

La publicidad de los criptoactivos

Sumario

El propósito de este trabajo radica en analizar la disciplina de la publicidad de los criptoactivos contenida en el Reglamento MICA. Para ello creemos oportuno partir de la exposición de los problemas que estaban presentes en la publicidad comercial de los criptoactivos en la situación de ausencia de regulación con la finalidad de poder, posteriormente, analizar la regulación del Reglamento MICA y comprobar si efectivamente los logra solventar. Son dos las novedades principales a través de las cuales el Reglamento MICA pretende resolver los problemas de transparencia y desprotección del inversor que existían en el mercado de los criptoactivos. Por un lado, el referido a la estructura del mercado de los criptoactivos y, por el otro, el referido a la publicidad de los criptoactivos. El primero consigue la protección del inversor a través de la regulación de la estructura del mercado, determinando los operadores que pueden desplegar las actividades en este mercado y los requisitos que han de cumplir para ello, especialmente requisitos de solvencia y de transparencia, que como consecuencia del análisis que de la información hacen los inversores institucionales y los analistas, protegen al inversor minorista porque promueven la correcta formación de los precios y la integridad del mercado. Por su parte, el régimen de la publicidad comercial de los criptoactivos persigue proteger a los inversores minoristas asegurando la existencia de una competencia efectiva y leal que permita que los inversores puedan tomar decisiones libres y autónomas.

Abstract

The purpose of this paper is to analyze the crypto-asset marketing communications discipline contained in the MICA Regulation. To this end, we believe it is appropriate to begin by outlining the problems present in marketing communications for crypto-assets in the absence of regulation. This will then allow us to analyze the MICA Regulation and determine whether it effectively addresses them. The MICA Regulation seeks to address the transparency and retail holder protection issues that existed in the crypto-asset market through two main innovations. The first one relates to the structure of the crypto-asset market and the second one to the crypto-asset marketing communications discipline. The MICA Regulation achieves retail holder protection by regulating the market structure, determining the operators who can operate in this market and the requirements they must meet to do so, especially solvency and transparency requirements. These innovative features, as a result of the information analysis conducted by institutional investors and analysts, protect retail holders by promoting correct price formation and market integrity. For its part, the commercial advertising regime for crypto-assets seeks to protect retail holders by ensuring effective and fair competition that allows investors to make free and independent decisions.

Title: *The publicity of crypto assets*

Palabras clave: Criptoactivos, protección del inversor minorista, publicidad comercial, Reglamento MICA, transparencia

Keywords: *Crypto-assets, marketing communications, MICA Regulation, protection of retail holder, transparency*

DOI: 10.31009/InDret.2025.i4.04

Índice

1. Planteamiento

2. El despliegue de la regulación de los mercados de criptoactivos

3. El fundamento de la regulación de los mercados de criptoactivos y en especial de la publicidad comercial

4. El ámbito objetivo de aplicación del régimen de publicidad de los criptoactivos del Reglamento MICA

4.1. Los criptoactivos excluidos del ámbito objetivo de aplicación

4.2. Las clases de criptoactivos sujetos al ámbito objetivo de aplicación

5. El ámbito subjetivo de aplicación del régimen de la publicidad de los criptoactivos del Reglamento MICA

6. Los requisitos previos a la realización de la publicidad de los criptoactivos. El libro blanco de criptoactivos

7. Los principios de la publicidad de los criptoactivos

7.1. Principio de identificabilidad o autenticidad

7.2. Principio de imparcialidad

7.3. Principio de claridad

7.4. Principio de veracidad

7.5. Principio de coherencia

8. Los requisitos de contenido de la publicidad de los criptoactivos

9. El control administrativo de la publicidad de los criptoactivos

10. Bibliografía

Este trabajo se publica con una licencia Creative Commons

Reconocimiento-No Comercial 4.0 Internacional



1. Planteamiento*

La crisis financiera de 2007 y 2008 provocó una pérdida generalizada de confianza en los intermediarios financieros y condujo a la aceptación general de medios alternativos y privados, que permitiesen transferir dinero sin la intervención de instituciones soberanas, bancos centrales o intermediarios de ningún tipo, pero de forma igualmente segura y menos costosa. Desde aquel momento, el desarrollo del mercado de criptoactivos fue vertiginoso y se aceleró aún más después de la pandemia, triunfando especialmente entre los inversores minoristas más jóvenes, debido en gran parte a la intensa actividad publicitaria en redes sociales que llevaron a cabo los oferentes de criptoactivos. Todo este desarrollo y expansión del mercado de los criptoactivos, sin embargo, no fue acompañado de una regulación del mercado que proporcionara a los inversores una protección análoga a la que les ofrecen los mercados de valores. Esta ausencia de regulación condujo a una situación de alto riesgo para los inversores, que adquirían criptoactivos sobre la base de una publicidad incompleta, sesgada y, a veces, directamente engañosa, sin conocimiento del carácter especulativo de estos activos y de estar afrontando la posibilidad real de perder todo el dinero invertido.

En este contexto empezaron a aparecer voces alertando a los consumidores minoristas de todos los riesgos que podían comportar los criptoactivos y reclamando la necesaria regulación en este ámbito, que en España llegó en un primer momento con la introducción del art.240bis LMV a través del Real Decreto Ley 5/2021, de 12 de marzo y posteriormente con la aprobación por parte de la CNMV de la Circular 1/2022, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, relativa a la publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión. Esta Circular fue posteriormente derogada debido a la aprobación del Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2023, relativo a los mercados de criptoactivos (en adelante, Reglamento MICA), que viene a aportar el marco regulatorio y armonizado a nivel de la Unión Europea que se estaba reclamando para los mercados de criptoactivos y que intentando conservar las aportaciones ventajosas del desarrollo de dicho mercado y por tanto favoreciendo la innovación y la creación de nuevas oportunidades de crecimiento económico, persigue garantizar al mismo tiempo un elevado nivel de protección de los inversores minoristas, la integridad de los mercados de criptoactivos y la estabilidad financiera. Y lo hace imponiendo la transparencia o difusión de la información relativa a las características tanto de los oferentes como de los criptoactivos, necesaria para la consecución de una correcta formación de los precios, puesto que reduce las asimetrías informativas y las distorsiones de la competencia, lo que supone la protección del inversor, que en estas condiciones sí puede tomar sus decisiones económicas de forma informada y racional, y la integridad del mercado, en el que todos los que participan tienen la confianza en la igualdad de acceso a la información, contribuyendo en definitiva a que el mercado sea eficiente.

En este nuevo marco regulatorio se erige como elemento esencial para lograr la protección del inversor minorista, la competencia y la integridad del mercado la publicidad dirigida a los potenciales inversores minoristas de criptoactivos sobre las características, las funciones y los riesgos de los criptoactivos que se propongan adquirir, publicidad que debe ser imparcial, clara, veraz y coherente con la información que figure en el libro blanco de criptoactivos. Además, debe ser elaborada por los sujetos que cumplan los requisitos exigidos por el Reglamento MICA y quedar sometida a control por parte de las autoridades competentes, y así contribuir a la consecución de la protección del inversor, la competencia y la integridad del mercado.

El propósito de nuestro trabajo reside precisamente en el análisis del régimen de las comunicaciones publicitarias de los criptoactivos como mecanismo de protección del inversor, de la competencia y de la integridad del mercado, y para llevar a cabo este análisis describiremos en primer lugar la emergencia de los mercados de criptoactivos y la necesidad de la regulación de estos mercados (apartado 2), prestando especial atención al fundamento que justifica la actual regulación (apartado 3), para proseguir, una vez delimitado el ámbito objetivo y subjetivo de aplicación del nuevo marco regulatorio de los criptoactivos

* Autora de contacto: Teodora Jacquet Yeste (teodora.jacquet@udg.edu).

(apartados 4 y 5) y de los requisitos previos a la realización de la publicidad (6), con el análisis de los principios que rigen la publicidad de los criptoactivos así como de los elementos relativos al contenido que se imponen para contribuir a una publicidad veraz (apartados 7 y 8), finalizando con una referencia al régimen de control de la publicidad mediante la oportuna supervisión por parte de las autoridades competentes en este mercado (apartado 9).

2. El despliegue de la regulación de los mercados de criptoactivos

El origen del mercado de los criptoactivos se sitúa en la crisis financiera mundial acaecida tras la quiebra de Lehman Brothers en 2008, fruto de la desconfianza hacia los intermediarios financieros, a quienes se consideraba responsables de la crisis. Esta situación de desconfianza favoreció la implantación de sistemas de pago y de transferencia de dinero que prescindiesen de todas estas instituciones y entidades financieras, bancos centrales o intermediarios, sistemas basados en tecnologías de blockchain, que, fundamentalmente, consiste en una base de datos pública donde se registran de forma segura las transacciones, que es inalterable y disponible para su verificación en cualquier momento, quedando la información guardada sin posibilidad de ser falsificada, generando una gran seguridad en sus usuarios, y todo ello sin la dependencia de una entidad central¹.

Con el lanzamiento de la primera criptomoneda, el bitcoin, en enero de 2009², se pretendía, pues, proporcionar medios descentralizados, privados y seguros para transferir valor a través de internet sin necesidad de intermediarios ni terceros de confianza, lo cual presentaba el potencial de reducir los costes de transacción para el gasto minorista con tarjetas de crédito, los costos del comercio electrónico y las transferencias de dinero, evitando por ejemplo las altas comisiones que cobran las compañías de tarjetas de crédito. En especial permitía la realización de pagos más baratos, rápidos y eficientes a nivel transfronterizo, dado que se limitaba el número de intermediarios. Asimismo, las ofertas de criptoactivos al simplificar los procesos de captación de capital y favorecer la competencia, podían constituir una forma de financiación innovadora e inclusiva, entre otras para las pymes³. Con estos rasgos característicos, el desarrollo del mercado de criptoactivos había de promover el uso de las tecnologías innovadoras en materia de servicios financieros, que tenían el potencial de mejorar la eficiencia y la resistencia del sistema financiero a través de unos menores costes en la transacciones, una mayor interoperabilidad en el sistema de pagos o de una mayor competencia entre los distintos actores, un aumento de las oportunidades en lo que se refiere a servicios digitales innovadores, instrumentos de pago alternativos y nuevas fuentes de financiación para las empresas, creando nuevos tipos de actividad empresarial y modelos de negocio, que al final debían generar crecimiento económico y nuevas oportunidades de empleo⁴.

Desde aquel 2009 el número de criptomonedas fue en aumento y los criptoactivos se acabaron consolidando como una forma de captación de fondos del público. La expansión fue enorme, adquiriendo los criptoactivos una presencia cada vez mayor en el mercado minorista y especialmente entre los consumidores más jóvenes. La publicidad tuvo un papel fundamental en esta expansión⁵, siendo innegable que el aumento de la actividad y el interés de los consumidores en los criptoactivos se debió principalmente a las campañas publicitarias masivas llevadas a cabo por los oferentes de criptoactivos en todo el mundo, a través de publicidad en espacios públicos (marquesinas, vallas publicitarias) y anuncios de televisión, pero principalmente a través de contratos de patrocinio de grandes eventos deportivos y con personajes famosos⁶

¹ Vid. LLOPIS BLANQUE, “Algunas cuestiones de interés en la nueva Circular 1/2022 de publicidad sobre criptoactivos”, *Revista de Derecho del Sistema Financiero*, 4, 2022, pp.219-240.

² Vid., NAKAMOTO, «Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System», 2009, disponible en <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>

³ Destaca todas las oportunidades de las criptomonedas la Resolución del Parlamento Europeo, de 26 de mayo de 2016, sobre monedas virtuales, esp. pp. 3 a 6, disponible en https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2016-0228_ES.pdf.

