

CONSULTA PÚBLICA PREVIA DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES SOBRE LA CIRCULAR DE LA PUBLICIDAD DE CRIPTOACTIVOS

ABRIL 2021

La Comisión Nacional del Mercado de Valores ha abierto un trámite de consulta pública previa sobre los principales aspectos que se prevén regular en la futura Circular sobre publicidad de criptoactivos que se plantean en el apartado 6 de la consulta tras la inclusión de un nuevo artículo 240 bis en la Ley del Mercado de Valores (en adelante referida como “LMV”), por la disposición final segunda del Real Decreto-ley 5/2021, de 12 de marzo, de medidas extraordinarias de apoyo a la solvencia empresarial en respuesta a la pandemia de la COVID-19.

La consulta pone de relieve los problemas que se pretenden solucionar, la oportunidad de la Circular y los objetivos de la misma, destacando que no hay un marco regulatorio específico a nivel europeo y que la Circular no regulará los productos en sí mismos ni sus proveedores o características sino, exclusivamente, los requisitos que deberá cumplir la actividad publicitaria que persiga el ofrecimiento de criptoactivos como posible inversión.

El grupo Bolsas y Mercados Españoles (en adelante, “BME”), que engloba a las infraestructuras que conforman el mercado español de valores (mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación, entidad de contrapartida central y depositario central de valores), así como a diversas sociedades que ofrecen servicios y actividades de interés a ese mercado, valora positivamente el proceso de consulta pública previa abierto.

1. Ámbito de aplicación

Al objeto de definir el ámbito objetivo de aplicación, la CNMV está valorando fijarlo en la actividad publicitaria dirigida a potenciales inversores residentes en España en la que se ofrezca o se llame a la atención sobre criptoactivos. Asimismo, plantea exceptuar del ámbito objetivo algunas actividades profesionales (“white papers”, análisis y recomendaciones de inversión profesionales u ofertas a profesionales), los activos no fungibles o los que sean exclusivamente un medio de pago.

En cuanto al ámbito de aplicación subjetivo, la CNMV está considerando incluir a los proveedores de servicios sobre criptoactivos, cuya definición se contendría en la Circular, con independencia de su país de origen, y a las empresas anunciantes que actúen por cuenta de aquellos.

**P1: ¿Considera que el ámbito objetivo y subjetivo de aplicación es adecuado?
¿Qué elementos deberían incluirse y excluirse?**

En relación con la limitación de las actividades publicitarias a los potenciales inversores residentes en España, ha de tenerse en cuenta que muchas de esas actividades pueden no acotarse en función de la residencia de los destinatarios e incluir, por tanto, a residentes españoles y a residentes en terceros países.

El artículo 240 bis de la Ley del Mercado de Valores alude a “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”, y no únicamente a criptoactivos. Sin perjuicio de que circunscribir la futura propuesta únicamente a criptoactivos pueda ser interesante para dar una primera respuesta al mandato legal, no queda claro si se está pensando en extender el mismo régimen a la publicidad de esos otros activos o instrumentos presentados como objeto de inversión, sin que, en su caso, se encuentren emitidos o registrados sobre la base de tecnología de registros distribuidos (DLT). La finalidad de esta inclusión sería, no solo cumplir con la literalidad del artículo 240 bis, sino que también tiene su justificación finalista, dado que la inversión en un token o criptoactivo emitido respecto de estos activos físicos sí quedaría sometida a la nueva regulación sobre publicidad.

Por otra parte, debe tenerse en cuenta que, a día de hoy, la CNMV en las comunicaciones “Criterios en relación con las ICO”, 20 de septiembre de 2018 y “Documento de preguntas y respuestas dirigidas a empresas FinTech sobre actividades y servicios que pueden tener relación con la CNMV”, 12 de marzo de 2019, indica que los *tokens* susceptibles de revalorización son considerados como *security tokens* y por tanto instrumentos financieros. De esta manera, quizá sería interesante especificar, bien en el articulado o en el preámbulo de la futura Circular de CNMV, que ésta no será de aplicación a tokens considerados como instrumentos financieros, los cuales deberán seguir lo estipulado en 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 (la “**Circular 2/2020**”). Esta cuestión pone de manifiesto la relevancia de implementar una definición adecuada de criptoactivo, sobre todo si se tiene en cuenta que, con el transcurso del tiempo, surgirán criptoactivos con características híbridas que hagan más difícil su categorización.

