

TARTU ÜLIKOOL
ÕIGUSTEADUSKOND
Eraõiguse osakond

Kadi Saluste

***Token*'ite kvalifitseerimine Eesti õiguse alusel ning kehtiva õiguse sobivus ICO-de
reguleerimisel**

Magistritöö

Juhendaja
dr. iur. Villu Kõve

Tartu
2018

SISUKORD

SISSEJUHATUS	4
1. ICO OLEMUS, AJALUGU JA TÄHTSAMAD MÕISTED	8
1.1. Tähtsamad mõisted	8
1.1.1. ICO	8
1.1.2. Plokiahel	9
1.1.3. Token	10
1.1.4. Smart contract	11
1.1.5. White paper	12
1.1.6. Rahakott	13
1.2. ICO ajalugu	14
1.3. ICO erinevus ühisrahastusplatvormidest	15
1.4. ICO-ga seotud riskid	17
1.4.1. Investorite kaitse puudulikkus	17
1.4.2. Hinna kujunemise ebamäärasus	18
1.4.3. Vead programmis	19
1.4.4. Järelevalve puudulikkus	19
1.4.5. Pettus	20
1.5. Õiguslik ebaselgus	21
2. ICO-DELE KOHALDUV ÕIGUS	24
2.1. Üldiselt	24
2.2. Token kui väärtpaber	25
2.2.1. Väärtpaberi mõiste	25
2.2.2. Väärtpaberi tunnused	26
2.2.3. Token kui rahaturuinstrument	30

2.2.4. Vahekokkuvõte	31
2.3. ICO-t läbiviiva äriühingu kvalifitseerimine investeerimisfondina	32
2.4. ICO-t läbiviiva äriühingu kvalifitseerimine krediidasutusena	35
2.5. ICO-t läbiviiva äriühingu kvalifitseerimine makseasutusena või e-raha asutusena ...	39
2.5.1. ICO-t korraldav äriühing kui makseasutus	39
2.5.2. ICO-t korraldav äriühing kui e-raha asutus.....	40
2.6. Võlaõigusseaduse kohaldumine ICO-de läbiviimisel.....	42
2.6.1. Üldiselt	42
2.6.2. Arvutivõrgu ja sidevahendi abil sõlmitud lepingud	44
2.6.3. Käsunduslepingu sätete kohaldumine	46
3. ÕIGUSLIKU REGULATSIOONI SOBIVUS.....	49
3.1. Väärtpaberituru regulatsiooni sobivus ICO-de puhul.....	49
3.2. Investeerimisfondide regulatsiooni sobivus ICO-de puhul	52
3.3. Võlaõigusseaduse regulatsiooni sobivus ICO-de reguleerimisel	54
3.3.1. Lepingueelse võlasuhte regulatsiooni sobivus ICO-de reguleerimisel	54
3.3.2. Arvutivõrgu ja sidevahendi abil sõlmitud lepingute sätete sobivus ICO-de reguleerimisel.....	56
3.3.3. Käsunduslepingu sätete sobivus ICO-de reguleerimiseks	57
3.3.4. Võlaõigusseaduses sätestatud tarbija kaitse sobivus ICO-de reguleerimisel	60
3.4. Eriregulatsiooni vajalikkus	61
KOKKUVÕTE.....	64
QUALIFICATION OF TOKENS PURSUANT TO ESTONIAN LEGISLATION AND VALID LEGISLATION SUITABILITY FOR REGULATING ICOS	67
KASUTATUD KIRJANDUS	72
KASUTATUD ÕIGUSAKTID	80
KASUTATUD KOHTUPRAKTIKA	81

SISSEJUHATUS

Õigus on jäänud mitmelgi korral hätta 21. sajandi tehnoloogia kiire arengu ning interneti laialdase levikuga sammu pidamisel. Üks viimaseid nähtuseid, mille õiguslik kvalifitseerimine nõudis paljudelt järelevalveasutustelt üle maailma põhjalikku analüüsi ning muutis fragmentaarseks turu ka piirkondades, kus pingutati ühtsete reeglite väljatöötamise nimel¹, oli krüptovaluuta *bitcoin*.

Nüüdseks on aga plokiahela, millel *bitcoin* põhineb, kasutamine arenenud edasi ning ühiskonnas on populaarsust kogunud ICO-d (inglise keeles *initial coin offering*). Lihtsustatult on ICO *tokeni* müük eesmärgiga koguda kolmandatelt isikutelt² raha plokiahelal (kuid mitte ainult) töötava projekti elluviimiseks. Ka ICO-de puhul ei ole pädevad asutused kindlad millisele regulatsioonile ICO-d alluvad. Seetõttu on Finantsinspeksioon rõhutanud vajadust viia enne ICO avalikustamist ning korraldamist läbi õiguslik analüüs oma tegevuse vastavusest kehtivate regulatsioonidega³.

Vaatamata õiguslikule ebakindlusele kogusid äriühingud 2017. aastal ICO läbiviimise teel ligikaudu 5,3 miljardit USD⁴. Tegemist oli hüppelise kasvuga võrreldes varasemate aastatega, kuivõrd 2014. aastal koguti ICO-de abil 26 mln USD, 2015. aastal 14 mln USD ja 2016. aastal 222 mln USD⁵. Asjatundjate ja riikide seisukohad ICO-de suhtes on endiselt vastandlikud. Näiteks on Hiina ICO-d keelustanud, kuid Singapur üritab läheneda ICO-dele võimalikult avatult⁶, kuna

¹ Näiteks on Euroopa Liit tegutsenud liikmesriikides finantsturu ühtlustamine eesmärgil aastaid. *Bitcoin*'i kvalifitseerisid liikmesriigid aga oma siseriiliku õiguse alusel erinevalt ning seeläbi lõhestati Euroopa Liidu turg *bitcoin*'idega kauplemisel. – The Law Library of Congress. Regulation of Bitcoin in Selected Jurisdiction. Global Legal Research Center, jaanuar 2014. Arvutivõrgus: <https://www.loc.gov/law/help/bitcoin-survey/regulation-of-bitcoin.pdf>, 13.01.2018.

² Edaspidi nimetatult investorid, kuigi õiguse ebaselguse tõttu ei ole tegemist alati traditsioonilises mõttes investoritega.

³ Finantsinspeksioon. Finantsinspeksiooni selgitused *initial coin offering* ehk ICO õigusliku staatuse kohta. 12.09.2017. Arvutivõrgus: <http://www.fi.ee/index.php?id=21667>, 13.01.2018.

⁴ Joint Economic Committee Congress of the United States. 2018 Economic Report of the President. Washington: 2018, lk 211. Arvutivõrgus: <https://www.congress.gov/115/crpt/hrpt596/CRPT-115hrpt596.pdf>, 13.01.2018.

⁵ D. A. Zetzche jt. The ICO Gold Rush: It's a scam, it's a bubble, it's a super challenge for regulators. Luxembourg: University of Luxembourg 16.02.2018, lk 2.

⁶ Monetary Authority of Singapore. Fintech Regulatory Sandbox Guidelines. November 2016. Arvutivõrgus: <http://www.mas.gov.sg/~media/Smart%20Financial%20Centre/Sandbox/FinTech%20Regulatory%20Sandbox%20Guidelines%2019Feb2018.pdf>, 13.02.2018.

Singapur mõistab potentsiaali, mida ICO-de tolereerimine ning riiki meelitamine võib tähendada riigi majanduse jaoks. Seda kinnitab ka statistika, mille kohaselt allus 2017. aastal Singapuri õigusele 35 läbiviidud ICO-t, mistõttu oli Singapur statistiliselt teisel kohal⁷.

Statistika kohaselt allus 2017. aastal läbi viidud ICO-dest kaksikümne kaks Eesti õigusele, mistõttu oli Eesti statistikas neljandal kohal⁸. Eesti täidesaatev ja seadusandlik võim ei ole astunud olulisi samme ICO reguleerimiseks. Pigem on lähtunud arusaamast, et ICO-d on reguleeritud kehtiva õigusega ning kohalduva regulatsiooni sisu sõltub *token*'ite iseloomust, omadustest, kaasnevatest riskidest, õigustest jms. ICO-de eriregulatsiooni vajadusel on siiski alanud Eestis diskussioon⁹. Eriregulatsiooni loomises nähakse võimalust meelitada arendajate tegevus Eestisse ja seega tuua Eestisse ka välisinvestorid, kes Eesti kapitalituru uuele tasemele aitaksid¹⁰.

Seega asjaolu, et üle maailma viiakse iga-aastaselt läbi mitme miljoni (2017. aasta puhul ka miljardi) väärtuses ICO-sid, kuid finantsasutused, järelevalveasutused ega komisjonid ei ole kindlad, kuidas on situatsioon kooskõlas kehtiva õigusega, näitab selgelt, et ICO-dele kohalduv õigus vajab täpsemat uurimist.

