha de entender que los mentados sujetos solo quedarán afectados por las disposiciones de la Circular cuando la promoción de los criptoactivos se efectúe dentro del ejercicio de una actividad económica, por lo que quedarían excluidas aquellas recomendaciones realizadas por particulares cuando no desempeñen dicha actividad²⁹. Esta cuestión no es baladí, dado que, en el supuesto de los instrumentos financieros (en formato de criptoactivos o no), la realización de una recomendación de inversión en los mismos, por cualquier persona, sin importar la finalidad o la actividad del recomendante, sí se halla sujeta a normas de supervisión y control, en concreto, al Reglamento sobre abuso de mercado³⁰.

Con respecto a los sujetos incluidos, en este trabajo solo se centrará la atención en una categoría de ellos en particular, por considerarse que es la que más interrogantes suscita. Dicha clase es la que la propia Circular denomina “personas que se perciban como influyentes o expertos en redes sociales o medios de difusión audiovisual”, incluida dentro de los proveedores de servicios publicitarios (norma 2, letra “h”). Calificados comúnmente como “influencers”, son aquellas personas que pueden ser consideradas líderes de la opinión pública en las redes sociales, por las comunicaciones públicas que en ellas realizan³¹. En el campo de la publicidad, son una herramienta muy útil para las compañías, que emplean la buena fama de la que estos sujetos gozan para influir en las opiniones de compra de su público de una forma más natural, que permite eludir mejor el rechazo con el que pueden ser recibidos los mensajes publicitarios, al integrarse dentro del contenido editorial que ofrecen³².

29. Cfr. TATO PLAZA, A.: “Publicidad y publicidad ilícita”, en GARCÍA-CRUCES (dir.) *Tratado de Derecho de la Competencia y de la Publicidad*, Tirant lo Blanch, 2014, pp. 1946 y 1947.

30. Cfr. artículos 20 y 21 del Reglamento 596/2014, de 16 de abril, sobre el abuso de mercado. Igualmente, la ESMA emitió una declaración incidiendo en este aspecto, titulada “Declaración de ESMA sobre recomendaciones de inversión en las redes sociales”. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%7B948e8c99-68f6-47a0-99c8-7224192f4bbc%7D> [fecha de última consulta: 21 de diciembre de 2021].

31. Véase TATO PLAZA, A.: “Aspectos jurídicos de la publicidad a través de líderes de opinión en redes sociales (influencers)” en *RDM*, n.º 311, 2019, pp. 2 y 3. Igualmente, CASTELLÓ MARTÍNEZ, A., DEL PINO ROMERO, C.: “La comunicación publicitaria con influencers”, en *REDMARKA. Revista de marketing aplicado*, n.º 14, 2015, pp. 21 a 50. No obstante, se excluye de la definición la necesidad de que las comunicaciones que realicen tengan siempre un carácter comercial, como ha podido dejar entrever algún autor. Cfr. ERDOZAIN LÓPEZ, J. C.: “Un análisis somero del fenómeno de los influencers desde la perspectiva de la Ley General de Publicidad y la Ley de Competencia Desleal” en *Comunicaciones en Propiedad Industrial y Derecho de la Competencia*, n.º 83, 2018, pp. 134 y 135. Sin perjuicio de considerar que estas personas se dedican profesionalmente a la promoción de productos y servicios.

32. TATO PLAZA, A.: “Aspectos jurídicos de la publicidad a través de líderes de opinión en redes sociales (influencers)”..., cit., pp. 2 y 3. Igualmente, MARTÍNEZ OTERO, J.: “Nuevas formas de publicidad encubierta en las plataformas digitales de internet” en *RDM*, n.º 314, 2019, p. 12.

Pese a la definición que se acaba de ofrecer, la propia Circular, en la ya referida norma 2, letra “h”, realiza un inciso sobre la actividad que estos sujetos deben efectuar para poder considerar que sus disposiciones les son de aplicación. Dicha labor deberá estar enfocada a divulgar contenido promocionado señalando las ventajas de los criptoactivos como inversión mediante programas de referidos, promociones o comisiones percibidas de cualquier tipo.