⁴ Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España de primavera de 2022, capítulo especial sobre criptoactivos, pp.149-175, disponible en https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/22/IEF_20_22_1_CapE.pdf

⁵ Vid., ARRIBAS RUIZ, “Publicidad sobre criptoactivos: situación actual y qué se espera”, *Comunicaciones en Propiedad Industrial y Derecho de la Competencia*, 97, 2022, pp.123-154.

⁶ Vid., “Iniesta, Tom Brady o LeBron James: las criptomonedas invaden el mundo del deporte”, 15 de febrero de 2022, disponible en <https://www.elperiodico.com/es/deportes/20220215/criptomonedas-invaden-deporte-iniesta-brady-lebron->

y a través de publicidad digital en las redes sociales, que generaba mucha interacción y por tanto mucha difusión entre los usuarios de las redes⁷. La publicidad digital en redes sociales se vio impulsada enormemente después de la pandemia, que aceleró el proceso de digitalización de la sociedad y modificó determinados hábitos de consumo, inversión, ahorro y pagos y supuso una creciente utilización de redes sociales y canales digitales, contribuyendo aún más a aquella expansión.

En cuanto al contenido de la publicidad sobre criptoactivos, ésta se caracterizaba, en general, por destacar únicamente los aspectos positivos de los criptoactivos, y en particular las promesas de altas y rápidas rentabilidades, creando expectativas desproporcionadas, obviando los elevados riesgos y el carácter complejo y especulativo del activo, incompleta pues y, a veces, deliberadamente engañosa. De hecho, el principal medio a través del que se difundía la publicidad, las redes sociales, propiciaba, por las limitaciones de tiempo y espacio, mensajes concisos y llamativos, omitiendo información necesaria para la toma de decisión del potencial inversor. Igualmente, la publicidad que se valía de personajes famosos o *influencers*, que recibían un incentivo financiero para comercializar determinados criptoactivos y productos y servicios relacionados a través de los contratos de patrocinio anteriormente referidos, no hacía explícita esta relación comercial entre el personaje famoso o *influencer* y el oferente de criptoactivos, por lo que el consumidor no percibía el carácter sesgado de la publicidad, lo que la convertía en publicidad encubierta⁸. Todo ello conducía a que los inversores minoristas, atraídos por la capacidad de influencia de aquellos personajes, adquiriesen los criptoactivos sin ser conscientes de su carácter arriesgado y especulativo, afrontando la posibilidad real de perder todo el dinero invertido y situándose de esta manera en una posición de clara desprotección⁹.

Esta expansión de los criptoactivos se produjo sin un desarrollo normativo paralelo, dejando a los titulares de criptoactivos expuestos a riesgos, costes y gastos sobre los que no tenían una correcta información, sin una protección análoga a la que proporcionan los mercados financieros regulados. Con lo cual esa falta de regulación y de supervisión de las criptomonedas, que en los inicios del desarrollo del mercado era vista como una oportunidad de reducir costes y mejorar la eficiencia de los servicios financieros, empezó a

[13237512](#), donde se relata como las grandes plataformas de comercio de criptomonedas llegan a acuerdos para colocar sus nombres en grandes estadios deportivos o para patrocinar las camisetas de clubs de fútbol y béisbol o en fin para fichar a grandes estrellas del deporte para que promocionen sus productos en sus redes sociales.

⁷ Vid., LYUBOMIROV, *Análisis de la publicidad de criptomonedas*, Trabajo Fin de Grado, Universidad de Valladolid, 2022, disponible en <https://uvadoc.uva.es/handle/10324/54832>.

⁸ En España, cabe destacar la advertencia pública que hizo la CNMV a Andrés Iniesta por la publicación en su perfil de Twitter que estaba aprendiendo a “cómo empezar con las criptomonedas”. La CNMV advirtió al futbolista de que las inversiones en criptoactivos, por tratarse de productos no regulados, conllevan riesgos relevantes por anunciar en redes sociales el portal de compraventa de criptomonedas Binance. “Estoy aprendiendo cómo empezar con las criptomonedas con Binance”, ha publicado el deportista en su cuenta oficial de Twitter junto a unas fotografías en las que el mismo aparece haciendo uso de la página web y la aplicación de la compañía, bajo el hashtag #BinanceForAll. En su advertencia, la CNMV le recuerda a Andrés Iniesta que “los criptoactivos, al ser productos no regulados, tienen algunos riesgos relevantes. Es recomendable leer el comunicado de @CNMV_MEDIOS del 9/2/2021 <https://bit.ly/3d1rDWN> e informarse a fondo antes de invertir en ellos o de recomendar a otros que lo hagan”. También el Jurado de la Publicidad de AUTOCONTROL se pronunció en dictámenes en materia de publicidad de criptomonedas en redes sociales sobre la publicidad realizada por Cristóbal Soria “Masterclass sobre criptomonedas *influencer*” y AUC vs TRIFASICKO trading, sL). Fuera de España también hubo casos mediáticos como la promoción que hizo Kim Kardashian sobre criptoactivos (sin revelar el pago que recibió por la promoción) o la actriz Lindsay Lohan por publicidad encubierta de criptomonedas en sus redes sociales. Vid. ÁLVAREZ RODRÍGUEZ/YAZBECK, “Aspectos legales de la publicidad de criptomonedas en redes sociales”, *Blog Cuatrecasas*, disponible en <https://www.cuatrecasas.com/es/spain/propiedad-intelectual/art/aspectos-legales-publicidad-criptomonedas-redes-sociales>.

⁹ Sobre el papel de las redes sociales e *influencers* en la distribución de información y recomendaciones en materia financiera, vid., OTERO COBOS, “Crypto-Asset White Papers and Marketing Communications Post the MiCA Regulation”, en PASTOR SEMPERE (ed.), *Governance and Control of Data and Digital Economy in the European Single Market*, Springer, 2025, pp.269-283, disponible en https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-031-74889-9_12. Sobre las ventajas para el anunciante de la publicidad a través de *influencers* en redes sociales, vid. MARTÍNEZ OTERO, “Nuevas formas de publicidad encubierta en las plataformas digitales de internet”, *Revista de Derecho Mercantil*, 314, 2019, pp.1-26, quien destaca que ofrece públicos muy segmentados a quienes dirigir la campaña; aprovecha la capacidad de influencia del líder de opinión; atrae la atención del usuario de una manera más amable que la publicidad tradicional, al no resultar tan intrusiva; incrementa la credibilidad de los mensajes; permite vincular el producto con el estilo de vida del *influencer*; aumenta el recuerdo y el reconocimiento de la marca; fomenta empatía hacia la organización que vende el producto; incrementa la probabilidad de compra; evita el bloqueo de la publicidad por parte de programas específicos conocidos como *ad-blockers*; y se integra de forma natural dentro de los contenidos editoriales del *influencer* disimulando su naturaleza publicitaria, lo que reduce los mecanismos de rechazo o scepticismo de la audiencia.

percibirse como un peligro y empezó a despertar la preocupación de autoridades supervisoras nacionales¹⁰, comunitarias¹¹ y extracomunitarias¹², que se vieron en la necesidad de dirigirse a los inversores minoristas alertándoles de los riesgos de los criptoactivos¹³.

Los principales riesgos identificados fueron, en primer lugar, la información engañosa, que omitía los elevados riesgos de estos productos, su carácter especulativo y las extremas fluctuaciones que sufrían sus precios, lo que suponía el riesgo de perder una gran cantidad de dinero invertido y que convertían a los criptoactivos en productos no indicados, por su complejidad y volatilidad, para los pequeños inversores. En segundo lugar, la ausencia de protección para el inversor minorista, puesto que la mayoría de los criptoactivos y la venta de productos o servicios relacionados no estaban regulados en la UE y por tanto no proporcionaban a sus titulares los derechos y las medidas de protección disponibles para los consumidores de servicios financieros regulados, tales como los mecanismos de denuncia o recurso. En tercer lugar, la manipulación del mercado, falta de transparencia de precios y escasa liquidez: la determinación de los precios de los criptoactivos y la ejecución de transacciones en las plataformas frecuentemente no se realizaban de forma transparente. Además, la posesión de determinados criptoactivos estaba muy concentrada, lo que podía afectar a los precios o a la liquidez. Por último, la tecnología de registro distribuido que sustenta los criptoactivos entrañaba riesgos específicos que podían acarrear ciberataques, riesgos operativos y problemas de seguridad, ante los cuales los inversores podían sufrir interrupciones del servicio o pérdidas o perder las claves privadas con las que accedían a sus activos, además de otras actividades maliciosas y de fraude.

Es en este contexto de alarma por los riesgos referidos de un mercado de criptoactivos no regulado en el que el 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, introdujo un nuevo artículo 240 bis en la LMV para reforzar el marco legal de protección de los ciudadanos e inversores en lo relativo a la publicidad de nuevos instrumentos y activos financieros en el ámbito digital. En particular, se otorgaban a la CNMV competencias con el fin de sujetar a control administrativo la publicidad de criptoactivos y otros activos e instrumentos que no se regulaban en la LMV y que se ofrecían como propuesta de inversión, a la vez que se la habilitaba para desarrollar mediante Circular el ámbito objetivo y subjetivo, así como los mecanismos y procedimientos de control que se aplicarían a dichas actividades publicitarias. Haciendo uso de esta habilitación, la CNMV dictó la Circular 1/2022, de 10 de enero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, relativa a la publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión (en adelante, Circular 1/2022), para establecer un marco regulatorio en materia de publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión, sin entrar en la regulación de los criptoactivos ni de su emisión o los servicios prestados sobre ellos¹⁴. El objetivo de esta circular era que la publicidad de estos productos ofreciera contenidos veraces, comprensibles y no engañosos, e incluyera de forma visible los riesgos asociados a ellos¹⁵. A tal efecto, la Circular 1/2022 fijaba reglas sobre el contenido y el formato de los mensajes publicitarios de las campañas sobre criptoactivos. Incluía, también, un procedimiento de comunicación previa a la CNMV de las campañas publicitarias masivas, destinadas a cien mil personas o más, y otras herramientas para hacer efectiva la supervisión de la actividad publicitaria de los criptoactivos.

Sin embargo, al poco tiempo de la aprobación de la Circular 1/2002, fue aprobado el Reglamento MICA, que comportó la derogación de aquella Circular y reguló por primera vez la emisión y prestación de

¹⁰ Comunicado conjunto de la CNMV y del Banco de España sobre el riesgo de las criptomonedas como inversión, 2021. Y anteriormente, Comunicado conjunto de la CNMV y del Banco de España sobre “criptomonedas” y “ofertas iniciales de criptomonedas (ICOs)”, 2018.

¹¹ Nota conjunta de la *European Securities and Markets Authority, European Banking Authority y European insurance and occupational pensions Authority*, “Los reguladores financieros de la UE advierten a los consumidores sobre los riesgos de los criptoactivos”, 2022.

¹² Entre otras, OECD, “The Bitcoin Question: Currency versus Trust-less Transfer Technology”, *OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions*, 37, 2014.

¹³ Vid., PUENTE GONZÁLEZ, “Criptomonedas: naturaleza jurídica y riesgos en la regulación de su comercialización”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 22, 2018, pp.1-5.

¹⁴ Vid., BARRIO ANDRÉS, “La nueva regulación de los criptoactivos en España”, *Diario La Ley*, 10010, 2022, pp.1-6.