Käesolevas magistritöös ei ole käsitletud mahu piiratuse tõttu maksejõuetusõigust, pandiõigust, lepinguväliseid võlasuhteid jms äriühingu ja investori vahel tekkida võivaid spetsiifilisi nõudeid. Käesoleva magistritöö eesmärgiks on uurida, millised kehtiva Eesti õiguse sätted kohalduvad ICO-de reguleerimisel, kui ICO-sid läbi viiv äriühing on registreeritud Eestis. Lisaks analüüsib autor, kas oleks mõistlik välja töötada ICO-dele uus eriregulatsioon või ICO-de reguleerimiseks sobivad juba olemasolevad õigusaktid. Arvesse tuleb võtta aga seda, et kui ICO langeb mõne Euroopa Liidu määruse esemelisse kohaldamisalasse, ei ole Eesti seadusandjal õigus seda valdkonda omakorda siseriiklikult reguleerida, vaid lähtuda tuleb Euroopa Liidu õigusest.

⁷ D. A. Zetzche jt (viide 5), lk 15.

⁸ Ibid.

⁹ A. Veerpalu, N. Demchuk. ICOd Eestis – kas regulatsioon tulekul? – ITuudised, 15.03.2018. Arvutivõrgus: <http://www.ituudised.ee/uudised/2018/03/15/icod-eestis--kas-eriregulatsioon-tulekul>, 24.03.2018.

¹⁰ U. Andressoo. Eesti rahvusvaheliseks ICO keskuseks. – Äripäev 25.02.2018.

Käesoleva magistritöö hüpoteesideks on seatud:

1. Eesti (sh Euroopa Liidu) kehtiva õiguse alusel kvalifitseeruvad ICO-de teel müüdavad *token*'id, mis on vabalt võõrandatavad ja annavad õiguse osale kasumist, väärtpaperiteks;
2. Eesti (sh Euroopa Liidu) kehtiv õigus ei paku kõigile investoritele kaitset, kuna kõik *token*'id ei kvalifitseeru finantsturu instrumentideks, mille puhul investorite kaitse on tagatud;
3. Eesti (sh Euroopa Liidu) kehtiv õigus ei ole sobiv viis ICO-de reguleerimiseks ning vajalik on välja töötada eriregulatsioon ICO-de jaoks.

Tulenevalt analüüsi sisust on magistritöö jagatud kolmeks osaks. Esimese peatükk on üldine ning vajalik teise ja kolmanda peatüki mõistmiseks. Teises peatükis keskendub autor kohalduva õiguse määramisele ning *token*'itest investoritele tulenevate õiguste, riskide jms analüüsile. Kolmandas peatükis analüüsib autor võimalike kohalduvate regulatsioonide sobivust ICO-de reguleerimiseks, sh kas ICO-de puhul on vajalik alati tagada investorite kaitse ning kas kehtiva õiguse alusel investoritele tagatud kaitse on piisav. Samuti analüüsib autor, kas ICO-de reguleerimiseks on vajalik välja töötada siseriiklik eriregulatsioon.

Magistritöös kasutatakse nii eesti- kui ka võõrkeelset kirjandust, millest viimane moodustab märkimisväärse osa. Kuna ICO-de puhul on tegemist rahvusvaheliselt leviva rahastamise kogumise meetodiga, siis ei ole magistritöös tõlgitud kõiki termineid eesti keelde, kuivõrd enamuse termineid on ülemaailmselt inglise keeles kasutusel ning ühte moodi mõistetavad. Eesti keeles ei ole aga terminitele kohaseid vastseid loodud ning autor ei pea ka vajalikuks seda teha. Käesolevas magistritöös kasutatavad tähtsamaid mõisteid (ICO, *token* jms) on selgitatud magistritöö esimeses peatükis. Teema parema mõistmise huvides on mõistete selgitamine vajalik ning teema uudsuse tõttu ei ole võimalik mõisteid nende mahu tõttu selgitada sissejuhatuses.

Magistritöö toetub põhiliselt finants- ja järelevalveastutuste analüüsidel, arvamustel jms avaldatud materjalidel. Teema uudsuse ning pideva arengu tõttu annavad kõige ajakohasema ülevaate ICO-dest justnimelt veebis avaldatud materjalid: analüüsid, artiklid, ICO-sid läbiviivate äriühingute koduleheküljed jms. Kuivõrd ICO-de osas ei ole välja töötatud õigusakte, vaid järelevalve jms asutused annavad pidevalt suuniseid ICO-sid korraldavatele äriühingutele oma tegevuse

seadustega kooskõlla viimiseks, toetub ka käesolev analüüs paljuski erinevate riikide järelevalve asutuste poolt antud suunistele, mis annavad aimu sellest, mis suunas liigub riigi edaspidine areng ICO-de reguleerimisel.

Põhiosa tööst keskendub asjakohaste Eesti ja Euroopa Liidu õigusaktide analüüsile. Samuti on autor analüüsinud Eestis registreeritud äriühingute poolt läbi viidud ICO-sid ning avalikustatud *white paper*'eid. Tulenevalt Eesti äriühingute praktikast, on enamus ICO-sid läbi viivatest äriühingutest osäühingud ning seetõttu on analüüsis lähtutud eeldusest, et ICO-t korraldav äriühing on osäühing. Allikate uurimisel, analüüsil ja järelduste tegemisel on kasutatud süstemaatilist, analüütilist ja võrdlevat meetodit.

Märksõnad: ICO, *token sale*, plokiahel.

1. ICO OLEMUS, AJALUGU JA TÄHTSAMAD MÕISTED

1.1. Tähtsamad mõisted

1.1.1. ICO

ICO (inglise keeles *initial coin offering* või *token sale*) on plokiahela tehnoloogiat rakendav ja virtuaalvääringutel baseeruv rahastamisviis. Tegemist on mudeliga, mille puhul äriühing kaasab investoritelt investeringuid mõnes ametlikus valuutas¹¹ või virtuaalvääringus oma- või käibekapitali tarvis ning väljastab selle vastu plokiahelas kirjendatud ühikuid ehk *token*'eid¹². Advokaadibüroo Goodwin LLP partner Grant Fondo on selgitanud, et ICO eesmärk ei ole üksnes raha kogumine, vaid soov arendada plokiahela tehnoloogiat ja luua inimestele vajalikke platvorme¹³. ICO abil kogutakse vahendeid eelkõige plokiahelal põhinevate idufirmade (inglise keeles *startup*) rahastamiseks¹⁴.

ICO eripäraks on tema plokiahelal töötav süsteem, mistõttu on kogu protsess detsentraliseeritud ning piir omanike ja kasutajate vahel hägune¹⁵. See tähendab, et puudub kolmas isik rahastajate ja äriühingute vahel ning kõik tehingud toimuvad *smart contract*'ide abil otse äriühingu ja investori vahel. Lisaks on ICO eripäraks selle rahvusvahelisuus. Kui kapitaliturgu üldiselt iseloomustab killustatus ja barjäärid välisriigi kapitaliturule sisenemiseks, siis sellised tõkked ICO puhul puuduvad.

¹¹ Kuna fiat-rahast investeringute vastuvõtmine ei ole tavapärane, vaid tegemist on erandiga, siis käesoleva magistr töö mahu piiratuse tõttu ei käsitleta erisusi, mida toob kaasa see, kui äriühing lubab investeringuid fiat-rahast.

¹² Finantsinspektsioon. ICO – millele tähelepanu pöörata? Arvutivõrgus: <https://www.fi.ee/index.php?id=21382>, 25.03.2018.

¹³ R. Hof. Why initial coin offerings are exploding – and how companies can avoid the landmines. – SiliconANGLE 25.08.2017. Arvutivõrgus: <https://siliconangle.com/blog/2017/08/25/initial-coin-offerings-exploding-companies-can-avoid-landmines/>, 17.01.2018.

¹⁴ Joint Economic Committee (viide 4), lk 209.

¹⁵ B. P. Eha. Blockchain tokens may be the future of finance – if regulators allow it. – American Banker 28.07.2017.

1.1.2. Plokiahel

Plokiahel (inglise keeles *blockchain*) on detsentraliseeritud andmebaas, mis salvestab erinevate ühikute ehk virtuaalväeringute (krüptovaluuta, *token*'ite) liikumist süsteemis. Plokiahela puhul on tegemist avaliku registri tehnoloogiaga (inglise keeles *distributed ledger technology*), mis võimaldab pidada ühetaolist ja samasisulist registrit mitme sõltumatu isiku juures, mida kõik isikud samal ajal näevad ja usaldada võivad¹⁶. Kui tavaliselt peab sellist andmebaasi üks asutus (nt pangad, PayPal server), siis plokiahela puhul on tegemist süsteemiga, kus andmete hoidjaks on kõik plokiahela liikmed. Selleks, et ahelasse uusi andmeid salvestada (ühikute ülekandeid teha), peavad ahela liikmed tehingu kinnitama¹⁷. Seega on plokiahel tehingutel põhinev andmebaas, mis on jagatud kõigi selle kasutajate vahel. Igal kasutajal on koopia kõige hilisemast ahelast, mis hoiab endas kõiki tehinguid, mis kunagi tehtud¹⁸.