Estos líderes de opinión, dentro de la normativa publicitaria, pueden ser calificados como medios de publicidad (art. 8 LGP), los cuales tendrán la consideración, además, de prestadores de servicios de comunicación audiovisual cuando realicen publicidad en este formato³³. El principal escollo al que la doctrina se enfrenta en este campo es el de determinar si la actividad no comercial que los influencers realizan en las redes sociales puede ser calificada como “servicios de comunicación audiovisual” o como “servicio de intercambio de vídeos a través de plataforma” y, por lo tanto, establecer el régimen jurídico aplicable a estos sujetos tanto en la normativa nacional como comunitaria en materia de comunicación audiovisual³⁴. Empero, en lo concerniente a la publicidad que lleven a cabo sobre criptoactivos, la Circular no excluye ningún medio, dispositivo, soporte ni formato a través del cual se realice la actividad publicitaria (norma 2, letra “a”), por lo que la misma resulta de aplicación en todo caso.

El interés que suscitan se halla en la posibilidad de que concurren, como consecuencia de su actividad comercial, en ilícitos competenciales y publicitarios con mayor facilidad que otros sujetos. En concreto, debe atenderse a la posibilidad de la realización de prácticas de publicidad encubierta y de vulneración de las normas de emplazamiento publicitario.

3.1. Publicidad encubierta

La publicidad encubierta, entendida como aquel tipo de publicidad que se produce cuando el público no es consciente de que una determinada manifestación constituye una actividad publicitaria, ya era una práctica que se hallaba prohibida en el artículo 9 del antiguo Estatuto de Publicidad³⁵. Actualmente, se ubica tanto en la LGP, en su artículo 9, como en LCD, en

33. Cfr. GALLEGO SÁNCHEZ, E y FERNÁNDEZ PÉREZ, N.: *Derecho Mercantil. Parte Segunda...* cit., pp. 160 y 161. Igualmente, ASENSI MERÁS, A.: “La ilicitud de la publicidad a través de influencers o líderes de opinión en redes sociales”, en *Actas de Derecho Industrial y Derecho de Autor*, n.º 39, 2018-2019, p. 322. También OTERO COBOS, M. T.: “El influencer como medio de comunicación audiovisual”, en *Actas de Derecho Industrial y Derecho de Autor*, n.º 41, 2020-2021, p. 312.

34. Para evitar mayores digresiones, no se entrará a tratar esta cuestión en el presente trabajo. No obstante, el lector que desee obtener más información sobre el estado actual de la cuestión, puede consultar OTERO COBOS, M. T.: “El influencer como medio de comunicación audiovisual”..., cit. pp. 303 a 320.

35. Basado en el principio de autenticidad, dicho precepto afirmaba que “El público tiene derecho a que toda actividad publicitaria se identifique fácilmente como tal actividad”.

sus artículos 5, 7 y 26³⁶ y en la Ley de Servicios de la Sociedad de la Información y de Comercio Electrónico (en adelante “LSSI”), en los artículos 19 y 20. También se encuentra en la normativa sobre servicios de comunicación audiovisual, en los artículos 1.1.j) y 9.1.a) de la Directiva 2010/13/UE, de 10 de marzo, de servicios de comunicación audiovisual, y en los artículos 2.32 y 18.2 de la Ley General de Comunicación Audiovisual (en adelante, “LGCA”). En la Circular, debe acudir al punto primero de la norma 5, que remite al Anexo I, referido a los principios y criterios generales, para comprobar que en este texto también se regula este tipo de actividad, con el fin de prohibirla. En tal apartado, se exige que la publicidad sobre criptoactivos debe ser “clara, equilibrada, imparcial y no engañosa” debiendo incluirse una mención clara y visible de que las comunicaciones publicitarias sobre criptoactivos tienen dicha condición.

No obstante, la parquedad con la que esta norma trata la publicidad encubierta sobre criptoactivos lleva a acudir a las disposiciones anteriormente mencionadas, así como a los criterios fijados por la doctrina, para poder determinar cuáles son las pautas de determinación de una actuación como publicidad encubierta, y quiénes serán los responsables por dicha actividad³⁷.

En punto a la consideración de una actividad como publicidad encubierta, ya sea efectuada en formato “físico” o “audiovisual”, los presupuestos exigidos son tres. En primer lugar, debe acreditarse el propósito o finalidad publicitaria del mensaje, el cual se presumirá en caso de que exista una contraprestación económica por parte del anunciante al influenciar. Además, dicho mensaje debe ser apto para inducir a error al público sobre su naturaleza publicitaria. Por último, se ha de demostrar que, no pudiendo el público identificar a primera vista la naturaleza publicitaria del mensaje, el mismo no llevaba incorporada una advertencia expresa sobre su propósito promocional³⁸.