Como referencia a la hora de incorporar una definición de criptoactivo, puede resultar conveniente la contenida en la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de criptoactivos y por el que se modifica la Directiva 2019/1937 (“**MICA**”), que identifica a los criptoactivos como “*representaciones digitales de valor o derechos que puedan transferirse y almacenarse electrónicamente, mediante la tecnología de registros distribuidos u otra similar*”. En todo caso, esta definición no forma parte del acquis europeo, ya que la propuesta sigue su curso de tramitación legislativa entre los órganos co-legisladores europeos y, presumiblemente experimentará modificaciones que permitan recoger la precisión necesaria. No obstante, sería recomendable establecer una definición que tenga en cuenta las funcionalidades del activo y los riesgos derivados de la inversión en el mismo, más que la tecnología utilizada para su representación, de cara a clasificarlo como instrumento financiero o criptoactivo.

En cuanto a la exclusión del *White Paper*, esta podría ser aconsejable, siempre y cuando coincida con el alcance de la definición que le da MICA, especialmente si se tiene en cuenta que MICA no exige una autorización previa para la publicación del *White Paper* de una emisión de criptoactivos. En todo caso, la Circular debería precisar bien el ámbito de esa exclusión y alcance de esa expresión. Asimismo, de manera análoga a lo que la Circular 2/2020 prevé para la publicidad de productos financieros, sería interesante excluir del ámbito objetivo de aplicación de la futura circular las siguientes publicaciones:

- Campañas publicitarias corporativas que tengan informaciones genéricas sobre determinadas entidades.
- Documentación o informaciones que se proporcionen en presentaciones **a analistas o inversores institucionales**, realizadas por representantes de entidades de servicios de servicios de criptoactivos o por los propios emisores.
- Las publicaciones periódicas que emitan los analistas y los expertos definidos en el Reglamento Delegado (UE) 2016/958 de la Comisión, sobre los instrumentos o servicios financieros incluyendo, entre otras, informes de análisis y recomendaciones de inversión.

En cuanto a la exclusión de tokens no fungibles (o NFT), debe reflexionarse sobre la naturaleza de los mismos y tener en cuenta que los NFT se diferencian de los tokens fungibles debido a su naturaleza de representaciones de activos únicos tanto del mundo físico como virtual cuyas unidades no resultan intercambiables entre sí¹. Esta no fungibilidad se puede dar tanto en el caso de representaciones de activos escasos, o exóticos, y por tanto con pocas posibilidades de distribución para un gran público, pero también sobre tokens, o saldos de tokens, que simplemente tienen alguna carga (por ejemplo, un derecho de prenda sobre los mismos) y que, de esta manera pierden su fungibilidad con respecto al resto de una emisión. De hecho, el estándar ERC 1155 de Ethereum, por ejemplo, permite hacer emisiones combinadas de tokens fungibles y no fungibles entre sí. Por tanto, ante esa variedad de casuísticas, se considera que excluir a los tokens no fungibles de las mismas obligaciones que los fungibles podría ser una tarea difícil y, además, poco justificada. No obstante, podrían excluirse aquellos tokens que, además de no fungibles, sean únicos y poco susceptibles del tráfico generalizado.

Por otra parte, en el caso de aquellos criptoactivos que se utilicen como medios de pago, podría ser interesante que se excluya de esta publicidad, siempre y cuando se tenga en cuenta la propia naturaleza del token y si está expuesto a algún tipo de volatilidad que le asemeje más a un producto de inversión (en cuyo caso aplicaría la Circular 2/2020) que a un mero instrumento de pago.

Asimismo, debería valorarse la inclusión, dentro del ámbito subjetivo, de los emisores de criptoactivos, en la medida en que estén involucrados en actividades de comercialización.

¹ GARCÍA DEL POYO VIZCAYA: “Algunos casos de uso” en BARRIO ANDRÉS, Moisés (Coordinador): “Criptoactivos. Retos y desafíos normativos” Madrid, La Ley-Wolters Kluwer p. 90

2. Modalidades de control administrativo

La CNMV es partidaria de requerir autorización administrativa previa solo para aquellas campañas masivas dirigidas al público general que se lleven a término a través de medios de comunicación, soportes físicos o ciertos medios virtuales aunque apunta que otra opción aplicable a este tipo de campañas sería el establecimiento de un régimen de comunicación previa.

El resto de las acciones publicitarias quedarían sujetas a la actuación supervisora posterior de la CNMV quien podrá requerir el cese o rectificación de la actividad publicitaria según los términos establecidos en la Circular. Esta diferenciación responde a motivos de eficiencia y agilidad, a la vez que permite asegurar la supervisión previa en aquellos casos de publicidad masiva.

P2: ¿Considera adecuado requerir autorización previa solo para determinadas campañas masivas? ¿En qué casos considera que debería aplicarse tal diferenciación?

Si se tiene en cuenta que ciertos criptoactivos tendrán la categoría de productos financieros y, por tanto, pasarán a regirse por la Circular 2/2020, teniendo en cuenta que, según la Norma 9 de esa Circular, la publicidad de productos de inversión no necesita de autorización previa, los emisores podrían dotar a sus criptoactivos de requisitos que les otorgue una naturaleza similar a los productos financieros y sortear esa autorización previa de la publicidad por parte de CNMV.