Plokiahelat peetakse just seetõttu tuleviku tehnoloogiaks, et plokiahel võimaldab kogu süsteemist kaotada ära üleliigse liikme ehk vahendaja (nt pangad). Siiani oli vahendajate järgi vajadus seetõttu, et ainult vahendajatel oli ligipääs kogu andmebaasile. Näiteks kui A tahtis kanda B-le 100 eurot, siis A pidi pöörduma pank, kes kontrollis, kas see 100 eurot on ka reaalselt A-l olemas. Kui vahendaja on teinud vajaliku kontrolli ja tuvastanud, et A-l on 100 eurot, mille ta saab üle kanda B-le, siis vahendaja lubab ülekande. Plokiahel võimaldab selle kontrolli läbiviimist platvormil, mis ei vaja vahendajaid. Tänu plokiahelale ei ole ressursside topeltkasutamine võimalik ka vahendajata. Plokiahela puhul on tegemist süsteemiga, mille tulemusel on vahendajaks ja kontrollijaks kõik süsteemi kasutajad ise¹⁹.

Pankade rolli täitmine on ainult üks näide plokiahela kasulikkusest. Plokiahelat üritatakse sisse viia igasse eluvaldkonda. Näiteks tervishoiuteenuse pakkujad, patsiendid ja seadusandjad otsivad võimalust kuidas talletada isiku meditsiiniandmeid nii, et need oleksid kaasaskantavad ja turvaliselt

¹⁶ A. Tinianow, C. Long. Delaware Blockchain Initiative: Transforming the Foundational Infrastructure of Corporate Finance. Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 16.03. 2017. Arvutivõrgus: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/03/16/delaware-blockchain-initiative-transforming-the-foundational-infrastructure-of-corporate-finance/>, 15.01.2018.

¹⁷ D. L. K. Chuen. Handbook of Digital Currency: Bitcoin, Innovation, Financial Instruments, and Big Data. Academic Press 2016. (Viidatud: D. L. K. Chuen, R. Deng. Handbook of Blockchain, Digital Finance, and Inclusion, Volume 1. Cryptocurrency, FinTech, InsurTech, and Regulation. Academic Press 2017, lk 15).

¹⁸ Finantsinspeksioon. (viide 12).

¹⁹ J. Brito, A. Castillo. Bitcoin: A Primer for Policymakers. George Mason University: Mercatus Center 2013, lk 3-4.

hoiustatud. Ühe lahendusena ongi välja pakutud plokiahela kasutamist viisil, mis võimaldaks isikutel oma meditsiinilisi andmeid telefonis kaasas kanda²⁰. Samamoodi arendatakse plokiahela süsteemi kaupade saatmisele, milles plokiahela kasutamine aitaks vähendada ja muuta kergemaks paberimajandust ning saadetiste jälgimist²¹.

1.1.3. *Token*

Token tähendab inglise-eesti sõnaraamatu kohaselt žetooni, märki või sümbolit²². ICO-de kontekstis tähistatakse mõistega „*token*“ plokiahelas kirjendatud ühikut, mille äriühing väljastab investoritele nende panuse eest. Seepärast nimetatakse ICO-t teisisõnu ka *token*'i müügiks (inglise keeles *token sale*). Finantsinspeksioon on lihtsustatult defineerinud *token*'i kui tõendi, mis väljendab plokiahela süsteemis mistahes vääringut või õigust²³. Erinevalt riskikapitalist, muutub *token* virtuaalvääringuna²⁴ likviidseks põhimõtteliselt kohe pärast selle väljastamist²⁵.

Selleks, et aru saada, kas korraldatav ICO allub mõnele eriregulatsioonile või mitte, analüüsitaksegi justnimelt *token*'ite sisu, s.t mis õigusi *token* selle omajale annab. Näiteks kui *token* garanteerib selle saajale muuhulgas hääleõiguse äriühingus ning selle saajal tekib *token*'it omandades ka ootus tulule, võib *token*'i näol olla tegemist aktsia või muu samaväärse kaubeldava õigusega, mis võib kvalifitseeruda väärtpaberiks VPTS § 2 lg 1 p 1 tähenduses. Ka ICO-de liigitamine toimub *token*'ite erineva sisu alusel²⁶.

²⁰ Joint Economic Committee. Congress of the United States. Lowering Health Care Costs & Future of Blockchain Technology. Arvutivõrgus: <https://www.jec.senate.gov/public/index.cfm/republicans/2017/8/episode-1>, 18.02.2018.

²¹ F. Yiannas. Beyond Bitcoin: Emerging Applications for Blockchain Technology. 24.02.2018. Arvutivõrgus: <http://docs.house.gov/meetings/SY/SY21/20180214/106862/HHRG-115-SY21-Wstate-YiannasF-20180214.pdf>, 02.03.2018.

²² Chambers & TEA. Suur inglise-eesti seletav sõnaraamatu – SIESS. *Sub token*. Tallinn: TEA Kirjastus 2000, lk 1304-1305.

²³ Finantsinspeksioon. ICO – millele tähelepanu pöörata? Arvutivõrgus: <https://www.fi.ee/index.php?id=21382>, 25.03.2018.

²⁴ Virtuaalvääring võib olla nii krüptovaluuta kui *token*. Krüptovaluuta puhul on tegemist üksnes maksevahendina kasutatava virtuaalvääringuga. *Token* on ICO-de käigus äriühingu poolt väljastatud virtuaalvääring, millel on erinevaid funktsioone ning mis annab selle omajale erinevaid õiguseid (nt võimaldab kasutada platvormi, annab selle omajale hääleõiguse või/ja õiguse osale kasumist jne).

²⁵ B. P. Eha (viide 15).

²⁶ Näiteks on Šveitsi Finantsturu Järelevalve Asutus (edaspidi: FINMA; inglise keeles *Swiss Financial Market Supervisory Authority*) rühmitanud *token*'id kolmeks: maksevahendi *token* (inglise keeles *payment token*), teenuse etteostu *token* (inglise keeles *utility token*) ja varaline *token* (inglise keeles *asset token*). Tegemist võib olla ka nn hübriid-*token*'iga, millel esineb mitme eelnimetatud *token*'i tunnuseid ning mille liigitamine üheks kindlaks *token*'iks seetõttu ei ole võimalik. Lisaks on FINMA selgitanud, et erinevate *token*'ite puhul kohalduvad ICO-le erinevad õigusaktid. – FINMA. Guidelines for enquiries the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs). 16.02.2018. Arvutivõrgus: <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>, 24.02.2018.

1.1.4. *Smart contract*

Nick Szabo esitles 1994. aastal *smart contract* ideed, mis kujutas endast arvutipõhist tehingute protokollit, mis oma sisult vastab justkui lepingu olemusele. Szabo selgitas, et lepingutingimuste programmeerimine koodi ja kinnitamine tarkvarasse, mis automaatselt neid tingimusi rakendab, vähendab vajadust vahendajate järele ning tehingud saavad toimuda ka üksnes kahe tehingupoole osavõtul. *Smart contract*'ide kasutamine vähendab ka riski juhuslike või hooletusest tekkida võivate erandite kasutamise vastu lepingus²⁷.

Smart contract on turvaline ja peatamatu arvutiprogramm, mis kujutab endast automaatselt käivitavat kokkulepet, mis on ka täitmisele pööratav. Täitmisele pööratav ei tähenda traditsioonilist viisi, kuidas lepinguid sundtäidetakse, vaid *smart contract* puhul tugineb kogu lepingu täitmine ka ise arvutiprogrammil²⁸. Pärast tehingu esimest sammu kohaldub *smart contract* tingimused ning kõik ülejäänud osa tehingust toimub automaatselt nagu programmis kirjeldatud²⁹.

ICO puhul garanteerib *smart contract*'ide kasutamine selle, et isegi olukorras, kus tehing sõlmitakse täiesti võõra ning tehingu poole jaoks anonüümse isikuga, siis saab kindel olla selles, et tehing igal juhul toimub või isik saab oma virtuaalvääringud tagasi. Seda seetõttu, et *smart contract* täidab automaatselt kõik tehingu tingimused³⁰ ja kui mõnda tingimust ei ole võimalik täita, siis toimub tehingu tagasitäitmine.