¹⁵ Vid., GIRONA DOMINGO, “Análisis de la Circular 1/2022, de 10 de enero de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, relativa a la publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión”, *Revista de Derecho del Sistema Financiero*, 3, 2022, pp.343-354.

servicios relacionados con criptoactivos, estableciendo un conjunto de reglas que, si bien no proporcionan la misma protección que la proporcionada por la de otros instrumentos financieros (así, los criptoactivos no están cubiertos por los sistemas de indemnización de los inversores con arreglo a la Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo ni por los sistemas de garantía de depósitos con arreglo a la Directiva 2014/49/UE)¹⁶, aportan transparencia al mercado y mayor protección al inversor¹⁷.

El Reglamento MICA viene a regular, en primer lugar, los requisitos de transparencia e información en relación con la emisión, oferta pública y la admisión a negociación de los diferentes criptoactivos cubiertos por su ámbito de aplicación. En segundo lugar, prevé los requisitos para la autorización y supervisión de los proveedores de servicios de criptoactivos y para los emisores de determinados criptoactivos, así como para su funcionamiento, organización y gobernanza. En tercer lugar, recoge las obligaciones que deben cumplirse para la protección de los titulares de criptoactivos y para los clientes de los proveedores de servicios de criptoactivos y las medidas dirigidas a prevenir las operaciones con información privilegiada, la divulgación ilícita de la información privilegiada y la manipulación del mercado en relación con los criptoactivos. Por último, contempla las previsiones oportunas sobre las autoridades competentes, sus facultades y un régimen sancionador.

3. El fundamento de la regulación de los mercados de criptoactivos y en especial de la publicidad comercial

La mayoría de los riesgos identificados en relación con los mercados de criptoactivos en ausencia de regulación son consecuencia de su opacidad: la falta de transparencia de estos mercados generaba una asimetría de información entre oferentes y adquirentes sobre las características de los activos negociados que afectaba a la correcta formación de los precios que acabó afectando negativamente a la integridad del mercado y a la confianza en éstos por parte de los inversores y, a su vez, también a la competencia, pues estos no disponían ni de la protección que les brindan los mercados eficientes ni de la libertad y autonomía para poder tomar informada y razonablemente sus decisiones. El nuevo marco regulatorio instaurado por el Reglamento MICA se dirige precisamente a combatir esta falta de transparencia, imponiendo la transparencia o difusión de la información relativa a las características tanto de los oferentes como de los criptoactivos, necesaria para la consecución de una correcta formación de los precios, puesto que reduce las asimetrías informativas y las distorsiones de la competencia, lo que supone la protección del inversor, que en estas condiciones sí puede tomar sus decisiones económicas de forma informada y razonable, y la integridad del mercado, en el que todos los que participan tienen la confianza en la igualdad de acceso a la información, contribuyendo en definitiva a que el mercado sea eficiente. Así lo declara el considerando 6 del Reglamento MICA: “este marco ha de favorecer la innovación y la competencia leal, garantizando al mismo tiempo un elevado nivel de protección de los titulares minoristas y de integridad de los mercados de criptoactivos”. Podemos afirmar pues que el fundamento de esta nueva regulación debe situarse en la protección del inversor, la protección de la competencia y la integridad del mercado.

Efectivamente, la protección del consumidor se produce al configurar el mercado de criptoactivos como un mercado transparente donde los participantes cuentan con toda la información necesaria para tomar sus decisiones de inversión de forma informada y razonable, información que ha de ser imparcial, clara, no engañoso y coherente con la información que figure en el libro blanco de criptoactivos. En estas condiciones, los inversores gozan de libertad y autonomía para tomar decisiones correctamente informadas y racionales entre las diferentes alternativas de inversión.

Esta protección del inversor supone a su vez la protección de la competencia, uno de cuyos presupuestos es la libertad y autonomía de sus participantes, y en un mercado en competencia se produce la eficiente asignación de los recursos a las inversiones más productivas. Asimismo, la protección de la competencia del mercado de criptoactivos a nivel europeo mantiene la competitividad de los Estados miembros en los

¹⁶ CNMV, Comunicado a los inversores sobre la entrada en aplicación del Reglamento MICA, 2024.

¹⁷ Vid., BLANCO SÁNCHEZ, “La publicidad de criptoactivos”, en PASTOR SEMPERE (dir.), *Dinero digital y gobernanza TIC en la UE*, Aranzadi, Navarra, 2022, pp.247-262.

mercados financieros y tecnológicos internacionales y proporciona a los clientes importantes beneficios en términos de acceso a servicios financieros y de gestión de activos más baratos, rápidos y seguros.

Por último, un mercado en el que se cumplen las normas de transparencia informativa por los emisores y transparencia en la negociación por el propio mercado, en el que se protege el mecanismo de la libre formación de los precios, es un mercado en el que existe integridad. Si no hay transparencia, y las informaciones sobre los criptoactivos son falsas o engañosas, los precios no representan el verdadero valor de los productos negociados. Esto hará que los inversores se muestren reacios a invertir sus recursos en criptoactivos, destinarán sus recursos a otros usos y los mercados de criptoactivos no podrán conseguir su misión: promover el uso de las tecnologías innovadoras en materia de servicios financieros, un aumento de las oportunidades en lo que se refiere a servicios digitales innovadores, instrumentos de pago alternativos y nuevas fuentes de financiación para las empresas, crecimiento económico y nuevas oportunidades de empleo¹⁸. En cambio, la confianza del inversor en que los precios reflejan toda la información existente es imprescindible para que el mercado funcione correctamente y cumpla las funciones que tienen encomendadas.

En este nuevo marco legal el Reglamento MICA ha previsto un régimen especial de la publicidad sobre criptoactivos que se ha de convertir en una herramienta esencial para lograr la perseguida transparencia del mercado de criptoactivos¹⁹. Este régimen especial impone que la publicidad dirigida a los potenciales inversores minoristas de criptoactivos sea imparcial, clara, no engañoso y coherente con la información que figure en el libro blanco de criptoactivos, además de incluir un contenido obligatorio. Ciertamente la publicidad que no cumple con estos requisitos es claro que induce a error a los inversores y altera su comportamiento económico, impidiendo que puedan tomar decisiones correctamente informadas y racionales, quedando pues desprotegidos y causando un grave perjuicio a la competencia y a la integridad del mercado. Sin embargo, por sí sola la exigencia de una publicidad imparcial, clara, no engañoso y coherente no resuelve el problema de la desprotección del inversor minorista que existía antes de la entrada en vigor del Reglamento MICA, en que las normas generales de publicidad y contra la competencia desleal que resultaban de aplicación a los criptoactivos ya prohibían la publicidad engañoso y encubierta, entre otras, resultando claramente insuficientes.

Es necesario además que los que elaboren esa publicidad cumplan un conjunto de requisitos de transparencia y solvencia que supongan ciertas garantías para el inversor minorista, lo que obliga a exigir unos requisitos previos a los sujetos que quieran publicitar criptoactivos, y también que la publicidad sea objeto de control por parte de las autoridades competentes y se pueda exigir que sea rectificada, suspendida o incluso prohibida si no cumple con los requisitos impuestos. Este régimen de la publicidad de los criptoactivos es el que pasamos a abordar en los próximos apartados, deteniéndonos en primer lugar en la delimitación del ámbito de aplicación, tanto objetivo como subjetivo, de dicho régimen y los requisitos previos que se han de cumplir antes de realizar cualquier publicidad sobre criptoactivos, afrontando en segundo lugar el análisis de los principios sustantivos y de contenido de las comunicaciones publicitarias sobre criptoactivos, para finalizar, en tercer lugar, con el régimen del control administrativo a que se somete la publicidad de criptoactivos por parte de las autoridades competentes.

4. El ámbito objetivo de aplicación del régimen de los criptoactivos del Reglamento MICA

El Reglamento MICA delimita su ámbito objetivo positivamente, distinguiendo tres clases de criptoactivos que queda sujetos a su regulación (art.1 Reglamento MICA), y negativamente, estableciendo un conjunto de exclusiones de criptoactivos a los que no se aplica (art.2 Reglamento MICA). La razón de esta doble delimitación radica en dejar fuera del ámbito de aplicación del Reglamento MICA los criptoactivos que ya

¹⁸ Vid., MARTÍNEZ FLÓREZ, “Los fundamentos de la prohibición del abuso de mercado”, 2019, *Blog Almacén de derecho*, disponible en <https://almacendedderecho.org/los-fundamentos-de-la-prohibicion-del-abuso-de-mercado>.

¹⁹ Vid., GUILLEN, “La importancia de la publicidad en el sector de los criptoactivos”, *Baylos Actualidad*, 2023, disponible en <https://baylos.com/blog/la-importancia-de-la-publicidad-en-el-sector-de-los-criptoactivos>.

cuentan con una regulación y sujetar a aquellos que no cuentan con ninguna²⁰, y más concretamente dejar fuera del ámbito de aplicación del Reglamento MiCA los instrumentos financieros y abarcar todos los tipos de criptoactivos que actualmente quedan fuera del ámbito de aplicación de la legislación de la UE en materia de servicios financieros.

La designación de un concreto criptoactivo como incluido o no en el ámbito de aplicación del Reglamento MiCA corresponde inicialmente a los emisores, oferentes o solicitantes de admisión a negociación, que en la notificación del libro blanco o en la solicitud de autorización para la oferta o admisión a negociación de criptoactivos han de justificar por qué el criptoactivo en cuestión no debe considerarse como excluido del ámbito de aplicación del Reglamento MiCA y qué tipo de criptoactivo es (arts.8 y 18 Reglamento MiCA). No obstante, esta declaración puede ser cuestionada por las autoridades competentes, que deben adoptar un enfoque en el que predomine el fondo sobre la forma, según el cual las características del criptoactivo en cuestión determinan la clasificación y no su designación por el emisor²¹.

4.1. Los criptoactivos excluidos del ámbito objetivo de aplicación

En virtud de los principios de “misma actividad, mismos riesgos, mismas normas” y de neutralidad tecnológica, los criptoactivos que entran en el ámbito de aplicación de la legislación de la UE en materia de servicios financieros deben seguir estando regulados por el marco normativo vigente, con independencia de la tecnología utilizada para su emisión o transferencia²². Así, excluye expresamente de su ámbito de aplicación los criptoactivos que se consideran instrumentos financieros²³. Dadas las dificultades que puede acarrear la tarea de delimitar claramente los criptoactivos incluidos en el ámbito de aplicación del Reglamento MiCA y por otra los instrumentos financieros, se encomienda a la AEVM que emita directrices sobre los criterios y las condiciones para la consideración de los criptoactivos como instrumentos financieros. Asimismo, las autoridades competentes deben poder solicitar dictámenes a las AES sobre la clasificación de criptoactivos, incluidas las clasificaciones propuestas por oferentes o personas que soliciten la admisión a negociación.

Deben excluirse también los que se consideran depósitos, incluso los depósitos estructurados²⁴, los fondos (excepto si se consideran fichas de dinero electrónico)²⁵, las posiciones de titulización²⁶, y los productos de seguro de vida o distintos del seguro de vida pertenecientes a los ramos de seguros enumerados en los anexos I y II de la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo o los contratos de reaseguro y de retrocesión a que se refiere esta misma directiva, los productos o planes de pensiones y sistemas de seguridad social.

El Reglamento tampoco se aplica a los criptoactivos que sean únicos y no fungibles con otros criptoactivos, incluidos las colecciones y el arte digitales (los conocidos como NFTs). Tampoco debe aplicarse a los

²⁰ Vid., MARTÍNEZ NADAL, “Las denominadas criptomonedas estables: principales aspectos de su régimen jurídico en la propuesta MiCA”, en PASTOR SEMPERE (dir.), *Dinero digital y gobernanza TIC*, 2022, pp.57-89.