De esta manera, quizá puede ser conveniente requerir únicamente la comunicación previa a la CNMV, en lugar de un proceso de autorización en sentido estricto.

Se considera razonable que las campañas de publicidad sobre las que se pueda aplicar este requisito deben ser aquellas que sean destinadas a inversores minoristas y particulares y sería conveniente poder definir correctamente y de manera inequívoca qué es lo que se entenderá por “campañas masivas dirigidas al público en general”., Tradicionalmente la publicidad masiva se contraponen a la publicidad de viva voz o individualizada dirigida a potenciales clientes. Sin embargo, hoy en día nos encontramos con medios tecnológicos que permiten un perfilamiento altamente individualizado de un número notablemente elevado de potenciales clientes a los que dirigir, de manera individualizada, sugerencias comerciales en función, de su edad, sus gustos en la red, lugar de residencia etc. De esta manera, si la definición de publicidad masiva no se precisa, una campaña publicitaria surgida de un perfilamiento de un gran número de potenciales inversores, que lance acciones publicitarias muy concretas y hechas medida de cada cliente correría el riesgo de ser considerada como no masiva y, por tanto, quedar excluida de este ámbito de aplicación. Por tanto, se aconseja incluir, dentro del ámbito de aplicación objetiva alguna referencia a campaña individualizadas pero que impacten a un número elevado de potenciales clientes y utilicen medios de distribución de publicidad masivos.

Lo mismo se establece en la propuesta de reglamento MICA cuando se indica que: “Las autoridades competentes no exigirán la aprobación previa del libro blanco de criptoactivos ni de las comunicaciones publicitarias al respecto antes de su publicación”. Tal y como se indica en dicha propuesta de reglamento, ha de evitarse toda carga administrativa indebida.

Todas las campañas publicitarias quedarían sujetas a los objetivos de claridad y contenido que se detallan en la Circular. Así, la publicidad deberá ser clara, equilibrada, imparcial y no engañosa. Esto es particularmente relevante en la información sobre rentabilidades, en particular cuando se haga referencia a rentabilidades históricas, y en la información sobre costes. Asimismo, se prevé que las campañas publicitarias estarán sujetas a la introducción obligatoria de advertencias sobre los riesgos de la inversión en criptoactivos, tanto de forma tasada y abreviada en cada comunicación publicitaria, como en documentación auxiliar más extensa.

P3: A efectos de cumplir con los objetivos de claridad y contenido, ¿qué elementos considera más relevantes?

Teniendo en cuenta como inspiración la Circular 2/2020, los elementos clave en cuanto a claridad, podrían ser los siguientes:

- La claridad en el lenguaje, la comunicación debe contener un lenguaje fácilmente comprensible y sencillo, evitando el uso de acrónimos o nombres excesivamente técnicos, así como informaciones ambiguas o poco claras que puedan llevar a la confusión
- La no omisión sobre riesgos u otras cuestiones relevantes del criptoactivo.
- La inclusión en la pieza publicitaria de la información relevante de manera accesible y fácilmente legible. En particular, el tamaño de fuente de esta información debería ser al menos igual al tamaño predominante en la comunicación comercial, con un tipo de letra fácilmente legible.
- Identificación de las características de los criptoactivos y, destacadamente, la condición de instrumentos ajenos a la LMV en la medida en que no sean instrumentos financieros, así como su exclusión del régimen de protección de clientes de la LMV y de la protección del fondo de garantía de inversiones.
- Al ser posible, tanto los riesgos como los beneficios podrían indicarse de una manera lo más visual posible.

En cuanto al contenido, sería interesante que la información constase, como mínimo, de los siguientes contenidos:

- La identidad del emisor y de los proveedores de servicios de criptoactivos, en especial la identidad de los proveedores de servicios de custodia a los que se

tenga que dirigir el propietario de los criptoactivos en caso de alguna reclamación.

- Los riesgos que puede llevar a aparejada la compra de criptoactivos, incluyendo aquellos riesgos tecnológicos aplicables (tales como los riesgos asociados a la custodia de claves).
- En el caso de que sea aplicable, la necesidad de contar con proveedores de servicios sobre criptoactivos, tales como proveedores de custodia.
- En caso de indicarse el coste y rentabilidad pasados de criptoactivos, deberá indicarse el periodo tiempo al que estos se refieren.
- Las posibles restricciones a la comercialización o venta posterior (como, por ejemplo, aquellas restricciones que sean derivadas de la no fungibilidad de los tokens).
- Los plazos en los que se pueda rescatar el importe invertido en dichos criptoactivos, en caso de que tenga alguna restricción al respecto.
- La existencia de comisiones o penalizaciones.
- Datos de contacto de cara a atender las dudas del adquirente de criptoactivos.