Smart contract on skript, mis on kirjutatud plokiahelasse. *Smart contract*'ide puhul on püstitatud küsimus, kas tegemist on lepingutega tsiviilõiguslikus mõttes³¹. Võlaõigusseadus³² (edaspidi VÕS) § 8 defineerib lepingu kui tehingu kahe või enama isiku vahel, millega lepingupool kohustub või lepingupooled kohustuvad midagi tegema või tegemata jätma. Tehing on tsiviilseadustiku üldosa seaduse³³ (edaspidi TsÜS) § 67 lg 1 kohaselt toiming või omavahel seotud toimingute kogum,

²⁷ K. Christidis, M. Devetsikiotis. Blockchains and Smart Contract for the Internet of Things. 03.06.2016. Arvutivõrgus: <http://ieeexplore.ieee.org/stamp/stamp.jsp?tp=&arnumber=7467408>, 12.02.2018.

²⁸ I. Bashir. Mastering Blockchain. United Kingdom: Pact Publishing Ltd 2017, lk 199.

²⁹ K. Christidis, M. Devetsikiotis (viide 27).

³⁰ *Smart contract* toimib programmeerimiskeeles kasutataval põhimõttel "kui...siis" (inglise keeles "*if..then*") ehk juhul, kui tehingu üks pool täidab enda kohustuse, peab sellele programmi skripti kohaselt saabuma vastusooritus.

³¹ R. O'Shields. Smart Contracts: Legal Agreements for the Blockchain. North Carolina Bankink Institute. Volume 21. University of North Carolina School of Law, lk 185.

³² Võlaõigusseadus. – RT I, 31.12.2018, 8.

³³ Tsiviilseadustiku üldosa seadus. – RT I, 20.04.2017, 21.

milles sisaldub kindla õigusliku tagajärje kaasatoomisele suunatud tahteavaldus. VÕS § 9 lg 1 kohaselt sõlmitakse leping pakkumise esitamise ja sellele nõustumuse andmisega, samuti muul viisil vastastikuste tahteavalduste vahetamise teel, kui on piisavalt selge, et lepingupooled on saavutanud kokkuleppe. Lisaks kohalduvad lepingu sõlmimisele veel paljud muud nõuded: lepingupoolte teovõimelisus, heade kommetega koosõla jms. Viimati nimetatud tingimuste täidetavust ei saa, nagu ka automatiseeritud lepingute puhul, *smart contract*'i sõlmimisel kontrollida. Seetõttu on määravaks justnimelt poolte tahteavaldused lepingu sõlmimisel.

Autor on seisukohal, et *smart contract* ei ole leping tsiviilõiguslikus tähenduses. Lepingu sõlmimine eeldab poolte tahteavaldusi, millega pooled väljendavad oma tahet olla sõlmitava lepinguga õiguslikult seotud. Pooled ei avalda ICO-de (ja ka muu plokiahela süsteemil põhineva programmi) korral tahet olla õiguslikult seotud *smart contract*'i kui programmi skriptiga, vaid poolte tahe on suunatud siiski muu sisuga lepingu sõlmimisele. ICO-de puhul on sõlmitava lepingu tingimused kajastatud *white paper*'is ning äriühingu poolt avalikustatud tingimustes (inglise keeles *Terms and Conditions*). Ka Saksamaal ollakse seisukohal, et *smart contract* on üksnes osa programmi skriptist, mitte leping tsiviilõiguslikus tähenduses³⁴.

1.1.5. *White paper*

White paper on ülemaailmselt kasutatav ühtne termin, mis tähistab ICO-de läbiviimisel avalikustatavat dokumenti. *White paper* on sarnane väärtpaberitega avalikult kauplemise korral avalikustatava prospektiga, kuid millele üldjuhul ei kohaldu ühtsed reeglid (v.a kui *token* kvalifitseerub väärtpaberiks). *White paper* on dokument, mille äriühing avaldab enne ICO läbiviimist ning mille põhjal investorid otsustavad, kas nad annavad oma panuse projekti või mitte. *White paper*'is on üldjuhul selgitatud, kuidas toimub investoritelt saadud raha kasutamine ning *token*'ite jagamine investoritele. Samuti kirjeldatakse *white paper*'is, kuidas äriühing plaanib teostada projekti, milleks raha kogutakse ning tavaliselt tuuakse välja ka tähtajad projekti teostamisel.

³⁴ S. Voshmgir. Blockchains, Smart Contracts und das Dezentrale Web. Berlin: Technologie Stiftung, 2016. Lk 14 ja 35. Arvutivõrgus: https://www.technologiestiftung-berlin.de/fileadmin/daten/media/publikationen/170130_BlockchainStudie.pdf, 12.02.2018.

White paper'id on väga erinevad, kuna enamasti leiavad äriühingud, et *white paper* ei allu ühelegi regulatsioonile, s.t äriühingu poolt väljastatav *token* ei kvalifitseeru väärtpaberiks. Seepärast puudub enam kui pooltel *white paper*'itel ICO algataja kontaktandmed, meeskond vms. Veel suuremal hulgal *white paper*'itel puudub informatsioon kohalduva õiguse³⁵ ning äriühingu tausta kohta. Lisaks puuduvad ICO-t läbiviidavatel äriühingutel tavaliselt audiitorid, kes tagaksid selle, et kolmandatel isikud oleks võimalik saada äriühingu raamatupidamise dokumentidest ja finantsandmetest äriühingu majandusliku seisundi kohta adekvaatne pilt. Seetõttu leitakse, et investorid ei tee investeerimisotsust mitte ratsionaalse kaalutluse tulemusel, vaid intuiitiivselt³⁶.

White paper'ite suurt erinevust näitab ka nende mahu diferents. Näiteks on 1 317 *white paper*'i võrdlemisel välja toodud, et kõige lühem *white paper* sisaldas 685 sõna ja kõige pikem 13 721 sõna, kusjuures keskmine sõnade arv *white paper*'ites oli 7 834³⁷. Kuigi *white paper*'i pikkus ei peegelda läbiviidava ICO projekti kvaliteeti, näitab see selgelt vajadust ühtsete reeglite järele.

1.1.6. Rahakott

Rahakott (inglise keeles *wallet*) on tarkvara programm, kus hoiustatakse ühe isiku virtuaalvääringsid. Täpsemalt annab rahakoti programm investorile privaatse ja avaliku võtme (alati mõlemad), mille abil on võimalik virtuaalvääringsid üle kanda ühelt isikult teisele ning jälgida enda rahakoti sisu. Privaatvõtme unustamisel ei ole isikul võimalik oma rahakotis olevatele virtuaalvääringutele juurdepääsu saada³⁸.

Rahakott on loodud turvalisuse eesmärgil. Kuna ICO osas valitseb õiguslik ebakindlus, siis rahva usalduse säilitamiseks ICO-de vastu hakkasid äriühingud ise ICO-de läbiviimiseks miinimumnõudeid kehtestama. Rahakoti loomine on üks nendest nõuetest, mille äriühingud kokku leppisid³⁹. Rahakott tagab selle, et ainult investoril on juurdepääs oma *token*'itele ja krüptovaluutadele ning kindla ICO platvormi küberrünnaku alla sattumisel jäävad isiku rahakotis

³⁵ Näiteks Luksemburgi Ülikoolis läbiviidud teadustöös uuritud ICO-dest 86,5% puudus *white paper*'is igasugune informatsioon ICO õigusliku staatuse kohta. – D. A. Zetzche jt (viide 5), lk 12.

³⁶ Ibid, lk 1.

³⁷ S. Bian jt. IcoRating: A Deep-Learning System for Scam ICO Identification. 08.03.2018. Arvutivõrgus: <https://arxiv.org/pdf/1803.03670.pdf>, 27.03.2018.

³⁸ A. Dolce. Guide to Cryptocurrency Wallets: Why Do You Need Wallets? Arvutivõrgus: <https://masterthecrypto.com/guide-to-cryptocurrency-wallets/>, 12.02.2018.

³⁹ Ibid.

olevad virtuaalväeringud puutumata. Samas võivad küberrünnaku alla sattunud äriühingu platvormi *token*'id kaotada oma väärtuse või nende väärtus võib oluliselt väheneda ka vaatamata sellele, et virtuaalväeringud asuvad platvormist eraldi. Seda seetõttu, et *token*'itel puudub stabiilne turuhind ning *token*'ite väärtus on väga kõikum sõltudes otseselt nõudlusest *token*'ite vastu.

Rahakoti miinuseks on see, et privaatset võtit ei ole võimalik taastada või uuendada. Kui isik unustab oma privaatse võtme või sureb, ei ole võimalik rahakotile ligi pääseda ning virtuaalväeringuid teisele kontole kanda.

1.2. ICO ajalugu

Esimene krüptovaluuta (*bitcoin*) loodi juba 2008. aastal. Samas esimene *white paper* ICO läbi viimiseks avalikustati 2012. aastal⁴⁰. Seega ei ole ICO-d uus nähtus mitte üksnes Eesti õiguses, vaid kogu maailmas.