²¹ Vid. TELLETXEA GASTEARENA, *Los criptoactivos en los Reglamentos europeos*, 2024, Reus, Madrid, p.126, quien critica que el carácter del criptoactivo venga determinado por la declaración que haga el emisor o solicitante en el libro blanco o solicitud de autorización, por ser contradictorio con el espíritu de la causa del contrato que convierte en irrelevante el *nomen iuris* que las partes otorguen a un activo ya que lo importante es su naturaleza, que viene delimitada por sus características y función.

²² El Reglamento MiCA recoge el denominado principio de neutralidad tecnológica y equivalencia funcional, en virtud de los cuales el empleo de un determinada tecnología no debe implicar la aplicación de un régimen diferenciado a activos que desempeñan funciones equivalentes, y que también queda reflejado en el art.2.2 LMV 6/2023: «También se considerarán instrumentos financieros los comprendidos en el apartado 1 cuando los mismos sean emitidos, registrados, transferidos o almacenados utilizando tecnología de registros distribuidos u otras tecnologías similares como soporte de esas actuaciones». Vid. DE MIGUEL ASENSIO, “Propuesta de Reglamento sobre los mercados de criptoactivos en la UE”, *La Ley Unión Europea*, 85, 2020, pp.1-7.

²³ Tal como se definen en la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (en adelante, Directiva 2014/65).

²⁴ Tal como se definen en la Directiva 2014/49/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, relativa a los sistemas de garantía de depósitos y en la Directiva 2014/65.

²⁵ Tal como se definen en la Directiva (UE) 2015/2366 del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de noviembre de 2015 sobre servicios de pago en el mercado interior.

²⁶ Reglamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un marco específico para la titulización simple, transparente y normalizada.

criptoactivos que representen servicios o activos físicos únicos y no fungibles, como las garantías de productos o los bienes inmuebles, dadas las limitadas posibilidades que tienen estos criptoactivos de tener un uso financiero puesto que aunque podrían negociarse en los mercados y acumularse con fines especulativos no son fácilmente canjeables y el valor relativo de un criptoactivo de este tipo con respecto a otro, siendo cada uno de los cuales único, no puede determinarse por comparación con un mercado existente o con un activo equivalente, de esta manera se acotan los riesgos para los inversores y el sistema financiero.

También se excluyen determinadas operaciones intragrupo, ya que no plantean riesgos para la protección de los inversores, la integridad del mercado, la estabilidad financiera, el buen funcionamiento de los sistemas de pago, la transmisión de la política monetaria o la soberanía monetaria.

Se excluyen además los activos digitales emitidos por bancos centrales que actúen en su calidad de autoridad monetaria, incluido el dinero de los bancos centrales en forma digital (las llamadas CBDCs), o los criptoactivos emitidos por otras autoridades públicas de los Estados Miembros.

Por último, se excluyen aquellos activos digitales que no pueden transferirse a otros titulares, que sólo sean aceptados por el emisor o el oferente y que sean técnicamente imposibles de transferir directamente a otros titulares, como los programas de fidelización en los que los puntos por fidelidad pueden intercambiarse solo con el emisor u oferente de dichos puntos.

4.2. Las clases de criptoactivos sujetos al ámbito objetivo de aplicación

El Reglamento MICA distingue tres clases de criptoactivos objeto de regulación en función de si éstos tratan de estabilizar su valor en relación con otros activos o no, puesto que los riesgos y oportunidades que plantean unos y otros son distintos. Esta clasificación no es meramente enunciativa, sino que determina los requisitos exigidos a los emisores, que abarcan desde la gobernanza y la gestión de reservas, hasta los derechos de reembolso y las obligaciones de información regulatoria. Cada una de las clases de criptoactivos tiene su propio régimen de requisitos, obligaciones y responsabilidades de cara a lograr la autorización necesaria para su emisión y comercialización.

En primer lugar, se encuentran los criptoactivos cuyo objetivo es estabilizar su valor haciendo referencia a una sola moneda oficial o fichas de dinero electrónico. Su función es muy similar a la del dinero electrónico (en adelante, EMT por sus siglas en inglés) y, al igual que este, actúan como sustituto electrónico de las monedas y los billetes, empleándose normalmente para efectuar pagos. El Reglamento MICA acoge una definición lo más amplia posible para abarcar todos los tipos de criptoactivos que estén referenciados a una única moneda oficial y someterlos al régimen previsto en este, para evitar que los titulares de estos criptoactivos queden desprotegidos al no reconocerse un crédito frente al emisor o de que el crédito no sea por su valor nominal en la moneda referenciada por no quedar incluidos en la Directiva 2009/110/CE sobre dinero electrónico. Dado que su función es más parecida a un instrumento de pago respecto del resto de criptoactivos, la importancia de tener un emisor creíble y fiable es fundamental para evitar el fraude. Así, este régimen limita la condición de emisor de un criptoactivo EMT exclusivamente a todas las entidades que se encuentran ya autorizadas para servir como instituciones de crédito o entidades de dinero electrónico. La principal obligación de los emisores de EMTs consiste en garantizar que los titulares puedan canjear sus tokens en cualquier momento y por el valor nominal en la divisa de referencia. Este requisito se corresponde con los principios de protección del consumidor de la legislación sobre dinero electrónico, asegurando una reclamación directa y exigible ante el emisor.

Dentro de esta categoría de criptoactivos, el Reglamento MICA distingue los que tienen la condición de “significativas”, a las que, por tratarse de fichas que comportan un mayor riesgo de afectación a la estabilidad financiera ya sea por el volumen de las operaciones realizadas, por el número de clientes captados, por el número de operaciones efectuadas o interconexión a activos o de su emisor con el sistema financiero, entre otros criterios (art.56 en relación al 43 Reglamento MICA), somete a un régimen más estricto, en relación a requisitos de capital, de interoperabilidad y adopción de políticas de gestión de liquidez.

En segundo lugar, encontramos las fichas referenciadas a activos, cuyo objetivo es estabilizar su valor haciendo referencia a otro valor o derecho, o a una combinación de estos, incluidas una o varias monedas oficiales (en adelante, ART, por sus siglas en inglés). Este segundo tipo abarca todos los demás criptoactivos, distintos de las fichas de dinero electrónico, que pretenda mantener un valor estable referenciado a otro valor o derecho, o a una combinación de ambas, como divisas, materias primas, criptoactivos u otros instrumentos financieros. La diferencia entre ARTs y EMTs es, pues, la referencia que apoya el precio de la moneda, en las ARTs se emplean activos o una cesta de divisas y en la segunda se utiliza una única divisa²⁷. Este tipo de criptoactivos plantea mayores riesgos que otros criptoactivos en términos de protección de los titulares de criptoactivos, especialmente de los titulares minoristas, y de integridad del mercado. La naturaleza y composición de sus activos de respaldo pueden incorporar riesgos de mercado, crédito y operativos, que varían en función de los tipos de activos y su volatilidad. Por ejemplo, un ART referenciado tanto al euro como al oro puede estar expuesto a fluctuaciones en el precio de las materias primas que no afectarían a un EMT denominado en euros. El Reglamento MICA aborda estos riesgos mediante exigencias adicionales para los emisores de ARTs en relación con su autorización, estándares de gobernanza reforzados y obligaciones específicas de divulgación y de disposición de reservas de activos para evitar su volatilidad, así como el establecimiento de un procedimiento de quejas y reclamaciones²⁸.

Igual que sucede en los criptoactivos EMT, el Reglamento MICA distingue en relación con los ART aquellos que son significativos, en base a los mismos criterios ya referidos en relación con los EMT, previstos en el art.43 Reglamento MICA y por ello también este caso exigen un control reforzado.

Estas dos primeras clases de criptoactivos se conocen como estables o stablecoins, que, como acabamos de ver, son aquellas que pretenden mantener un valor estable en el tiempo tomando como referencia bien una o varias monedas oficiales emitidas por un banco central o por otra autoridad monetaria, bien una cesta de activos u otros criptoactivos o bien una combinación de todo lo anterior²⁹. Y que contrastan con la tercera clase de criptoactivos regulada en el Reglamento MICA, que no son ni fichas referenciadas a activos ni fichas de dinero electrónico, denominados también por la doctrina criptoactivos generales, y que cubre una gran variedad de criptoactivos, incluidas las fichas de consumo, utility tokens o fichas de servicio, criptoactivos cuya finalidad es dar acceso digital a un bien o un servicio, disponible mediante tecnología de registro descentralizado y aceptado únicamente por el emisor de la ficha en cuestión, y en general criptoactivos carentes de respaldo o que dependen sólo de mecanismos algorítmicos para mantener su valor³⁰. Al carecer de fines financieros, y por tanto no entrañar tantos riesgos como las otras clases de criptoactivos, no están sujetos a las mismas exigencias de reservas, reembolso o gestión de activos que los EMTs y ARTs y no requerirán para su oferta pública haber obtenido una autorización previa ni control específicos sobre el emisor, sino que están sometidos a un régimen de mera notificación.

5. El ámbito subjetivo de aplicación del régimen de la publicidad de los criptoactivos del Reglamento MICA

Al establecer los requisitos que deben cumplir los sujetos que pueden prestar servicios de criptoactivos, así como emitir, ofrecer al público y solicitar la admisión a negociación de criptoactivos, y por tanto limitar los sujetos que pueden hacerlo, el Reglamento MICA también está limitando los sujetos que pueden hacer publicidad sobre criptoactivos. A diferencia de lo que sucedía antes de la regulación implantada por el Reglamento MICA, en que cualquier persona podía publicitar criptoactivos, bajo la regulación prevista en éste sólo aquellas personas que cumplan con determinados requisitos podrán hacerlo, cumpliendo el régimen de las comunicaciones publicitarias que más adelante analizaremos. Estableciendo los operadores

²⁷ Sobre diferencias con los criptoactivos EMT, MUÑOZ PÉREZ, “Tokenizaciones. Caracterización de las Criptomonedas, los Criptoactivos y los Instrumentos financieros”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 170, 2023, pp.1-19.

²⁸ La Comisión ha publicado el Reglamento Delegado (UE) 2025/293 de la Comisión, de 30 de septiembre de 2024, que completa MICA, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican los requisitos, las plantillas y los procedimientos para la tramitación de reclamaciones relativas a fichas ART.

²⁹ Ambos tienen una clara función sustitutiva del dinero con una triple función de este como “medio de pago”, “depósito de valor” y “unidad de cuenta”. El Reglamento MICA tiene la intención que no sean instrumentos de inversión, por lo que impide que se concedan a los titulares de dichas fichas intereses en función del tiempo durante el cual las mantienen las fichas.

³⁰ Vid., MUÑOZ PÉREZ, “Tokenizaciones”, 2023, pp.6.

que pueden desplegar estas actividades y publicitarlas y los requisitos de solvencia y transparencia que han de cumplir, se protege al inversor y, a su vez, la integridad del mercado, puesto que esta regulación de la estructura del mercado promueve la correcta formación de los precios, como consecuencia del análisis que de la información que están obligados a suministrar los sujetos y que hacen los inversores institucionales y analistas.

El Reglamento MICA se aplica a toda persona física o jurídica y a determinadas empresas que participen en la emisión, la oferta pública y la admisión a negociación de criptoactivos o que presten servicios relacionados con los criptoactivos en la Unión (art.2 Reglamento MICA), quedando excluidos del ámbito de aplicación una serie de personas y entidades enumerados en el mismo precepto³¹.