Con respecto a la responsabilidad administrativa por la elaboración del mensaje publicitario, la Circular no es clara en la determinación de

Véase FERNÁNDEZ-NOVOA, C.: “La publicidad encubierta”, en *Actas de Derecho Industrial y Derecho de Autor*, n.º 3, 1976, p. 375.

36. La doctrina ha considerado la publicidad encubierta tanto un acto de engaño (artículo 5, letra “d”), como una omisión engañosa. En el supuesto del artículo 26, el empresario debe haber efectuado un pago para que se realice dicha promoción. Cfr. ASENSI MERÁS, A.: “La ilicitud de la publicidad a través de influencers o líderes de opinión en redes sociales”... cit., pp. 324 y 325.

37. Esta aplicación subsidiaria de las normas de competencia desleal, publicidad o comunicación audiovisual ya aparece recogida en la propia Exposición de motivos de la Circular.

38. Cfr. TATO PLAZA, A.: “Aspectos jurídicos de la publicidad a través de líderes de opinión en redes sociales (influencers)”... cit., pp. 3 a 7. ERDOZAIN LÓPEZ, J. C.: “Un análisis somero del fenómeno de los influencers desde la perspectiva de la Ley General de Publicidad y la Ley de Competencia Desleal”... cit., pp. 138 a 142. Y ASENSI MERÁS, A.: “La ilicitud de la publicidad a través de influencers o líderes de opinión en redes sociales”...cit., pp. 326 y 327.

qué sujetos han de asumirla. Si bien en la norma 5 se fijan los requisitos que debe contener el mensaje publicitario (remitiendo a los principios del ya mentado Anexo I), la misma indica que los sujetos deberán acatarlos cuando “diseñen” las campañas publicitarias³⁹. Por ello, podría entenderse que, si en el acuerdo de colaboración existente entre el influencer y el anunciante, se fijase que el primero tuviese libertad a la hora de elaborar el mensaje publicitario, dicho líder de opinión deberá cumplir con las exigencias fijadas en el Anexo, siendo el responsable por su incumplimiento. Asimismo, al acudir a la norma 6, referida a la supervisión de la CNMV, se comprueba que la misma realiza una remisión del régimen sancionador a aquel que resulte “previsto en la normativa aplicable”, que, en los casos de publicidad encubierta, será la contenida en la LGCA y la Directiva 2010/13/UE, así como en el TRLMV, cuyo artículo 292.4 califica de grave las acciones y omisiones contrarias a la publicidad sobre criptoactivos⁴⁰. Debe también hacerse mención sobre la posibilidad de que los sujetos obligados incurran en responsabilidad por incumplimiento de las disposiciones de la Circular cuando reenvíen textos o contenidos compartidos por un tercero en las redes sociales, si en ellos se destacan o respaldan los beneficios del criptoactivo publicitado, incluso cuando dicho sujeto no hubiese generado el contenido original de la comunicación⁴¹.

En cuanto a la responsabilidad derivada por actos de competencia desleal y/o de publicidad ilícita, el artículo 34 de la LCD, determina la responsabilidad de las personas que hayan realizado u ordenado la conducta desleal, o hayan cooperado a su realización. En su apartado segundo, no obstante, fija la legitimación pasiva del principal cuando la conducta hubiese sido realizada “por trabajadores u otros colaboradores en el ejercicio de sus funciones y deberes contractuales”. Ello ha llevado a un sector doctrinal a afirmar que las acciones deberán ser interpuestas frente al anunciante, y no frente al influencer, al verse el segundo sometido a la dirección y supervisión del primero⁴². Sin contradecir dicha postura, se podría matizar que, en el supuesto de que el acuerdo otorgase libertad de acción al influencer, este sería el responsable si tuvo poder de decisión a la hora de concretar la forma en la cual iba a difundirse el mensaje publicitario, y si, por lo tanto, dependió de él el cumplimiento de las exigencias normativas sobre licitud de los mensajes publicitarios.

39. Entendiendo por campaña publicitaria, a efectos de la Circular (norma 2, letra “b”) “el conjunto de actuaciones que tienen por objetivo publicitar un producto a través de una única pieza o de una serie de piezas publicitarias diferentes, pero agrupadas en el tiempo, aunque no sean simultáneas y relacionadas entre sí, que se difunden a través de diversos medios o herramientas durante un periodo concreto”.