Esimeseks ICO-ks peetakse *token*'i müüki nimega MasterCoin. MasterCoini meeskond kogus ICO abil oma idee arendamiseks 2013. aastal viis tuhat *bitcoin*'i⁴¹. 2013. aastal oli *bitcoin*'i väärtuseks ligikaudu 1100 USD⁴². Seega kogus MasterCoin ICO abil ca pool miljonit dollarit. 2012. aastal avalikustatud MasterCoini *white paper*'i kohaselt koguti ICO-t läbi viies vahendeid Bitcoinile lisaväärtuse loomiseks, mis ei konkureeri *bitcoin*'iga, vaid täiendab seda. Seeläbi on võimalik inimestel luua täiesti uusi virtuaalväeringuid, mis kõik baseeruvad *bitcoin*'i plokiahelal, kuid millele on võimalik lisada uusi funktsioone ning mille abil on võimalik läbi viia ICO-sid ilma, et ICO läbiviija peaks looma oma plokiahela⁴³. Lihtsustatult lõi MasterCoin võimaluse vahetada *bitcoin*'id uute virtuaalväeringute vastu, mida veel ei ole olemas, kuid mis tulevikus luuakse. Nüüdseks on MasterCoin muutnud enda nime Omni'ks⁴⁴.

⁴⁰ M. Dell'Erba. Initial Coin Offerings. A Primer. New York University (NYU), School of Law 07.07.2017.

⁴¹ Ibid.

⁴² 2013 to 2017: Comparing Bitcoin's Biggest Price Rallies. Coindesk. 07.01.2017. Arvutivõrgus: <https://www.coindesk.com/2013-today-comparing-bitcoins-biggest-rallies/>, 15.02.2018.

⁴³ The Second Bitcoin Whitepaper. Arvutivõrgus: <https://bravenewcoin.com/assets/Whitepapers/2ndBitcoinWhitepaper.pdf>, 18.02.2018.

⁴⁴ Omni Layer kodulehekül. Arvutivõrgus: <https://www.omnilayer.org/>, 18.02.2018.

Pärast esimest ICO-t on *token*'ite müügi abil vara kogumine algkapitaliks üha enam populaarsust kogunud. Seda enam, et MasterCoin lõi platvormi, mille abil kergendati ICO-de läbiviimist kolmandate isikute vahenduseta ning vajaduseta igal äriühingul luua enda isiklik ploki ahel, vaid kasutada eelnevalt välja töötatud MasterCoini ahelat. 2018. aastaks oli juba 2017. aasta lõpus planeeritud rohkem kui 180 ICO-t⁴⁵.

1.3. ICO erinevus ühisrahastusplatvormidest

Ühisrahastus on üldmõiste, mis kirjeldab väikese hulga raha kogumist suure hulga isikute või organisatsioonide poolt, et finantseerida projekti, äri- või isiklikku laenu või muid eesmärke läbi veebipõhise platvormi⁴⁶. Kuivõrd ühisrahastusplatvormide populaarsus on võrreldes 2014. aastaga märgatavalt tõusnud, ei ole tegemist enam väikese hulga raha kogumisega. Eelpool välja toodud definitsioonist tulevad aga selgelt välja ühisrahastuse kolm olulist omadust: 1) finantseeriv eesmärk; 2) rahakogumine suure hulga isikute või organisatsioonide poolt ning 3) veebipõhine platvorm ehk vahendaja⁴⁷.

Suurimaks erinevuseks ICO-de ja ühisrahastuse vahel ongi see, et ühisrahastuse puhul on kogu protsessi juhtivaks isikuks kolmas isik ehk vahendaja. ICO puhul vahendaja puudub ning äriühingu ja investorite vahel toimub virtuaalväeringute ülekandmine *smart contract*'ide abil otse. Seetõttu konkureerivad ühisrahastusplatvormid pankadega ning küsitav on eelkõige krediidiastute seaduse⁴⁸ (edaspidi KAS) ning krediidiandjate ja -vahendajate seaduse⁴⁹ (edaspidi KAVS) kohaldumine. ICO-t korraldavad ettevõtte tavaliselt pangaga ei konkureeri, kuna ICO eesmärk on üldjuhul üksnes ühe konkreetse äriühingu tarbeks vara kogumine. Seega on ICO-de puhul küsitav eelkõige väärtpaberituru ja investeerimisfondide regulatsioonide kohaldumine. Samas võib ka ICO-de korral potentsiaalselt krediidiastute seadus kohalduda.

⁴⁵ ICObench kodulehekülj. Arvutivõrgus: <https://icobench.com/icos>, 18.02.2018.

⁴⁶ E. Kirby, S. Worner. International Organization of Securities Commissions. Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast. Staff Working Paper of the IOSCO Research Department. 2014, lk 4. Arvutivõrgus: <http://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>, 12.01.2018.

⁴⁷ K. Kolk. Investorkaitse ulatuse määratlemine kapitali kaasamisel investeerimis põhise ühisrahastuse tehingutes. Tartu Ülikool, magistritöö. Tallinn: 2017, lk 11.

⁴⁸ Krediidiastute seadus. – RT I, 30.12.2017, 31.

⁴⁹ Krediidiandjate ja -vahendajate seadus. – RT I, 26.06.2017, 1.

Ühisrahastust on erinevalt liigitatud. Näiteks on Euroopa Komisjon jaganud ühisrahastuse neljaks: annetusel põhinev ühisrahastus, vastukingitusel põhinev ühisrahastus, vastastikune laenamine ja omakapitalil põhinev ühisrahastus⁵⁰. ICO puhul ei ole üldjuhul tegemist annetusega. ICO on teisiti nimetatult *token sale* just seetõttu, et ICO korral saab investor endale vastutasuks *token*'i⁵¹. *Token*'i sisu võib aga olla väga erinev ning seetõttu võib vahel tekkida küsimus, kas *token*'il ka realselt mingi väärtus on või sisuliselt võib investori poolt antud virtuaalväeringuid pidada annetuseks. Praktikast see aga tavapärane ei ole.

Lisaks on *token* tavaliselt edasivõõrandatav ning seega on ICO-de puhul olemas *token*'itele ka järelturg. Ühisrahastusplatvormide puhul sellist järelturgu üldiselt ei eksisteeri. Kui inimene ühisrahastusplatvormi panustab, siis jääb tema investering seotuks kindla äriühinguga ning isiku tulu investeringust sõltub selle konkreetse äriühingu kasumi teenimise võimekusest. ICO puhul on võimalik isikul esialgu investeerida küll ühte konkreetsetesse projekti, kuid vastutasuks saadav *token* on kergesti vahetatav mõne muu projekti *token*'i vastu.

Kuna ühisrahastusplatvormi puhul on tegemist vahendajaga, siis juhul, kui platvorm võimaldab või vahendab krediidiandmist tarbijale, kohaldub krediidiandjate ja -vahendajate seadus. ICO puhul üldiselt krediidiandjate ja -vahendajate seadus ei kohaldu, kuivõrd ICO puhul puudub kolmas isik, keda oleks võimalik krediidivahendajaks kvalifitseerida ning ICO-sid läbiviiva äriühingu eesmärk ei ole üldjuhul saadud raha edasi andmine, vaid enda projekti realiseerimise eesmärgil kasutamine. Lisaks võib omakapitalil põhinevale ühisrahastusele kohalduda väärtpaberituru seadus⁵² (edaspidi VPTS). Samuti on väärtpaberituru seaduse kohaldumine tõenäoline ICO-de korral. Ühisrahastuse vastastikusel laenamisel põhinevad platvormid ei allu krediidiastutuste seadusele (edaspidi KAS). Krediidiastutuste seaduse kohaldumist ICO korral on analüüsitud allpool (vt peatükk 2.4).

⁵⁰ Euroopa Komisjon. Crowdfunding in Europe. Introduction and state of play. Brussels: 2017. Arvutivõrgus: [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/595882/EPRS_BRI\(2017\)595882_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/595882/EPRS_BRI(2017)595882_EN.pdf), 23.02.2018.

⁵¹ Teoreetiliselt on tõstatatud küsimus, kas *token* ka tegelikult mingi eelise investorile annab ning kas tegemist on kohase vastusooritusega äriühingu poolt, kuivõrd *token* ei pruugi mitte mingit õigust investorile anda näiteks juhul, kui äriühing ei suuda täita *white paper*'is seatud eesmärgid.

⁵² Väärtpaberituru seadus. – RT I, 30.12.2017, 43.