Dependiendo de la clase de criptoactivo de que se trate, los sujetos obligados a cumplir con el régimen especial de publicidad variarán, siendo el ámbito de aplicación más o menos restringido, en función, otra vez, de los mayores o menores riesgos que comporte el criptoactivo en cuestión para los inversores minoristas.

En el caso de los criptoactivos distintos de los ART y EMT, las comunicaciones publicitarias pueden ser elaboradas por el oferente, por el solicitante de la admisión a negociación del criptoactivo, por el emisor, si es que difiere del oferente o solicitante, y también por el operador de la plataforma de negociación, cuando sea este el que publique el libro blanco del criptoactivo admitido a negociación a su plataforma y también en el caso en que el solicitante de la admisión a negociación del criptoactivo y el operador de la plataforma acuerden que será el operador quien esté obligado a cumplir el requisito relativo a la elaboración y publicidad de las comunicaciones publicitarias (art.5.2 y .3 Reglamento MICA).

En el caso de los criptoactivos ART y EMT, en cambio, es el emisor de los criptoactivos el único autorizado para ofertar al público un criptoactivo ART y solicitar su admisión a negociación (art.16.1 y 48.1 Reglamento MICA) y también quien debe cumplir con las obligaciones referentes a las comunicaciones publicitarias previstas en los arts.29 y 53 Reglamento MICA, respectivamente. Sin embargo, con el consentimiento escrito del emisor de un criptoactivo ART o EMT, otras personas podrán ofrecer al público o solicitar la admisión a negociación de dicha ficha y en este caso serán estas otras personas las que deberán cumplir con las obligaciones referentes a las comunicaciones publicitarias (arts.16.1 y 48.1 Reglamento MICA).

El Reglamento MICA no menciona, como sí hacía la Circular 1/2022, a los proveedores de servicios publicitarios ni otras personas que realicen por iniciativa propia o por cuenta de terceros una actividad publicitaria sobre criptoactivos, como los ya referidos *influencers*. Eso no significa que, por ejemplo, los *influencers* no puedan aparecer en las comunicaciones publicitarias sobre criptoactivos, pues mediante la celebración del correspondiente contrato publicitario, los sujetos autorizados a elaborar comunicaciones publicitarias de criptoactivos pueden contratarlos con fines promocionales, pero dichas comunicaciones deberán cumplir los requisitos sustantivos y de contenido que fija el Reglamento MICA y la responsabilidad respecto del cumplimiento de estos requisitos corresponderá al emisor, ofertante, solicitante, operador o persona autorizada por el emisor, según corresponda³².

³¹ Las personas que presenten servicios de criptoactivos exclusivamente a sus empresas matrices, a sus propias filiales o a otras filiales de sus empresas matrices; el liquidador o administrador que intervenga en el marco de un procedimiento de insolvencia, excepto a los fines del art.47; el BCE, los bancos centrales nacionales de los Estados miembros cuando actúen en su condición de autoridad monetaria, y otras autoridades públicas de los Estados miembros; el Banco Europeo de Inversiones y sus filiales; la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera y el Mecanismo europeo de Estabilidad; las organizaciones internacionales públicas.

³² Nos referimos a los *influencers* promocionando criptoactivos. Otra situación distinta es aquella en que el *influencer* no mantiene ningún tipo de relación con el emisor de criptoactivos, sino que se dedica a ofrecer información sobre productos financieros y de ahorro, opinar sobre la bolsa o hacer recomendaciones de inversión. Se trata de los *influencers* especializados en el ámbito financiero, también llamados *fin-fluencers*. Este tipo de contenido queda fuera del ámbito del MICA y algunos auguran una futura regulación al respecto. Vid., OTERO COBOS, “Crypto-Asset White Papers and Marketing Communications Post the MiCA Regulation”, 2025, pp.278-280.

6. Los requisitos previos a la realización de la publicidad de los criptoactivos. El libro blanco de criptoactivos.

Para garantizar que toda oferta pública y admisión a negociación de criptoactivos en la UE son objeto del seguimiento y la supervisión adecuados por parte de las autoridades competentes, el Reglamento MICA articula un control basado principalmente en la imposición de una serie de deberes de transparencia e información que recaen sobre los emisores, oferentes, solicitantes, operadores u otras personas autorizadas por los emisores según el caso, entre los que destaca la elaboración del libro blanco de criptoactivos.

La importancia del libro blanco en la función del Reglamento MICA de dotar de transparencia al mercado de criptoactivos es evidente y puede verse como equivalente al folleto informativo para la oferta de venta o solicitud de admisión a negociación de la normativa del mercado de valores. El libro blanco tiene un contenido obligatorio, que persigue informar a los potenciales adquirentes minoristas de las características, las funciones y los riesgos de los criptoactivos que se propongan adquirir. El libro blanco ha de incluir información de carácter general acerca del emisor, el oferente o quien solicite la admisión a negociación, el proyecto que se pretenda llevar a cabo con el capital obtenido, la oferta pública de criptoactivos o su admisión a negociación, los derechos y obligaciones asociados a los criptoactivos, la tecnología subyacente empleada en relación con tales criptoactivos y los riesgos correspondientes, aunque no debe contener una descripción de riesgos imprevisibles y con poca probabilidad de materializarse³³, y también la información específica de cada tipo de criptoactivo (arts.6, 19 y 51), así como un resumen que de forma sucinta y sin tecnicismos que proporcionará la información relevante sobre la oferta o admisión, que ha de ser fácil de comprender y se ha de presentar en un formato claro y completo y con la información adecuada sobre las características del criptoactivo que ha de permitir a los potenciales titulares tomar una decisión fundada. Su contenido está desarrollado en los anexos I a III para las tres clases de criptoactivos.

Con miras a la supervisión y a la transparencia del mercado, sin embargo, no es suficiente con la elaboración del libro blanco, sino que, antes de que un criptoactivo pueda ser objeto de publicidad, es necesario el cumplimiento de una serie de requisitos adicionales, que varían en función de la clase de criptoactivo de que se trate, siendo más exigentes en el caso de los criptoactivos ART y EMT y menos en el resto de criptoactivos. Así, por lo que respecta a los criptoactivos distintos a ART y EMT, es preciso, como regla general, que los oferentes o solicitantes no sólo elaboren sino también que notifiquen a la autoridad competente del Estado miembro en el que tengan su domicilio social o sucursal, su libro blanco y también elaboren y, a petición de la autoridad competente, notifiquen sus comunicaciones publicitarias (arts.4.1 y 8.1 y 8.2 Reglamento MICA). Las comunicaciones publicitarias se notificarán, previa solicitud, a la autoridad competente del Estado miembro de origen y de acogida. La obligación de notificación del libro blanco y de las comunicaciones publicitarias no supone, sin embargo, que deban ser aprobadas. En efecto, a fin de evitar cargas administrativas indebidas, las autoridades competentes no deben exigir la aprobación previa del libro blanco ni de las comunicaciones publicitarias antes de su respectiva publicación (art.8 Reglamento MICA), aunque sí están facultadas para solicitar modificaciones del libro blanco y de cualquier comunicación publicitaria y si fuese necesario para solicitar la inclusión de información adicional en el libro blanco.

Una vez notificado el libro blanco y las comunicaciones publicitarias, deben publicarse en su sitio web, que ha de ser de acceso público, con una antelación razonable y a más tardar en la fecha de inicio de la oferta pública de esos criptoactivos o de su admisión a negociación y permanecerán disponibles en el sitio web mientras los criptoactivos estén en manos del público (art.9 Reglamento MICA). El Reglamento MICA prohíbe expresamente que se difunda ninguna comunicación publicitaria antes de la publicación del libro blanco. Tras dicha publicación, los oferentes y solicitantes ya están en condiciones de ofrecer esos criptoactivos en toda la Unión y solicitar su admisión a negociación en la UE. Esta obligación de notificación y publicidad del libro blanco y de las comunicaciones publicitarias se extiende a cualquier

³³ Se apunta a que en los folletos se ha demostrado la tendencia de los emisores a incluir un elenco interminable e indiferenciado de riesgos cuya finalidad es más la de eliminar la responsabilidad del emisor que informar al inversor. Vid. PASCUA MATEO, “Criptomonedas”, en GARCÍA MEXÍA (dir.), *Criptoderecho. La regulación de Blockchain*, La Ley, Madrid, 2023, pp. 347-408.

modificación de libro y de las comunicaciones, fruto de un nuevo factor significativo o error o inexactitud sustanciales que puedan afectar a la evaluación de los criptoactivos.

A pesar de ser esta la regla general, el apartado 4.2 Reglamento MICA prevé una serie de supuestos en que no se exige la elaboración, notificación y publicación del libro blanco ni de las comunicaciones publicitarias: cuando se trate de una oferta a menos de 150 personas, que actúen por cuenta propia; cuando la contraprestación total de la oferta pública no exceda de 1.000.000 euros; cuando la oferta de criptoactivos esté dirigida exclusivamente a inversores cualificados y sólo estos puedan resultar titulares de los criptoactivos. Y el art. 4.3 Reglamento MICA directamente prevé la no aplicación del título II cuando concurran las circunstancias siguientes: el criptoactivo se oferta gratuitamente; se cree automáticamente como recompensa por el mantenimiento del registro distribuido o la validación de operaciones; la oferta se refiera a una ficha de consumo que proporcione acceso a un bien o servicio que exista o esté en funcionamiento; el titular del criptoactivo sólo tenga derecho a utilizarlo a cambio de bienes y servicios en una red limitada de comerciantes con acuerdos contractuales con el oferente.

En cuanto a los criptoactivos ART, únicamente deben permitirse las ofertas públicas o la solicitud de su admisión a negociación cuando el emisor sea una entidad de crédito o bien una persona jurídica debidamente autorizada por la autoridad competente de su país (art. 16 Reglamento MICA). Los requisitos para las entidades de crédito consisten en elaborar un libro blanco, presentarlo para la aprobación y obtener dicha aprobación³⁴. Aquellas personas jurídicas u otras empresas que no sean entidades de crédito deben presentar la solicitud para obtener la autorización de la autoridad competente, que debe ir acompañada entre otra documentación del libro blanco de criptoactivos. La concesión de la autorización al emisor solicitante supone la aprobación del libro blanco, que debe ser publicado en el sitio web del emisor, así como cualquier modificación del mismo, y a partir de esta publicación ya se pueden publicar las comunicaciones publicitarias, y cualquier modificación de estas, en el sitio web del emisor. Igual que en los criptoactivos distintos de ART y EMT, las autoridades competentes no pueden exigir que las comunicaciones publicitarias sean aprobadas con carácter previo a su publicación (art. 29 Reglamento MICA), pero sí que deberán notificarse a las autoridades competentes a petición de estas.

Por último, los oferentes o solicitantes de admisión a negociación de criptoactivos EMT deben estar autorizados como entidad de crédito o entidad de dinero electrónico y tienen la obligación de notificar el libro blanco de criptoactivos a la autoridad competente y publicarlo en el sitio web del emisor, sin que sea exigible su aprobación por parte de la autoridad competente (art. 51 Reglamento MICA). Las comunicaciones publicitarias y cualesquiera modificaciones de estas se han de publicar en el sitio web del emisor y en ningún caso pueden difundirse antes de la publicación del libro blanco (art. 53 Reglamento MICA). Las autoridades competentes no deben exigir la aprobación de las comunicaciones publicitarias previa a su publicación, aunque sí deben notificarse a petición de aquellas. Igual que sucede en los criptoactivos EMT, el Reglamento MICA prevé una serie de supuestos en que no se exigen los requisitos mencionados (art. 48.4) o directamente no se aplica el régimen de las criptoactivos EMT previsto en el Título IV (art. 48.5), todos ellos supuestos previstos en la Directiva 2009/110/CE.