40. Las sanciones fijadas en el TRLMV por la comisión de infracciones graves se hallan contenidas en el artículo 303.

41. Véase apartado 10 del Anexo I de la Circular.

42. *Cfr.* TATO PLAZA, A.: “Aspectos jurídicos de la publicidad a través de líderes de opinión en redes sociales (influencers)”..., cit., p. 10.

3.2. Emplazamiento publicitario

La definición legal de emplazamiento publicitario la encontramos en el artículo 1.1.m de la Directiva 2010/13/UE. En dicha letra se define al mismo como “toda forma de comunicación comercial audiovisual consistente en incluir o referirse a un producto, servicio o marca comercial de manera que figure en un programa o en un vídeo generado por usuarios, a cambio de una remuneración o contraprestación similar”⁴³.

Este tipo de técnica publicitaria ofrece a los anunciantes la ventaja de sortear las reticencias que los espectadores puedan tener con respecto a la publicidad explícita, al ser incluida de forma más sutil en los contenidos audiovisuales. Por ello, ha sido habitual que, a fin de cumplir la función persuasiva característica de la publicidad⁴⁴, se haya acudido al empleo de actores famosos en las obras cinematográficas para asociar las emociones y experiencias que los mismos experimentan en los filmes al uso de un determinado producto o servicio, que está presente en dichas situaciones. Ello es extrapolable a los contenidos que los influencers puedan compartir en las redes sociales, debido a la ya mencionada buena fama de la cual gozan, y de que sus contenidos pueden consistir en mostrarse a ellos mismos en situaciones de la vida real que resulten atractivas para el público, aprovechando para aparecer con el producto o disfrutando del servicio publicitado.

Con respecto al caso concreto de publicidad de criptoactivos, se puede considerar que, al no hallarse expresamente excluida en la Circular, y contemplarse la transmisión de información indirecta como un supuesto de comunicación comercial⁴⁵, este tipo de actividad está permitida. Empero, debe incidirse en que dicho texto añade, a los requisitos ya impuestos por la normativa de comunicación audiovisual (no afectación a la independencia del prestador de servicios de comunicación, no incitación directa a la compra de bienes o servicios, no dación de una prominencia indebida a los productos, y el deber de informar adecuadamente a los espectadores sobre la existencia del emplazamiento publicitario)⁴⁶ y a los ya referidos sobre publicidad encubierta, otros específicos para este tipo de publicidad. Contenidos en el punto 2 de su norma 5, fijan que todas las comunicaciones comerciales deberán incluir una serie de mensajes explícitos, en un formato y posición que garantice su relevancia dentro de la pieza publicitaria, por lo que el citado efecto persuasivo de este tipo de publicidad se

43. Este concepto fue actualizado por la Directiva 2018/1808, para incluir, dentro del mismo, aquellos contenidos generados por los usuarios en formato de vídeo. No obstante, esta ampliación no ha sido efectuada en nuestra LGCA (artículo 2.2.31), aunque ya consta como propuesta en el nuevo Anteproyecto de esta Ley (artículo 127).

44. Esta función, junto con la informativa, fueron ya señaladas en FERNÁNDEZ-NOVOA, C.: “La interpretación jurídica de las expresiones publicitarias” en *RDM*, n.º 107, 1968, pp. 13 a 57.

45. *Cfr.* Norma 2, letra “d” de la Circular.

46. *Cfr.* Artículos 11.3 de la Directiva 2010/13/UE, 17.3 de la Ley 7/2010, y 127.3 del Anteproyecto de Ley General de Comunicación.

verá mermado, al eliminar la sutileza de la forma en la cual el producto o servicio son presentados al público.

4. RÉGIMEN DE CONTROL Y DE SUPERVISIÓN. POLÍTICA DE COMUNICACIÓN COMERCIAL Y SISTEMAS DE AUTOCONTROL

Por último, resta hacer una breve mención al sistema de control y supervisión fijado en la Circular. Con anterioridad ya se expuso que las disposiciones en esta materia tienen su fundamento en el contenido de la Orden EHA/1717/2010 y en la Circular 2/2020.

En la norma 6 del texto, se especifican las actuaciones concretas que podrá realizar la CNMV para asegurarse del cumplimiento de esta norma: desde requerimiento de información a los sujetos obligados, pasando por la iniciación de procedimientos de investigación, la notificación del cese o rectificación de la actividad publicitaria, y hasta la iniciación de un expediente sancionador, o su derivación a la autoridad competente.