Seega valitseb ka ühisrahastusplatvormide osas õiguslik ebakindlus, kuid sellele on tähelepanu pööratud ning asutud on ühisrahastusele eriregulatsioone looma, et vähendada turu fragmentaarsust⁵³. Näiteks on koostatud Ühisrahastuse Hea Tava, mis annab sellega liitunud internetipõhiste portaalide pidajatele tegevusjuhised (tegemist ei ole õiguslikult siduva regulatsiooniga)⁵⁴. Samuti on Euroopa Komisjon teinud ettepaneku ühisrahastuse määrase vastuvõtmiseks⁵⁵ ning Finantsinspeksioon on teinud algatuse ühisrahastuse reguleerimiseks⁵⁶.

1.4. ICO-ga seotud riskid

1.4.1. Investorite kaitse puudulikkus

ICO puhul puudub tihti investoritel kaitse, mis on neile tagatud väärtpaberiturul kauplemisel (v.a juhul, kui *token* kvalifitseerub väärtpaberiks). Euroopa Väärtpaberituru Järelevalve Asutus (edaspidi ESMA; inglise keeles *European Securities and Markets Authority*) on väljendanud muret seoses investorite vähese teadlikkusega ning ESMA leiab, et ICO-de puhul ei ole investorid enamasti teadlikud kõrgetest riskidest, mida nad investeringutega võtavad ning äriühingud, kes ICO-sid läbi viivad, ei järgi asjakohaseid õigusakte⁵⁷. Seda enam, et ICO puhul piisab enne rahastamise saamist üksnes *white paper*'i avalikustamisest, mis aga ei paku investoritele tihti kogu vajalikku informatsiooni teadliku investeerimisotsuse tegemiseks. Tihti on *white paper*'is esitatud informatsiooni rõhk võimaliku kasu peal ning vähe tähelepanu pööratakse riskidele, mis investeringuga kaasnevad. Samas tuleb arvesse võtta seda, et investeringute puhul (ka reguleeritud väärtpaberiturul) on alati tegemist investori poolt teatud riski võtmisega. Seda on

⁵³ Euroopa Ühisrahastuse Võrk. Review of Crowdfunding Regulation 2017: Interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel. Brussels: 2017, lk 185-187. Arvutivõrgus: http://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2017/10/ECN_Review_of_Crowdfunding_Regulation_2017.pdf, 19.02.2018.

⁵⁴ FinanceEstonia, Advokaadibüroo Deloitte Legal OÜ. Ühisrahastuse Hea Tava. Arvutivõrgus: <http://www.financeestonia.eu/wp-content/uploads/2016/02/%C3%9Chisrahastuse-Hea-Tava.pdf>, 13.02.2018.

⁵⁵ Euroopa Komisjon. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business. Brussels: 08.03.2018.

⁵⁶ Finantsinspeksioon. Algatus ühisrahastuse reguleerimiseks. Arvutivõrgus: https://www.fi.ee/public/2016_09_Uhisrahastuse_seaduse_eelnou.pdf, 02.02.2018.

⁵⁷ Euroopa Väärtpaberituru Järelevalve Asutus. ESMA highlights ICO risks for investors and firms. 13. 11.2017. Arvutivõrgus: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-highlights-ico-risks-investors-and-firms>, 16.02.2018.

rõhutanud ka Euroopa Inimõiguste Kohus asjas *Mamatas and Others vs Kreeka*, kus kohus selgitas, et kuigi riigi poolt antud võlakirjad loetakse üldjuhul madala riskiga investeeringuks, siis ka selliste investeeringute puhul ei saa investor kunagi kindel olla enda raha tagasi saamises⁵⁸.

ICO-sid viiakse läbi idufirmade rahastamiseks, kus enamasti *white paper* avalikustamisel ning raha kogumisel ei ole äriühing astunud samme oma projekti elluviimiseks ning *white paper* sisaldab suurel hulgal spekulatsioone ja tulevikulootusi, mitte niivõrd faktidel põhinevaid andmeid⁵⁹. Seetõttu on väga raske investoritel hinnata, kas nende investeering ka kunagi realselt neile kasu toob. Kui ICO ebaõnnestub (ICO käigus ei koguta vajalikul hulgal vahendeid projekti alustamiseks), saavad investorid üldjuhul oma panuse tagasi. Kui aga ICO õnnestub ning vajalik investeering saadakse ICO käigus kokku, siis hiljem projekti ebaõnnestumisel, investoritel kaitse puudub ning investorid jäävad lihtsalt kogu oma investeeringust ilma. Kui investorid näevad, et nende investeering kaotab oma väärtust, siis puudub investoritel tihti kiire võimalus *token*'eid müüa või tagasi vahetada fiat-raha vastu⁶⁰.

1.4.2. Hinna kujunemise ebamäärasus

Kuna ICO puhul kaasatakse investorid projektidesse, mis on alles varajases staadiumis, määrab *token*'i hinna äriühing oma äranägemise järgi, mitte see ei kujune kontrollitavate meetodite tulemusel. Pärast esimeste *token*'ite väljastamist sõltub *token*'i hind ühiskonna usust projekti. Seega ei ole *token*'ite hind kuidagi kontrollitud või seotud projekti tegeliku väärtusega⁶¹. Kui projekti hakatakse arendama ja jõutakse järgmisesse staadiumi, siis *token*'itele tekib reaalne väärtus, mille taga seisab töötav produkt. Näiteks oli Ethereum *token*'i (edaspidi: ETH) hind 07. augustil 2015 0,76 USD, kuid 14 jaanuar 2018 oli ühe ETH hind 1 385,02 USD⁶². Hinna kujunemise objektiivsus on aga väärtpaberiturul oluline aspekt⁶³.

⁵⁸ EIKo 63066/14, 64297/14 ja 66106/14, *Mamatas ja teised vs Kreeka*.

⁵⁹ Euroopa Väärtpaberiturule Järelevalve Asutus. ESMA alerts investors to the high risks of *Initial Coin Offerings* (ICOs). 13.11.2017. Arvutivõrgus: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-829_ico_statement_investors.pdf, 16.02.2018.

⁶⁰ Ibid.

⁶¹ FINMA. FINMA publishes ICO guidelines. 16.02.2018. Arvutivõrgus: <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>, 20.02.2018.

⁶² Ethereum Price kodulehekül. Arvutivõrgus: <http://www.ethprice.com/>, 16.02.2018.

⁶³ G. D. Vinter. *Project Finance*. Third Edition. London: Sweet & Maxwell 2006, lk 248.

1.4.3. Vead programmis

Investoreid hoiatatakse ka selle eest, et plokiahela puhul on tegemist uue tehnoloogiaga ja paljud ICO-sid läbiviivad äriühingud ei ole oma programme testinud ning seetõttu võivad need olla vigased või avatud küberrünnakutele, mille tagajärjel kaotavad investorid kogu oma vara⁶⁴.

Näiteks 30.04.2016-28.05.2016 müüs *Decentralized Autonomous Organization* ehk DAO 1,15 miljardit *token*'it ca 12 mln ETH eest. ICO lõppemise ajal oli 12 mln ETH väärtus 150 mln USD. 17.06.2017 üritati DAO-lt varastada ca 1/3 ICO käigus kogutud rahastusest ehk ligikaudu 3,6 mln ETH. Kuna DAO programm hoidis küberrünnaku käigus tehtud tehingut kinni veel 27 päeva, siis selle ajaga muudeti Ethereum'i protokoll selliselt, et kogu varastada üritatud raha kanti tagasi nende algsetele omanikele (investoritele) Ethereumides ning DAO-le tagastati vastavad investorite *token*'id⁶⁵. Selliselt hoiti ära investoritele kahju tekkimine, kuid see näitas, kui haavatav kogu süsteem siiski on. Seda kinnitavad ka Ernst & Youngi poolt läbi viidud uuringu käigus kogutud andmed, mille kohaselt ICO-de kaudu kokku kogutud ca 400 miljonist dollarist 3,7 miljonit dollarit on küberrünnakute tulemusel jõudnud valedesse kättesse⁶⁶. Tänu õiguslikule ebaselgusele ei ole aga selge, kes sellise kahju riisikot kandma peab, keda saab pidada isikuks, kellele on kahju tekkinud (kas ICO-t korraldav äriühing või investor) ning mis nõuded pooltel omavahel tekivad.

1.4.4. Järelevalve puudulikkus

Õigusliku ebakindluse tõttu ICO-de ümber puudub õigusselgus selles osas, kelle pädevusse kuulub ICO-de üle järelevalve teostamine või kas seda üldse tehakse. Seetõttu on oht, et ICO-sid kasutatakse maksude varjamiseks, rahapesuks, terrorismi rahastamiseks vms⁶⁷. Paljud kriitikud leiavad, et ICO abil üritatakse kapitali kaasamisel lihtsalt mööda hiilida õigusaktidest, mis tagavad

⁶⁴ Euroopa Väärtpaberituru Järelevalve Asutus (viide 59).

⁶⁵ Ameerika Ühendriikide Väärtpaberite ja Börsitehingute Komisjon. Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO. Release no. 81207, 25.07.2017. Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>, 20.02.2018.