7. Los principios de la publicidad de los criptoactivos

El Reglamento MICA contiene un régimen específico sobre la publicidad de los criptoactivos, esto es, de cualquier forma de comunicación realizada por alguno de los sujetos habilitados por éste en el ejercicio de la actividad reservada a éstos y con el fin de promover de forma directa o indirecta la contratación de criptoactivos (DA de la LCD y art. 2 LGP). El Reglamento MICA establece unas condiciones estrictas para la validez de las comunicaciones publicitarias referidas a la oferta pública de criptoactivos dirigidas a garantizar la protección de los adquirentes minoristas, impidiendo cualquier publicidad que pueda disminuir la capacidad del potencial adquirente de criptoactivos de adoptar una decisión con pleno conocimiento de causa, tomando decisiones sobre su comportamiento económico que de otra manera no hubiese adoptado.

³⁴ Vid., Reglamento Delegado (UE) 2025/296 de la Comisión, de 31 de octubre de 2024, que completa MICA, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación en las que se especifica el procedimiento para la aprobación de un libro blanco de criptoactivos.

En definitiva, se trata de garantizar su autonomía y libertad de decisión respecto a la adquisición de criptoactivos.

Si bien el régimen de las comunicaciones publicitarias es diverso en función de si está referida a un criptoactivo distinto de ART o EMT (art. 7 Reglamento MICA), a un criptoactivo ART (art. 29 Reglamento MICA) o a un criptoactivo EMT (art. 53 Reglamento MICA), los principios que rigen la publicidad son comunes a todos estos: las comunicaciones publicitarias referidas a cualquiera de los criptoactivos regulados en el Reglamento MICA han de ser claramente identificables como tales y la información presentada en esta ha de ser imparcial, clara, no engañosa y coherente con la que figure en el libro blanco de criptoactivos.

En los siguientes apartados llevamos a cabo el análisis del significado y alcance de cada uno de estos principios no sin antes advertir que si bien el Reglamento MICA establece dichos principios de la publicidad de los criptoactivos, no los dota de un significado y contenido precisos y, por tanto, con la finalidad de establecerlos nos valdremos del ordenamiento nacional, especialmente de la Ley General de Publicidad y la Ley de Competencia Desleal, y su correspondiente doctrina y jurisprudencia, ordenamiento nacional que por otro lado ya incorpora las Directivas europeas sobre prácticas comerciales desleales, publicidad engañosa y publicidad comparativa y, asimismo, por aplicación analógica, también utilizaremos las normas reguladoras de los principios y criterios a los que debe ajustarse la actividad publicitaria sobre los productos y servicios financieros, como la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (en adelante, Directiva MiFID), y sus reglamentos delegados, así como la Circular 2/2020, de 28 de octubre, de la CNMV, sobre publicidad de los productos y servicios de inversión (en adelante, Circular 2/2020)³⁵.

7.1. Principio de identificabilidad o autenticidad

Las comunicaciones publicitarias sobre criptoactivos han de ser claramente identificables como tales. Esta exigencia recoge el denominado principio de identificabilidad o también denominado de autenticidad y supone la prohibición de la publicidad encubierta. En nuestro país, la publicidad encubierta se encuentra referida en diferentes normas y códigos de conducta, que básicamente prohíben aquellas comunicaciones comerciales que no identifiquen claramente su carácter publicitario³⁶. La doctrina señala tres condiciones para que un mensaje publicitario pueda ser calificado de encubierto: el mensaje ha de perseguir una finalidad publicitaria o un propósito promocional, esta finalidad comercial no debe ser claramente identificable por el público destinatario, y el mensaje no debe incluir advertencias que informen explícitamente a los destinatarios de su finalidad comercial, de suerte que el mensaje se presente ante los

³⁵ Sobre la estrecha relación estructural y teleológica de la Circular 2/2020 con la Circular 1/2022, vid., LLOPIS BLANQUE, “Algunas cuestiones de interés en la nueva Circular 1/2022”, 2022, p.224.

³⁶ Así, el art.122.3 de la Ley General de Comunicación Audiovisual prohíbe la comunicación comercial audiovisual encubierta que, mediante la presentación verbal o visual, directa o indirecta, de bienes, servicios, marcas o actividades, tenga de manera intencionada un propósito publicitario y pueda inducir al público a error en cuanto a la naturaleza de dicha presentación. También en el art.9 LGP, según el cual los anunciantes deben desvelar de manera inequívoca el carácter publicitario de sus anuncios. Y el art.7 LCD, que considera una omisión engañosa que no se dé a conocer el propósito comercial de la comunicación. El art.26.1 LCD por su parte considera desleal por engañoso incluir como información en los medios de comunicación, comunicaciones para promocionar un bien o servicio, pagando el empresario o profesional por dicha promoción, sin que quede claramente especificado en el contenido o mediante imágenes y sonidos claramente identificables para el consumidor o usuario que se trata de un contenido publicitario. Por su parte, el Código de Conducta Publicitaria de Autocontrol es muy claro al respecto, estableciendo en su artículo 13 que “las comunicaciones comerciales serán identificables como tales sea cual sea su forma, formato, o el medio utilizado”. Seguidamente, el Código concreta: “cuando una comunicación comercial, incluyendo la denominada publicidad nativa, aparezca en un medio que contiene noticias o contenido editorial, ésta debe ser presentada de forma que sea fácilmente reconocible como una publicidad y, cuando sea necesario, etiquetada como tal. El verdadero propósito de la publicidad debe ser transparente. Por tanto, una comunicación que promueve la venta de un bien o la contratación de un servicio no debe hacerse pasar, por ejemplo, por estudio de mercado, encuesta de consumidores, contenido generado por el usuario, blog privado, publicación privada en redes sociales o análisis independiente”. También el Código de Conducta de Publicidad a través de Influencers de Autocontrol, que entra en vigor en octubre de 2025, recoge en la norma ética sobre el deber de identificabilidad, que obliga a que la naturaleza publicitaria de las menciones realizadas por *influencers* o de los contenidos digitales divulgados por estos que tengan tal consideración publicitaria deberá ser identificable para sus destinatarios (norma 6).

ojos de los consumidores como un mensaje de naturaleza diferente, induciéndole así a error sobre el valor y la naturaleza de la información proporcionada³⁷.

Este tipo de publicidad puede influir en el comportamiento económico del inversor minorista puesto que al no percibir el propósito publicitario de la comunicación presta una atención y da una credibilidad al mensaje que no prestaría si fuese consciente de su carácter publicitario. Encubriendo la naturaleza publicitaria del mensaje, se pretende hacer creer a los destinatarios de esta publicidad que están ante un mensaje informativo de carácter objetivo, no viciado por el deseo persuasivo y subjetivo que impregna a todo mensaje publicitario, tratando, de esta forma, que el destinatario de esa publicidad otorgue a ese mensaje la misma credibilidad que otorga a un mensaje informativo, que suele ser superior a la credibilidad que, normalmente, se otorga al mensaje publicitario³⁸. O bien, especialmente en la publicidad realizada por *influencers* o personajes famosos, hacer creer a los destinatarios que la publicidad es un testimonio u opinión de alguien por quien se siente afinidad, simpatía o admiración y esta afección logra superar el desinterés, incredulidad o escepticismo que suscitan en el público los mensajes promocionales³⁹.

Es por ello que el principio de autenticidad obliga a que todo mensaje publicitario sea fácilmente identificable como tal, para que el consumidor pueda captar la naturaleza publicitaria del mensaje y le sirva para valorar el origen y el valor de la información que se le proporciona⁴⁰. En aquellos casos en los que la naturaleza publicitaria no sea clara y manifiesta a la vista de la propia mención o contenido de la comunicación publicitaria, y a efectos de cumplir con el principio de autenticidad, se ha de incluir una indicación explícita, inmediata y adecuada al medio y mensaje sobre dicha naturaleza. Por ejemplo, el uso de indicaciones genéricas como “publicidad”, “publi”, “patrocinado por”, “en colaboración con”, “embajador de”, “colaboración pagada” o “contenido promocional”⁴¹.

El Jurado de la Publicidad de Autocontrol ha tenido ocasión de pronunciarse sobre este principio de autenticidad precisamente en relación con la publicidad de criptoactivos, de la siguiente manera: “el mensaje, valorado en su conjunto, presenta las características propias de un mensaje promocional, presentando un curso sobre criptoactivos, respaldando el *influencer* dicho curso con la manifestación de su presencia en el mismo, e incluso proporcionando los datos de día y hora de celebración y haciendo un llamamiento directo a la inscripción. Sin embargo, la naturaleza publicitaria del mensaje (que se puede afirmar por la valoración conjunta de sus características) no resulta por sí sola clara y manifiesta. De hecho, el mensaje se presenta como una narración de la experiencia personal del propio *influencer*, que tras manifestar su desconocimiento sobre las criptomonedas manifiesta su intención de asistir al curso para formarse. Por último, aunque la naturaleza publicitaria del mensaje no resulta clara y manifiesta para un destinatario medio, tampoco se ha incluido en el mismo una advertencia expresa o explícita sobre aquella”, concluyendo que se trata de un supuesto de publicidad encubierta⁴².

7.2. Principio de imparcialidad

La información presentada en las comunicaciones publicitarias sobre criptoactivos ha de ser imparcial. El principio de imparcialidad de la información contenida en las comunicaciones publicitarias ya está vigente para la publicidad de los servicios financieros en general en virtud del artículo 24.3 de la Directiva MiFID, y las condiciones que ha de cumplir la información para ser imparcial han sido establecidas en el artículo 44 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a

³⁷ Vid., TATO PLAZA, “Aspectos jurídicos de la publicidad a través de líderes de opinión en redes sociales (“influencers”), *Revista de Derecho Mercantil*, 311, 2019, pp.1-10.

³⁸ Vid., PINO ABAD, *La disciplina jurídica en la actividad publicitaria en la ley de la publicidad de 1988. Ministerio de sanidad y consumo*, Instituto Nacional de Consumo, Madrid, 1991, pp.81-82.

³⁹ Vid., MARTÍNEZ OTERO, “Nuevas formas de publicidad encubierta en las plataformas digitales de internet”, 2019, p.3.

⁴⁰ Vid. también ARRIBAS RUIZ, “Publicidad sobre criptoactivos”, 2022, pp.143-144.

⁴¹ Vid., TATO PLAZA, “Régimen jurídico de la publicidad de criptoactivos presentados como objeto de inversión”, *Revista de Derecho Mercantil*, 324, 2022, pp.1-35.

⁴² Dictamen del Jurado de la Publicidad de Autocontrol de 24 de febrero de 2023.

efectos de dicha Directiva, y en nuestro país también desarrolladas en la Circular 2/2020. Este principio, también llamado de equilibrio, exige que la publicidad no destaque exclusivamente los beneficios, rentabilidad o ventajas del criptoactivo objeto de publicidad, sino que refleje también los riesgos asociados, y que cualquier referencia a los beneficios potenciales del producto siempre incluya de forma prominente una indicación de cualquier riesgo relevante del mismo. En definitiva, en la publicidad se deben dejar claras de una manera equilibrada tanto las distintas ventajas como los diferentes riesgos asociados al criptoactivo⁴³. De lo contrario se induce a error al destinatario y se altera su comportamiento económico, convirtiéndose la publicidad en engañoso.