Empero, existen dos diferencias significativas entre la Circular 1/2022 y las otras dos normas en este campo.

La primera es la relativa al principio de no necesidad de autorización previa para llevar a cabo la actividad publicitaria. Si bien es cierto que en el apartado 1 de la norma 6 de la Circular 1/2022 se recoge este principio, a continuación, se incluye una excepción al mismo que no aparecía con anterioridad: sí será necesaria la aprobación previa de la CNMV en aquel tipo de campañas publicitarias que se consideren masivas. Por tales se ha de entender aquellas dirigidas a más de 100.000 personas, utilizando cualquier medio publicitario⁴⁷. El problema que este criterio plantea se halla en la determinación de este público en las redes sociales, ya que el cómputo se basará en “el [número] más elevado entre el número de usuarios estimados en las campañas contratadas y el número de seguidores de las cuentas utilizadas”. Las críticas a este criterio de determinación han surgido tanto desde entes privados⁴⁸, que han afirmado que la estimación en el entorno digital es compleja, como desde la propia CNMV, que directamente lo ha tildado de arbitrario y de poco valioso, dado que en muchos casos las campañas publicitarias en el entorno digital superarán estas cifras⁴⁹. Quizá por este motivo, en el texto definitivo se ha añadido otra Disposición Final la cual habilita al Consejo de la CNMV para que, valorando las circunstancias y la experiencia recabada, pueda elevar la cifra utilizada para calificar las campañas como masivas.

47. Cfr. letra “c” de la Norma 2.

48. Véase los “Comentarios de Bit2Me a la Circular X/2021 CNMV sobre la publicidad de criptoactivos (‘Circular’)”, p. 2. Disponible en: https://cnmv.es/DocPortal/DocFase-Consulta/CNMV/Bit2me_publicidad.pdf [fecha de última consulta: 30 de diciembre de 2021].

49. Véase el Informe preceptivo emitido por esta autoridad, citado anteriormente.

Todo ello, sumado a la necesidad de notificar a la CNMV, con al menos diez días hábiles de antelación (norma 7), sobre la ejecución de este tipo de campañas, supone un elemento que puede generar confusión entre los sujetos obligados, y entorpece el desarrollo de una actividad comercial caracterizada por su dinamismo, más si cabe en el entorno digital.

La segunda diferencia es la referida a la política de comunicación comercial y los sistemas de control interno o autocontrol de la actividad publicitaria. Tanto la Circular 2/2020 como la Orden EHA fijaron que las entidades que prestasen servicios de inversión han de disponer de sistemas de control interno que garanticen que el contenido y el formato de los mensajes publicitarios se ajustan a las disposiciones de dichos textos. La Circular 2/2020 estableció que se presumirá la existencia de dichos controles internos si la entidad se adhiere a un sistema de autorregulación publicitaria⁵⁰. La Circular 1/2022 no hace mención alguna a los mismos, hecho por el cual también ha recibido críticas durante la elaboración de la norma⁵¹. Es cierto que las entidades de servicios de inversión disponen de mayores recursos y mejores infraestructuras internas para cumplir con estos mandatos, pero ello no es óbice para exigir un nivel mínimo de control interno previo a la difusión de publicidad sobre criptoactivos, más allá del fijado para las campañas masivas, que, como ya se ha señalado, se trata de un procedimiento administrativo con unos plazos que no facilitan la rapidez requerida en el ámbito publicitario.

Por ello, resulta de interés la publicación de un Código de conducta sobre el uso de influencers en la publicidad, desarrollado por la Asociación para la Autorregulación de la Comunicación Comercial y de la Asociación Española de Anunciantes, que entró en vigor el 1 de enero de 2021. El mismo vincula a las empresas e influencers adheridos a estas asociaciones, y obliga a las primeras a incluirlo en los contratos que realicen con los segundos, si no fueran asociados. El texto trata de asegurar que las comunicaciones publicitarias que los líderes de opinión efectúen se ajusten a los principios de autenticidad e identificación de la publicidad, para evitar que se produzcan los ya citados supuestos de publicidad encubierta. Aunque es cierto que en la Circular ya se imponen estos deberes a los sujetos obligados (entre ellos, los influencers), los sistemas de autorregulación

50. *Cfr.* Norma 8. El código de conducta del sistema de autorregulación debe hacer propios los principios y criterios del Anexo de la Circular, e incluir las medidas de autorregulación previa de los contenidos publicitarios. Igualmente, las entidades adheridas deberán obtener, al menos, un informe de consulta previa positivo antes de la difusión de cada pieza publicitaria.