⁶⁶ Ernst & Young Baltic AS. Big risks in ICO market: Flawed token valuations, unclear regulations, heightened hacker attention and congested networks. 17.01.2018. Arvutivõrgus: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Big_Risks_in_ICO_market/\\$FILE/1801-2546596%20ICO%20market%20infographic%20v11_SCORE%20Approved_FINAL_JAN%2017%202018.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Big_Risks_in_ICO_market/$FILE/1801-2546596%20ICO%20market%20infographic%20v11_SCORE%20Approved_FINAL_JAN%2017%202018.pdf), 01.02.2018.

⁶⁷ S. Foley, J. R. Karlsen, T. J. Putninš. Sex, drugs and bitcoin: How much illegal activity is financed through cryptocurrencies? Jaanuar 2018.

investoritele vajaliku kaitse, kuid sisult on tegemist samasuguse kapitali kaasamisega nagu avalikult väärtpaberite pakkumise puhulgi, mis peaks alluma ka samadele reeglitele⁶⁸. Samuti on ICO abil idufirmadesse investeerimist võrreldud lotopileti ostmisega⁶⁹.

Väärtpaberitega kauplemine on üksikasjalikult reguleeritud igas arenenud riigis ning nõuete eiramisel kaasnevad äriühingutele ulatuslikud tagajärjed (nt börsilt lahkumine, suured rahalised trahvid). Selline järelevalve puudub aga ICO-de üle. Näiteks DAO puhul leidis Ameerika Ühendriikide Väärtpaberite ja Börsitehingute Komisjon (edaspidi SEC; inglise keeles *U.S. Securities and Exchange Commission*), et tegemist oli tegelikult väärtpaberitega kauplemisega, kuid DAO ei järginud vajalikke regulatsioone. SEC siiski DAO-d ei karistanud, kuivõrd ICO-de puhul ongi tegemist õiguse „halli alasse“ jääva nähtusega.⁷⁰ Selline praktika seab aga ebaausasse olukorda need äriühingud, kes tegutsevad seadusega kooskõlas traditsioonilisel viisil kapitali kaasamisel. Samuti ei andnud SEC täpsemaid juhendeid, kuidas edaspidi sellist olukorda vältida.

1.4.5. Pettus

Pettuseid ei ole võimalik sajabrotsendiliselt välistada üheski eluvaldkonnas, kuid ICO-de puhul leitakse, et pettuste läbiviimine on tehtud liiga kergeks⁷¹, kuivõrd äriühingud saavad jääda internetis anonüümseks ning keegi järjepidevalt ICO-de üle regulaarselt kontrolli ei teosta. Näiteks avaldas SEC 2017. aasta septembris pressiteate, mille kohaselt tuvastas SEC kaks pettuse eesmärgil läbi viidud ICO-t⁷². Samuti on FINMA juhtinud investorite tähelepanu võimalikele pettustele. Näiteks on FINMA järelevalve käigus avastanud äriühingu, mis väljastas virtuaalväeringuid, mida

⁶⁸ *If walks like a duck and quacks like a duck, its probably a duck.* (Tõlge: Kui kõnnib nagu part ja prääksub nagu part, siis tõenäoliselt on tegemist pardiga.) Nii on ICO-de ja avaliku pakkumise kohta öelnud advokaat Amy Wan. – A. Wan. *Why Your Initial Coin Offering Is Probably Regulated By Securities Law.* – Crowfund Insider 06.03.2017. Arvutivõrgus: <https://www.crowdfundinsider.com/2017/03/96598-initial-coin-offering-probably-regulated-securities-law/>, 24.02.2018.

⁶⁹ Buttenwood. *Initial Coin Offering means investor caution obligatory.* – The Economist. 26.09.2017.

⁷⁰ Ameerika Ühendriikide Väärtpaberite ja Börsitehingute Komisjon (viide 65).

⁷¹ Näiteks on ajakirjanik Kevin Roose ICO seletamiseks kirjeldanud olukorda järgnevalt: “Kujuta ette, et su sõber on ehitamas kasiinot ja palub sul sellesse investeerida. Vastutasuks pakub ta sulle žetoone, mida on võimalik kasiinos kasutada, kui see valmis saab. Nüüd kujuta ette, et žetooni väärtus ei ole kindlaks määratud, vaid see sõltub kasiino populaarsusest, teiste mängijate arvust ja kasiinole kohaldatavatest õigusaktidest. Ja kujuta ette, et sõbra asemel on tegemist võõraga internetist, kes võib kasutada võltsnime, kes ei pruugi teada, kuidas kasiinot ehitada ja keda sa ka kohtusse kaevata ei saa, kui ta su raha varastab ja ostab endale hoopis Porche. See ongi ICO.” – K. Roose. *Is There a Cryptocurrency Bubble? Just Ask Doge.* – The New York Times 15.09.2017.

⁷² Ameerika Ühendriikide Väärtpaberite ja Börsitehingute Komisjon. *SEC Exposes Two Initial Coin Offerings Purportedly Backed by Real Estate and Diamonds.* Washington D. C.: 29.07.2017. Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-185-0>, 18.02.2018.

inimestel ei olnud võimalik väljaspool platvormi kasutada ning mida ei taganud ka materiaalne vara nagu äriühing ise lubas⁷³. Samuti on ICO-de käigus kogutud raha kasutatud oma isiklikes huvides, mitte projekti arendamise eesmärgil⁷⁴.

Võimalike ohumärkidena pettuse äratundmiseks on välja toodud asjaolud, et *white paper*'is puuduvad meeskonna kontaktandmed, ICO-t läbiviival äriühingul puudub rahakott, *white paper*'is seatud eesmärgid on ebarealistlikud või ebaselged ning investoreid ei hoita pidevalt kursis projekti arenguga⁷⁵. Samas on endiselt selgusetu see, kas investorid vajavad samasugust kaitset ICO-de puhul nagu ka väärtpaberiturul osalemisel või ei ole investorite niivõrd ulatuslik kaitse ICO-de puhul põhjendatud ning investorid on ka ilma avaliku õiguse regulatsioonide kohaldumiseta selliste pettuste eest kaitstud.

1.5. Õiguslik ebaselgus

Finantsturu võib üldjuhul jaotada kaheks. Esiteks, traditsiooniline ehk klassikaline pangandusturg, mille abil on äriühingul võimalik pankadest laenu või liisingut saada. Teise osa finantsturust moodustab n-ö pangandusväline turg ehk kapitaliturg (või väärtpaberiturg), mis võimaldab äriühingutel kasutada kapitali kaasamiseks peale pangalaenu muid omakapitali- ja võõrkapitaliinstrumente (näiteks aktsiate või võlakirjade emiteerimine väärtpaberibörsil). ICO-d tõstatavad küsimuse, kas *token*'ite väljastamine on kummagi eelnimetatud turu (pangandusturu või kapitalituru) regulatsioonidele allutatud ehk juba olemasoleva finantsturu regulatsioonidega kaetud või on tegemist kolmanda finantsturu liigiga, mis on tekkinud pangandusturu ja kapitalituru kõrvale või on hoopiski tegemist finantsturu välise elemendiga.

02.06.1993. aastal võttis Riigikogu vastu väärtpaberituru seaduse⁷⁶, mis koosnes üksnes 37 paragrahvist. Seaduse eesmärk oli määrata kindlaks mõned otsesed meetmed investorite kaitseks, sest väärtpaberituru arenemise algetapil olid investorite kogemused informatsiooni põhjal õigete

⁷³ FINMA. FINMA closes down coin providers and issues warning about fake cryptocurrencies. 19.09.2017. Arvutivõrgus: <https://www.finma.ch/en/news/2017/09/20170919-mm-coin-anbieter/>, 18.02.2018.

⁷⁴ D. A. Zetzche jt (viide 5), lk 18.

⁷⁵ A. Marshall. ICO, Explained. – Cointelegraph 07.03.2017. Arvutivõrgus: <https://cointelegraph.com/explained/ico-explained>, 17.02.2018.

⁷⁶ Väärtpaberituru seadus. Vabariigi Valitsus 22.04.1993 145 SE. – <https://www.riigikogu.ee/tegevus/eelnoud/eelnou/7ee6b5e0-b123-3710-a922-551b42b2f891/V%C3%A4%C3%A4rtpaberituru%20seadus>, 12.01.2018.

investeerimisotsuste tegemisel veel väikesed. Seaduse eelnõu koostamise hetkel oli tegemist olukorraga, kus Eesti väärtpaberiturg oli välja arenemata ning seetõttu ei olnud võimalik ette näha kõiki spetsiifilisi probleeme, mida tulevikus lahendada tuleb. Seetõttu rõhutati investorite kaitse vajadust, mis muuhulgas pidi väljenduma hinnakujundamise protsessi objektiivsuse suurendamisel ning kõikide tehingute informatsiooni kättesaadavaks tegemisel⁷⁷.