Precisamente la publicidad sobre criptoactivos tenía a crear expectativas desproporcionadas, focalizándose en las ventajas, expectativas altas de beneficios y obviando los altos riesgos que en ocasiones conllevaba la inversión⁴⁴. El principio de imparcialidad pretende evitar que se creen expectativas desproporcionadas de la inversión en criptoactivos y no se tengan en cuenta los riesgos inherentes a la inversión. En la Circular 1/2022 se regulaba esta referencia a las rentabilidades de los criptoactivos, exigiendo evitar realizar referencias a elevadas rentabilidades pasadas pero, en caso de hacerse, y a efectos de cumplir con el principio de imparcialidad, obligando a incluir el periodo de tiempo al que se refieren las rentabilidades y a no convertir esta referencia en el elemento más destacado de la comunicación, advirtiendo que las rentabilidades pasadas no constituyen un indicador fiable de las rentabilidades futuras. En cualquier caso, con carácter general, el cumplimiento del principio de imparcialidad no sólo exige cumplir con las advertencias obligatorias, sino que exige añadir todas las advertencias necesarias para evitar que la comunicación publicitaria pueda inducir a una interpretación sesgada o irrealmente positiva.

7.3. Principio de claridad

La información presentada en las comunicaciones publicitarias sobre criptoactivos ha de ser clara. Esta exigencia viene recogida también en el art.7 LCD, que, al prohibir las omisiones engañosas, considera desleal por engañoso la información que se ofrece de forma poco clara, ininteligible o ambigua.

La claridad implica que toda publicidad sobre criptoactivos utilice un lenguaje sencillo y fácil de comprender. La Circular 1/2022 se refería a este principio de la siguiente manera: “se evitará el empleo de vocablos o expresiones que puedan generar dudas sobre su naturaleza y características o sobre los riesgos asociados a su contratación”. Este principio de claridad exige no utilizar términos que sean difíciles de comprender para el público destinatario, por ser excesivamente técnicos, por ejemplo, cuyo significado sea comúnmente desconocido para los destinatarios de la publicidad, a menos que vayan acompañados de la correspondiente explicación o abreviaturas sin un significado único u oficial o términos en inglés. Para determinar la claridad de la publicidad debe tenerse en cuenta, asimismo, el tipo de público al que se dirige, debiendo adaptarse en función de si los clientes potenciales son profesionales o público minorista⁴⁵.

Este principio de claridad, pues, eleva el nivel de exigencia respecto del principio de veracidad: la comunicación publicitaria no sólo ha de contener información veraz, sino que además ha de ser fácilmente comprensible para el destinatario, debiendo adoptar el responsable de la publicidad las medidas oportunas para asegurar la correcta y fácil comprensión del mensaje, puesto que si no es comprensible, a pesar de ser veraz o no generar ninguna falsa expectativa, estará infringiendo el Reglamento MICA⁴⁶.

7.4. Principio de veracidad

El principio de veracidad proscribe la publicidad engañoso sobre criptoactivos, es decir, la publicidad no puede contener información falsa o información que, aun siendo veraz, por su contenido o presentación induzca o pueda inducir a error a los destinatarios, siendo susceptible de alterar su comportamiento económico, siempre que se refiera a, entre otras, la existencia o naturaleza del bien, características

⁴³ Vid., ARRIBAS RUIZ, “Publicidad sobre criptoactivos”, 2022, p.145.

⁴⁴ Vid., TATO PLAZA, “Régimen jurídico de la publicidad de criptoactivos”, 2022, pp.3-4.

⁴⁵ Vid., ARRIBAS RUIZ, “Publicidad sobre criptoactivos”, 2022, p.144.

⁴⁶ Vid., TATO PLAZA, “Régimen jurídico de la publicidad de criptoactivos”, 2022, p.16.

principales (disponibilidad, beneficios, riesgos), tratamiento de las reclamaciones, el precio, los derechos del titular o los riesgos que éste pueda correr (art.5 LCD). También debe entenderse incluida en este principio de veracidad la prohibición de omitir u ocultar información necesaria para que el inversor destinatario adopte o pueda adoptar una decisión relativa a su comportamiento económico con el debido conocimiento de causa (art.7 LCD).

En relación con el art.7 LCD, la doctrina más autorizada ha venido interpretando que la prohibición del engaño por omisión no supone la imposición al anunciante de un deber general de información en virtud del cual aquél quede obligado a revelar en su publicidad toda la información relevante sobre su producto o servicio⁴⁷. Sin embargo, se ha entendido que este deber de suficiencia, exhaustividad o integridad, en cambio, sí regía para la publicidad de criptoactivos que se presenten como objeto de inversión según lo previsto en la Circular 1/2022, ya derogada, de suerte que, en este específico sector, incumbía al anunciante la carga de desvelar en su publicidad toda la información relevante sobre el criptoactivo promocionado que pudiera contribuir a la adopción de decisiones informadas por parte de los destinatarios⁴⁸. Debemos plantearnos si esta última interpretación del principio de veracidad, que incluye un principio de exhaustividad en relación con la prohibición de las omisiones engañosas en la publicidad sobre criptoactivos, referida a la Circular 1/2022, puede mantenerse en el Reglamento MICA y consecuentemente, para dotar de significado al principio de veracidad debemos delimitar la cantidad de información que debe proporcionar la comunicación publicitaria para ajustarse a los requisitos del Reglamento MICA.

A nuestro parecer no puede defenderse un deber de exhaustividad en la información de las comunicaciones publicitarias sobre criptoactivos en el Reglamento MICA. La razón principal es que con la aprobación del Reglamento MICA el mercado de criptoactivos ha pasado a ser un mercado regulado, en el que, como hemos visto, se han introducido deberes de información y transparencia que no existían cuando entró en vigor la Circular 1/2022. Así, la difusión de cualquier comunicación publicitaria sobre criptoactivos sólo puede llevarse a cabo una vez publicado el libro blanco de criptoactivos, documento que contiene la información de divulgación obligatoria que ha previsto el Reglamento MICA en aras de garantizar la protección de los potenciales titulares minoristas de criptoactivos: información detallada sobre las características sobre el oferente, solicitante o emisor, sobre el operador de la plataforma de negociación, sobre el proyecto de criptoactivos, sobre la oferta pública de criptoactivos o su admisión a negociación, sobre los criptoactivos, sobre los derechos y obligaciones vinculados a los criptoactivos, sobre la tecnología subyacente y, en fin, sobre los riesgos asociados. Además, la existencia de este libro blanco ya ha de estar en conocimiento del potencial adquirente que acceda a la publicidad del criptoactivo, puesto que, como veremos en el siguiente apartado, es un contenido obligatorio de toda comunicación publicitaria sobre criptoactivos la referencia a la publicación del libro blanco y el sitio web donde puede encontrarse. Por último, en la publicidad de los productos y servicios financieros el principio de veracidad significa que las comunicaciones comerciales deben diseñarse de manera que no omitan u oculten información relevante, considerando información relevante cualquier advertencia sobre el producto: riesgos, condicionantes que afecten al coste o rentabilidad, requisitos o restricciones para su comercialización (punto I.8 y 9 anexo de la Circular 2/2020), lo que supone no acoger el deber de exhaustividad en la información de las comunicaciones publicitarias.

También deben tenerse en cuenta las posibles limitaciones de espacio o de tiempo que vengan impuestas por el medio de comunicación utilizado. Por lo que para determinar si una comunicación publicitaria sobre criptoactivos es no engañosa deben tenerse en consideración el contexto en que se producen, características y limitaciones del medio de comunicación utilizado, y aceptarse, si así lo exigen estas, la remisión de información adicional a otros medios o soportes, aplicando un juicio de proporcionalidad entre el volumen de información que debe ser proporcionada y las características y limitaciones del medio o soporte que sirve para su difusión⁴⁹. La remisión en todo caso debe cumplir los criterios de claridad, accesibilidad,

⁴⁷ Vid., TATO PLAZA, “Régimen jurídico de la publicidad de criptoactivos”, 2022, p.14.

⁴⁸ Vid., TATO PLAZA, “Régimen jurídico de la publicidad de criptoactivos”, 2022, pp.17-18.

⁴⁹ Vid., TATO PLAZA, “Régimen jurídico de la publicidad de criptoactivos”, 2022, p.18.

inmediación y ausencia de engaño, ya que el medio al que se remita debe ser accesible, no implique un coste de acceso, sea fácilmente localizable.

En definitiva, a nuestro juicio, la exhaustividad de la información relativa a los criptoactivos se exige en el libro blanco, pero no en las comunicaciones publicitarias siempre que éstas no resulten engañosas y, por tanto, cumpliendo esta última condición pueden centrarse en algunas aspectos concretos sin que sea preciso referir toda la información relevante contenida ya en el libro blanco.

7.5. Principio de coherencia

La información presentada en las comunicaciones publicitarias sobre criptoactivos ha de ser coherente con la información que figura en el libro blanco de criptoactivos. Entre nosotros, el principio de coherencia está previsto en el punto I.2 del anexo de la Circular 2/2020 y supone que las comunicaciones no contengan informaciones contradictorias o incompatibles con la información contenida que se proporciona al inversor a través del libro blanco. Según hemos concluido al analizar el principio de veracidad, la comunicación publicitaria no debe contener toda la información sobre el criptoactivo y que ya conste en el libro blanco, sólo la información relevante y que viene impuesta por el Reglamento MICA y sus principios de publicidad, y, en virtud del principio de coherencia, esta información no debe contradecir la información contenida en aquél. Por consiguiente, la información contenida en la comunicación publicitaria debe reflejar fielmente el contenido del libro blanco, de modo que no puede exagerar beneficios o minimizar riesgos detallados en el libro blanco y no puede darse una versión distinta o confusa de las explicaciones o advertencias contenidas en el libro blanco.

En concreto, el principio de coherencia no exige la literalidad o identidad formal entre la información contenida en el libro blanco y la expresada en las comunicaciones publicitarias, sino únicamente la coherencia substancial entre la primera y la segunda y, por tanto, si bien no limita los contenidos publicitarios únicamente a la reproducción literal de la información suministrada en el libro blanco, tampoco permite cualquier mensaje publicitario que no lo contradiga, de modo que las comunicaciones publicitarias pueden ampliar o simplificar la información pero en ningún caso pueden suministrar información contenida o no derivada de la ofrecida en el libro blanco ni tampoco información que altere el significado de esta última.

8. Los requisitos de contenido de la publicidad de los criptoactivos

Las comunicaciones publicitarias referidas a criptoactivos, además de cumplir los principios que acabamos de analizar, también deben cumplir un contenido obligatorio, alguno común a todos los criptoactivos y otros específicos en función de la clase de criptoactivo de que se trate. El contenido obligatorio común a todo tipo de criptoactivos es el que hace referencia a la publicación del libro blanco de criptoactivos y la identificación del emisor, oferente o solicitante de admisión a negociación o el operador de la plataforma de negociación del criptoactivo en cuestión, según el caso. Así, todas las comunicaciones han de indicar claramente que se ha publicado un libro blanco de criptoactivos, así como la dirección del sitio web del emisor u oferente, la persona que solicite la admisión a negociación o el operador de la plataforma de negociación del criptoactivo en cuestión, y un número de teléfono de contacto y una dirección de correo electrónico de esa persona (arts. 7.1.d, 29.1.d y 53.1.d Reglamento MICA).