51. Véase el documento emitido por la Coalición de Creadores e Industrias de Contenidos, titulado “Alegaciones en el trámite de Consulta pública sobre el Proyecto de Circular de publicidad sobre criptoactivos (Circular X/2021 CNMV)”, p. 5. Disponible en: https://cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CNMV/CreadoresIndustrias_publicidad.pdf [fecha de última consulta: 30 de diciembre de 2021].

de la publicidad han demostrado una probada eficacia y celeridad en sus resoluciones, al estar compuestos por personal técnico especializado en la materia⁵².

IV. CONCLUSIONES

Los criptoactivos se han convertido en un objeto de inversión con una acogida cada vez mayor entre el público. No obstante, su empleo para tal fin implica, hoy en día, la asunción de un elevado riesgo por parte de los inversores y consumidores. Las autoridades europeas y nacionales, conscientes de sus características, funciones y posibilidades, tomaron en un principio la decisión de informar y advertir sobre sus ventajas, inconvenientes y peligros. Actualmente, han iniciado un proceso regulatorio que engloba no solo a este tipo de valores virtuales, sino a las nuevas tecnologías sobre las que están basados.

En el aspecto publicitario, la Circular 1/2022 tiene una fuerte concomitancia estructural y teleológica con otros textos normativos referidos a la publicidad en el campo de servicios financieros. Relación que se aprecia en la similitud de sus disposiciones en cuestiones como la protección del inversor, la función supletoria de las normas generales de competencia y publicidad, o los principios de libertad de actividad sin necesidad de autorización previa.

La definición que la Circular ha adoptado del concepto de criptoactivo es prácticamente la misma que la contenida en el Reglamento MICA. Ello plantea algunas dudas con respecto a la inclusión o no dentro de su ámbito de aplicación de aquellos activos virtuales que posean características atribuibles a los instrumentos financieros. Por ello, será de vital importancia estar a lo dispuesto tanto en el libro blanco realizado por los emisores, como a las características propias de dichos valores virtuales. Misma solución deberá darse al problema de las criptomonedas que se usen de forma habitual como medio de cambio. Si las mismas, conforme al libro blanco, están diseñadas para funcionar como objeto de inversión, o el público las emplease con dicha finalidad, lo más razonable, realizando una interpretación teleológica de la Circular, es considerarlas incluidas dentro de su ámbito de aplicación.

En punto al ámbito subjetivo de aplicación, se deberá tener en cuenta que la Circular solo incluirá, a diferencia de otras normas, como el Reglamento de Abuso de Mercado, aquellas conductas que promoción de criptoactivos que se lleven a cabo dentro del ejercicio de una actividad económica.

El empleo de los denominados influencers supone una serie de ventajas para los anunciantes dentro del campo publicitario, pero también una serie de

52. Para un mejor conocimiento de los mismos, véase, entre otros TATO PLAZA, A.: “El nuevo sistema de autodisciplina publicitaria en España”, en *Actas de Derecho Industrial y Derecho de Autor*, n.º 18, 1997, pp. 161 a 186.

riesgos para los consumidores, principalmente referidos a la mayor facilidad que tienen los líderes de opinión de realizar conductas de publicidad encubierta, o vulneradoras de las disposiciones del denominado emplazamiento publicitario. Por ello, la Circular adopta el principio de autenticidad de las comunicaciones publicitarias, lo que deja fuera de dudas su postura prohibicionista con respecto a este tipo de prácticas. Empero, ante la falta de un mayor detalle en este texto, se debe acudir a la normativa nacional y comunitaria, así como a lo dispuesto por la doctrina, para conocer los requisitos que debe cumplir la actividad de promoción realizada por estos líderes de opinión para que pueda ser considerada lícita, así como para determinar quiénes serán los sujetos responsables en caso de vulneración de dicha normativa.

Por último, en lo referente a los sistemas de control y supervisión, los mismos tienen, en el aspecto referente a las facultades de la CNMV, un fundamento inequívoco en la Orden EHA 1717/2010, y en la Circular 2/2020. Sin embargo, en lo atinente a la exigencia de una política de comunicación interna, o de la posibilidad de adhesión a sistemas de autorregulación, la Circular 1/2022 guarda inexplicable silencio. Ello deja un vacío regulatorio en una materia que ha mostrado ser de gran utilidad para el cumplimiento de las disposiciones normativas en el campo publicitario.