P4: En relación con los riesgos, ¿qué elementos considera debería incluir el texto de advertencia obligatoria? ¿Está de acuerdo en que este texto se incluya de forma obligatoria y tasada, con formato y posición que garantice su relevancia dentro de la pieza publicitaria? En caso contrario, justificar.

En cuanto a los riesgos deberían incluirse, como mínimo, los siguientes aspectos:

- Las potenciales disminuciones de valor que el criptoactivo pudiera sufrir, tales como la potencial pérdida del capital aportado, así como la posible pérdida de importes superiores al precio de adquisición, en caso de que esto sea posible.
- Los riesgos y limitaciones sobre la liquidez del criptoactivo, incluyendo menciones a la obligación de restituir el importe aportado o los riesgos de la venta anticipada del mismo, por ejemplo.
- La potencial alta volatilidad del producto. Debería dejarse claro que las pérdidas significativas e incluso totales a que el documento de la consulta pública previa

alude pueden derivar no solo de los “*ciberataques o fallos en la custodia*”, sino, también, de las propias características y desenvolvimiento de los criptoactivos.

- Los potenciales riesgos tecnológicos, incluidos aquellos derivados de la custodia de claves.
- Cualquier obligación en la que pueda incurrir el adquirente de criptoactivos, que sea derivada de la compra o de la tenencia de los mismos.
- La exclusión del régimen de protección de clientes de la LMV y de la protección del fondo de garantía de inversiones.

En cierta medida, la inclusión del texto relativo a los riesgos de manera obligatoria y tasada es aconsejable, dado que resultaría potencialmente beneficioso que estos riesgos se expongan de manera fácil, accesible, pero también uniforme para toda clase de criptoactivos. Podría ser interesante recurrir a una escala de clases similar a la incluida en el artículo 5 de la Orden ECC/2316/2015, de 4 de noviembre, relativa a las obligaciones de información y clasificación de productos financieros. No obstante, se aconseja que esta escala sea lo más sencilla y gráfica posible para los inversores (con algún indicador cromático o gráfico para hacerla más intuitiva).

Asimismo, en cuanto a la posición de la información en materia de riesgos, esta debe de estar en un lugar fácilmente accesible dentro de la pieza publicitaria, con una tipografía que no dificulte su lectura. Quizá pueda sugerirse la inclusión de un tamaño mínimo como la exigida en Punto II. 3 del Anejo de la Circular 4/2020, de 26 de junio, del Banco de España, sobre publicidad de los productos y servicios bancarios.

Por último, la norma deberá asimismo incluir un régimen de supervisión de publicidad por la CNMV, que detallará los procedimientos y plazos para recabar información de los sujetos obligados, exigir el cese o rectificación y proceder a la actuación sancionadora cuando resulte preciso. A tal efecto, los sujetos deberán disponer de información y documentación de las campañas publicitarias en curso y las realizadas en el último año. Dado el potencial impacto de las campañas publicitarias, ante un requerimiento de cese o rectificación, los plazos para actuar o recabar información deberían ser acotados y en principio no parece que deban ser superiores a 3 días. Este plazo podría variar en función del contenido o de la pieza publicitaria en cuestión.

P5: ¿Está de acuerdo en el enfoque general de actuación para el régimen de supervisión, así como en la necesidad de disponer de la capacidad de actuar con la agilidad necesaria? ¿Qué elementos deberían tenerse en cuenta para facilitar la actuación supervisora de la CNMV?

El plazo de 3 días es un plazo ágil y homologable a las obligaciones de publicación reguladas, por ejemplo, en la Circular 2/2020, con lo que se puede asegurar que el proceso de supervisión sea rápido y no obstaculice la marcha ordinaria de las actividades de promoción y publicidad.

Por otro lado, se sugiere que se establezca un registro cronológico de campañas, de naturaleza similar al regulado en la Norma 7 de la Circular 2/2020, que incluya tanto campañas activas como campañas históricas hasta ese máximo sugerido de un 1 año.

Por otra parte, puede suceder que haya una autoridad supervisora diferente del subyacente diferente de la autoridad formal (CNMV). Habría que prever una interlocución entre autoridades.

P6: ¿Qué otros elementos considera relevantes para el desarrollo de la Circular sobre la publicidad de criptoactivos?

Se considera conveniente que la futura Circular haga mención a la obligación de respetar las condiciones establecidas en la Ley 34/1988, de 11 de noviembre, General de Publicidad, la Ley 3/1991, de 10 de enero, de Competencia Desleal y demás normas reguladoras de la publicidad de general aplicación, de manera análoga a como se regula en la Norma 5 de la Circular 2/2020.