En cuanto al contenido específico de cada criptoactivo, el Reglamento MICA exige únicamente en las comunicaciones publicitarias de criptoactivos distintos a ART y EMT que se incluya la siguiente declaración de forma clara y destacada: «Esta comunicación publicitaria de criptoactivos no ha sido revisada ni aprobada por ninguna autoridad competente de ningún Estado miembro de la Unión Europea. El oferente del criptoactivo es el único responsable del contenido de esta comunicación publicitaria de criptoactivos (art.7.1.c)». Pero lo cierto es que las comunicaciones publicitarias del resto de criptoactivos regulados por el Reglamento MICA están sujetas al mismo control que aquellos y por tanto tampoco son objeto de aprobación por parte de ninguna autoridad competente, únicamente a la notificación a petición de éstas.

Por otro lado, todas las comunicaciones publicitarias están sujetas al control administrativo posterior a su notificación y aquella mención parece desconocer que si bien la comunicación publicitaria no ha sido revisada antes de ser notificada puede serlo en cualquier momento por parte de la autoridad competente, como veremos más adelante, y si la autoridad competente efectivamente ejerce sus funciones de control sobre las comunicaciones publicitarias y acaba introduciendo modificaciones o rectificaciones en su contenido, la referencia a la no revisión de la comunicación publicitaria ya no es procedente. Por lo que sólo la referencia a que el oferente del criptoactivo es el único responsable del contenido de la comunicación nos parece acertada, a efectos de informar al inversor de quién debe responder por la comisión de cualquier infracción de los requisitos exigidos por el Reglamento MICA en las comunicaciones publicitarias.

En cuanto a las comunicaciones de criptoactivos ART o EMT, además de contener la indicación a la publicación del libro blanco y la identificación del emisor, han de indicar clara e inequívocamente que los titulares de la ficha ART o EMT tienen un derecho de reembolso frente al emisor en cualquier momento. Si se trata de un criptoactivo EMT esta referencia al derecho de reembolso del que goza el titular del criptoactivo ha de incluir que el derecho de reembolso frente al emisor es por su valor nominal.

9. El control administrativo de la publicidad de los criptoactivos

Para que el régimen de publicidad sea efectivo y garantice la protección del inversor es necesario, además de establecer los principios que rigen la publicidad y su contenido, introducir un régimen de control administrativo de la publicidad de criptoactivos que permita hacer efectiva la supervisión de la actividad publicitaria de los criptoactivos.

El Reglamento MICA atribuye este control administrativo a la autoridad competente, que ha de ser designada por cada Estado miembro (art.93 Reglamento MICA). En España son dos las autoridades designadas: por un lado, la CNMV es la autoridad responsable del cumplimiento del título II, que recoge las obligaciones relativas a la emisión de criptoactivos o su admisión en una plataforma de negociación, cuando estos no son fichas de dinero electrónico (EMTs) o fichas referenciadas a activos (ARTs), mientras que todo lo relativo a la emisión de EMTs o ARTs (títulos III y IV, respectivamente) se encuentra bajo el ámbito competencial del Banco de España, según la disposición adicional vigesimotercera de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

El art. 94 Reglamento MICA recoge una lista exhaustiva del conjunto de facultades de la potestad de supervisión e investigación de las que deben de estar dotadas las autoridades competentes a fin de desempeñar las funciones previstas en el Reglamento MICA⁵⁰. En relación con el cumplimiento de los requisitos de publicidad, debemos destacar en primer lugar la facultad de publicar advertencias sobre los oferentes o solicitantes que está incumpliendo sus obligaciones con arreglo al Reglamento MICA (art.94.1.r Reglamento MICA).

En segundo lugar, la autoridad competente puede emitir una serie de requerimientos a los emisores, oferentes, solicitantes de admisión a negociación u operadores de la plataforma de negociación cuando entienda que se están incumpliendo los requisitos de los arts.7, 29 o 53 Reglamento MICA o en general cualquier otro mandato contenido en el Reglamento MICA: se les puede exigir que modifiquen sus comunicaciones publicitarias (art.94.1.j Reglamento MICA), que las cesen o que suspendan durante un máximo de 30 días hábiles consecutivos (art.94.1.q Reglamento MICA).

En tercer lugar, la autoridad competente puede directamente suspender o prohibir las comunicaciones publicitarias cuando existan motivos razonables para sospechar que se ha infringido Reglamento MICA (art.94.1.p Reglamento MICA) o incluso suspender o prohibir la oferta pública o admisión a negociación de criptoactivos cuando las comunicaciones publicitarias no sean imparciales, claras y veraces.

⁵⁰ Vid., NOVELLA GONZÁLEZ DEL CASTILLO, "El futuro Reglamento Europeo para un mercado de criptoactivos (Propuesta MICA), en BARRIO ANDRÉS (dir.), *Criptoactivos. Retos y desafíos normativos*, Wolters Kluwer, Madrid, 2021, pp. 117-133.

A fin de poder desempeñar correctamente estas facultades atribuidas a las autoridades competentes, se impone un deber de cooperación entre ellas, incluso entre autoridades de supervisión de terceros países a través de los correspondientes acuerdos de cooperación (art.107 Reglamento MICA), intercambiando información y cooperando en las actividades de investigación, supervisión y control del cumplimiento (art.95 Reglamento MICA)⁵¹. Un ejemplo concreto de este deber de cooperación entre autoridades viene recogido en el art.7.3 Reglamento MICA, que prevé que, en caso necesario, la autoridad competente del Estado miembro de origen asistirá a la del Estado miembro en el que se difundan las comunicaciones publicitarias en lo que se refiere a la evaluación de la coherencia de las comunicaciones publicitarias con la información recogida en el libro blanco de criptoactivos. Aunque sólo se refiere a los criptoactivos distintos de ART y EMT, debemos hacer extensiva esta posibilidad al resto criptoactivos, teniendo en cuenta el deber de cooperación que acabamos de ver y que se impone sin distinción de criptoactivos. Asimismo, las autoridades competentes podrán ejercer sus facultades directamente, en colaboración con otras autoridades, mediante delegación a autoridades diferentes o mediante solicitud a los órganos jurisdiccionales competentes (art.94.5 Reglamento MICA).

Por último, las autoridades competentes deben tener las facultades para imponer sanciones administrativas por incumplimiento de las exigencias previstas en el Reglamento MICA. Las sanciones administrativas podrán consistir en una declaración pública en que se indique la persona física o jurídica responsable y la naturaleza de la infracción; requerimiento dirigido a la persona física o jurídica responsable para que ponga fin a su conducta infractora y se abstenga de repetirla; multas administrativas, tanto para persona jurídica como para persona física (art.111 Reglamento MICA).

10. Bibliografía

ÁLVAREZ RODRÍGUEZ, Paula/YAZBECK, Nour, “Aspectos legales de la publicidad de criptomonedas en redes sociales”, *Blog Cuatrecasas*, disponible en <https://www.cuatrecasas.com/es/spain/propiedad-intelectual/art/aspectos-legales-publicidad-criptomonedas-redes-sociales>

ARRIBAS RUIZ, Juan Antonio, “Publicidad sobre criptoactivos: situación actual y qué se espera”, *Comunicaciones en Propiedad Industrial y Derecho de la Competencia*, 97, 2022, pp.123-154.

BARRIO ANDRÉS, Moisés, “La nueva regulación de los criptoactivos en España”, *Diario La Ley*, 10010, 2022, pp.1-6.

BLANCO SÁNCHEZ, María Jesús, “La publicidad de criptoactivos”, en PASTOR SEMPERE, Carmen (dir.), *Dinero digital y gobernanza TIC en la UE*, Aranzadi, Navarra, 2022, pp.247-262.

DE MIGUEL ASENCIO, Pedro Alberto, “Propuesta de Reglamento sobre los mercados de criptoactivos en la UE”, *La Ley Unión Europea*, 85, 2020, pp.1-7.

GIRONA DOMINGO, Ramón Miguel, “Análisis de la Circular 1/2022, de 10 de enero de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, relativa a la publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión”, *Revista de Derecho del Sistema Financiero*, 3, 2022, pp.343-354.

GUILLÉN, Patricia, “La importancia de la publicidad en el sector de los criptoactivos”, *Baylos Actualidad*, 2023, disponible en <https://baylos.com/blog/la-importancia-de-la-publicidad-en-el-sector-de-los-criptoactivos>.

LYUBOMIROV, Velislav, *Ánalisis de la publicidad de criptomonedas*, Trabajo Fin de Grado, Universidad de Valladolid, 2022, disponible en <https://uvadoc.uva.es/handle/10324/54832>.

LLOPIS BLANQUE, Alejandro, “Algunas cuestiones de interés en la nueva Circular 1/2022 de publicidad sobre criptoactivos”, *Revista de Derecho del Sistema Financiero*, 4, 2022, pp.219-240.

⁵¹ El Reglamento Delegado (UE) 2025/292 de la Comisión, de 26 de septiembre de 2024, que completa MICA, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación por las que se establece un modelo para los acuerdos de cooperación entre las autoridades competentes y las autoridades de supervisión de terceros países.

MARTÍNEZ FLÓREZ, Aurora, “Los fundamentos de la prohibición del abuso de mercado”, 2019, *Blog Almacén de derecho*, disponible en <https://almacendedderecho.org/los-fundamentos-de-la-prohibicion-del-abuso-de-mercado>.

MARTÍNEZ NADAL, Apol.lònia, “Las denominadas criptomonedas estables: principales aspectos de su régimen jurídico en la propuesta MiCA”, en PASTOR SEMPLERE, Carmen (dir.), *Dinero digital y gobernanza TIC en la UE*, Aranzadi, Navarra, 2022, pp.57-89.

MARTÍNEZ OTERO, Juan, “Nuevas formas de publicidad encubierta en las plataformas digitales de internet”, *Revista de Derecho Mercantil*, 314, 2019, pp.1-26.

MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas, “Tokenizaciones. Caracterización de las Criptomonedas, los Criptoactivos y los Instrumentos financieros”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 170, 2023, pp.1-19.

NAKAMOTO, Satoshi «Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System», 2009, disponible en <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>.

NOVELLA GONZÁLEZ DEL CASTILLO, Eduardo, “El futuro Reglamento Europeo para un mercado de criptoactivos (Propuesta MiCA)”, en BARRIO ANDRÉS, Moisés (dir.), *Criptoactivos. Retos y desafíos normativos*, Wolters Kluwer, Madrid, 2021, pp. 117-133.

OTERO COBOS, María Teresa, “Crypto-Asset White Papers and Marketing Communications Post the MiCA Regulation”, en PASTOR SEMPLERE, Carmen (ed.), *Governance and Control of Data and Digital Economy in the European Single Market*, Springer, Cham, 2025, pp.269-283, disponible en https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-031-74889-9_12.

PASCUA MATEO, Fabio, “Criptomonedas”, en GARCÍA MEXÍA, Pablo (dir.), *Criptoderecho. La regulación de Blockchain*, La Ley, Madrid, 2023, pp. 347-408.

PINO ABAD, Manuel, *La disciplina jurídica en la actividad publicitaria en la ley de la publicidad de 1988. Ministerio de sanidad y consumo*, Instituto Nacional de Consumo, Madrid, 1991.

PUENTE GONZÁLEZ, Ibai Adenso, “Criptomonedas: naturaleza jurídica y riesgos en la regulación de su comercialización”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 22, 2018, pp.1-5.

TATO PLAZA, Anxo, “Régimen jurídico de la publicidad de criptoactivos presentados como objeto de inversión”, *Revista de Derecho Mercantil*, 324, 2022, pp.1-35.

-ÍD., “Aspectos jurídicos de la publicidad a través de líderes de opinión en redes sociales (“influencers”), *Revista de Derecho Mercantil*, 311, 2019, pp.1-10.

TELLETXEA GASTEARENA, Naroa, *Los criptoactivos en los Reglamentos europeos*, Reus, Madrid, 2024.