V. BIBLIOGRAFÍA

- ASENSI MERÁS, A.: “La ilicitud de la publicidad a través de influencers o líderes de opinión en redes sociales”, en *Actas de Derecho Industrial y Derecho de Autor*, n.º 39, 2018-2019, pp. 322, 324, 326, 327.
- CACHÓN BLANCO, J. E.: “Análisis jurídico de los conceptos de valor negociable e instrumento financiero”, en *RDM*, n.º 221, 1996, p. 25.
- CANALEJAS MERÍN, J. F.: “Algunas cuestiones en torno a la propuesta de la Comisión europea sobre los mercados de criptoactivos (MiCA)”, en *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 27, 2020, pp. 1 y 2.
- CASTELLÓ MARTÍNEZ, A. y DEL PINO ROMERO, C.: “La comunicación publicitaria con influencers”, en *REDMARKA. Revista de marketing aplicado*, n.º 14, 2015, pp. 21 a 50.
- ERDOZAÍN LÓPEZ, J. C.: “Un análisis somero del fenómeno de los influencers desde la perspectiva de la Ley General de Publicidad y la Ley de Competencia Desleal” en *Comunicaciones en Propiedad Industrial y Derecho de la Competencia*, n.º 83, 2018, pp. 134, 135 y 138 a 142.
- FERNÁNDEZ-NOVOA, C.: “La publicidad encubierta”, en *Actas de Derecho Industrial y Derecho de Autor*, n.º 3, 1976, p. 375.
- “La interpretación jurídica de las expresiones publicitarias” en *RDM*, n.º 107, 1968, pp. 13 a 57.
- GALLEGO SÁNCHEZ, E. y FERNÁNDEZ PÉREZ, N.: *Derecho Mercantil. Parte Segunda*. Tirant lo Blanch, 2021, pp. 160, 161, 227 y 228.

- GARRIGUES, J.: “El dinero como objeto de la actividad bancaria”, en *RDM*, n.º 67, 1958, p. 3.
- IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.: “Criptoactivos negociables y fichas de servicio (tokens no monetarios) en la propuesta de reglamento europeo de mercados distribuidos o blockchain” en *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 28, 2021, p. 7.
- MARTÍNEZ OTERO, J.: “Nuevas formas de publicidad encubierta en las plataformas digitales de internet” en *RDM*, n.º 314, 2019, p. 12.
- MUÑOZ PÉREZ, A. E.: “Criptomonedas, el dinero mágico. Aspectos jurídicos” en *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 21, 2017, p. 9.
- OTERO COBOS, M. T.: “El influencer como medio de comunicación audiovisual”, en *Actas de Derecho Industrial y Derechos de Autor*, n.º 41, 2020-2021, pp. 303 a 320.
- PALÁ LAGUNA, R.: “La aplicación de la MIFID II y la teoría del caos”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 24, 2019, p. 4.
- PREUKSCHAT, A.: “Los fundamentos de la tecnología blockchain” en PREUKSCHAT, A. (Coord.): *Blockchain: La revolución industrial de internet*, Gestión 2000, 2018, pp. 27 a 30.
- RABASA MARTÍNEZ, I.: “Integración del capital social con criptomonedas” en *RDS*, n.º 53, 2018, p. 3.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas contractuales de inversión”, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 99, 2005, pp. 7 a 58.
- TAPIA HERMIDA, A. J.: “Desafíos en la regulación y supervisión de los criptoactivos en la Unión Europea y en España”, en *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 28, 2021, pp. 7 y 8.
- “Las criptomonedas y sus ofertas públicas: advertencias de las autoridades europeas, españolas y de la SEC”, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 150, 2018, p. 2.
- TATO PLAZA, A.: “Publicidad y publicidad ilícita”, en GARCÍA-CRUCES (dir.) *Tratado de Derecho de la Competencia y de la Publicidad*, Tirant lo Blanch, 2014, pp. 1946 y 1947.
- “Aspectos jurídicos de la publicidad a través de líderes de opinión en redes sociales (influencers)” en *RDM*, n.º 311, 2019, pp. 2 a 7 y 10.
- “El nuevo sistema de autodisciplina publicitaria en España”, en *Actas de Derecho Industrial y Derecho de Autor*, n.º 18, 1997, pp. 161 a 186.