Nüüdseks on väärtpaberiturg detailselt reguleeritud ning selle üle toimub pidev järelevalve. Kunagisest 37 paragrahviga seadusest on saanud ca 300 sätet sisaldav õigusakt. Lisaks ei ole väärtpaberiturg reguleeritud mitte üksnes siseriiklike regulatsioonidega, vaid Euroopa Liit on ühtse turu loomise eesmärgil võtnud vastu määruseid ning harmoneerinud liikmesriikide siseriiklikku õigust arvukate direktiividega.

Magistritöö kirjutamise hetkel on Eesti ühiskond ICO-de puhul jõudnud justkui samasse staadiumisse, kus väärtpaberiturg oli enne 1993. aastat. Erinevus on ainult see, et kui 1993. aastal oli teistes riikides arenenud väärtpaberituru regulatsioon ning Eesti sai õiguaktide väljatöötamisel eeskujuks võtta teiste riikide regulatsioonid, siis ICO-de puhul on magistritöö kirjutamise hetkel terves maailmas õiguslik ebakindlus. Riigid ei ole siiani jõudnud konsensusele ICO-dele kohalduva õiguse osas. Puuduvad vastavad riikideülesed konventsioonid, määrused vms kokkulepped, mis tagaksid ICO-de ühetaolise reguleerimise. See on aga vajalik arvestades ICO-de rahvusvahelist ulatust. Lisaks ei ole probleem mitte üksnes rahvusvahelise õiguse ebakindluses, vaid ka siseriiklike regulatsioonide kohaldamise praktikas. Õiguse ebaselguse tõttu on Hiina keelustanud ICO-d ning kõik äriühingud, kelle poolt läbi viidud ICO allus Hiina õigusele, pidid investoritele kõik ICO-de abil kaasatud vahendid tagastama. Siiski on Hiina öelnud, et tegemist on ajutise olukorraga ning ICO-de lubamine tuleb kõne alla juhul, kui töötatakse välja sobiv õiguslik regulatsioon. Paljud riigid on võtnud seisukoha, et igale ICO-le tuleb üksikjuhtumi pinnalt läheneda ning hinnata *token*'i sisu järgi, mis regulatsioonid konkreetsel juhul kohalduvad⁷⁸ (nt Šveits⁷⁹, USA, Austraalia).

⁷⁷ Ibid.

⁷⁸ USA-s on SEC hoiatanud advokaate, et advokaatide poolt ICO äriühingutele antav nõu peab olema kooskõlas õigusega, vastasel juhul on võimalik advokaate karistada (trahv, õigusabi osutamise keeld, kriminaalne karistus vms). See tähendab, et advokaadid peavad õigesti *token*'i kvalifitseerima olukorras, kus puuduvad ühtsed reeglid või praktika ning tegemist on õiguse nn halli alaga. – M. Ross, A. Ramonas, L. Beyoud. The SEC Man Cometh for ICO Attorneys. – Bloomberg Law, 05.02.2018. Arvutivõrgus: <https://biglawbusiness.com/the-sec-man-cometh-for-ico-attorneys/>, 18.02.2018.

Samuti suurendab selline üksikjuhtumi põhine lähenemine halduskoormust.

⁷⁹ FINMA. FINMA guidelines regarding Initial Coin Offerings. 19.02.2018. Arvutivõrgus: http://www.homburger.ch/fileadmin/publications/Homburger_Bulletin_20180219_EN.PDF, 25.02.2018.

Selliselt ICO-de reguleerimine suurendab halduskoormust, kuivõrd ka järelevalve asutused peavad kohalduva õiguse selgeks tegemiseks läbi viima põhjaliku õigusanalüüsi. Osad riigid (näiteks Hong Kong) on aga öelnud, et ICO-d ei erine tavapäraest investeeringutest ning seetõttu kohalduvad neile ka traditsioonilised avaliku pakkumise regulatsioonid⁸⁰.

Seega toimub ühelt poolt pidev plokiahela tehnoloogia ja kogu süsteemi areng. Teiselt poolt on kehtestatud regulatsioonid, mis on mõeldud traditsioonilisel viisil investeerimiseks. Riigid on lahendanud ICO-de õigusliku reguleerimise erinevalt. ICO-de puhul tuleb aga arvesse võtta nende rahvusvahelist ulatust ning asjaolu, et ICO jaoks ei eksisteeri riigipiire. Seetõttu on võibolla mõistlik reguleerida ICO-dega seonduv ühtse turu põhimõttest lähtudes rahvusvaheliselt, nt välislepinguga või Euroopa Liidu määrusega, kuivõrd Euroopa Liidus kaupade vaba liikumine on Euroopa Liidu toimimise lepingu⁸¹ artiklites 26, 28-37 sätestatud põhimõte ning ka *token*'ite vaba liikumine võiks autori arvates nende sätete sisulisse kohaldamisalasse kuuluda.

⁸⁰ U. W. Chohan. Initial Coin Offerings (ICOs): Risks, Regulation, and Accountability. Wales: Canberra 30.11.2017.

⁸¹ Euroopa Liidu toimimise lepingu konsolideeritud versioon. – ELTL C 326, 26.10.2012, lk 47-390.

2. ICO-DELE KOHALDUV ÕIGUS

2.1. Üldiselt

ICO-dele kohalduva õiguse määramisel tuleb hinnata, milliseid õiguseid konkreetsed *token*'id inventoritele annavad. Samuti tuleb analüüsida *token*'i omadusi⁸² (kas nad on vabalt kaubeldavad, kas on maksevahendile iseloomulikud tunnused jne). Kuigi üldiselt *white paper* ei sisalda õiguslikku analüüsi selles osas, kuidas *token*'id on kvalifitseeritud, on tihti *white paper*'ites välja toodud selgitus, et äriühingu poolt väljastatavaid *token*'eid ei saa mingil juhul käsitleda väärtpaberitena, omandiõiguse omandamisena äriühingust ega maksevahendina. Sellise välistuse eesmärk on välistada äriühingu suhtes rangete finantsturu reeglite kohaldumine. Reaalselt selline klausel *white paper*'is ei tähenda aga midagi, kuivõrd järelevalve raames ei lähtuta *token*'ite kvalifitseerimisel mitte äriühingu seisukohast, vaid *token*'ite sisulisest hindamisest.

Ka Euroopa Väärtpaberituru Järelevalve Asutus on juhtinud äriühingute tähelepanu sellele, et ICO-sid korraldavad äriühingud peavad hoolikalt hindama, kas nende tegevus allub mõnele eriregulatsioonile, nt kas *token*'id on väärtpaberid või äriühingu tegevus vastab oma olemuselt investeerimisfondi tegevusele⁸³. Lisaks on Finantsinspeksioon välja toonud, et ICO-d võivad alluda krediidasutuste seadusele, võlaõigusseadusele või tegemist võib olla ka annetusega⁸⁴. Kui *token*'id kvalifitseeruvad maksevahendiks, on vajalik ka rahapesuvastase regulatsiooni järgimine.

⁸² Finantsinspeksioon. Teave krüptorahaga kauplejatele ja ICO korraldajatele. Arvutivõrgus: <http://www.fi.ee/index.php?id=22563>, 26.03.2018.

⁸³ Euroopa Väärtpaberituru Järelevalve Asutus (viide 59).

⁸⁴ Finantsinspeksioon (viide 82).

2.2. *Token* kui väärtpaber

2.2.1. Väärtpaberi mõiste

Väärtpaberi mõiste on riikides väga erinevalt sisustatud. Kuigi väärtpaberiturug on muutunud enamasti elektrooniliseks ning väärtpaberitega kauplemine rahvusvaheliseks, on väärtpaberiturg siiski killustatud ning seetõttu esineb palju tõkkeid välismaa väärtpaberiturule sisenemiseks nii emitentidele kui ka investoritele. Seda mh seetõttu, et mõistet „väärtpaber“ defineeritakse riigiti erinevalt, mistõttu erinevad ka väärtpaberit puudutavad regulatsioonid.

USA õiguse kohaselt, kui investor panustab äriühingusse kasumi saamise eesmärgil, on tegemist tõenäoliselt väärtpaberiga⁸⁵. Lisaks on SEC-i esimees selgitanud, et isegi juhul, kui ICO-t korraldava äriühing liigitab enda poolt läbiviidava ICO *utility token*'iks ehk teenuse pakkumiseks, võib teatud juhtudel olla tegemist väärtpaberiga ning ICO võib alluda väärtpaberituru regulatsioonile⁸⁶. USA-le on ette heidetud, et mõistet „väärtpaber“ sisutatakse liiga laialt⁸⁷ ning see võib takistada kapitalituru arengut USA-s. Samas on laia tõlgenduse vajadust põhjendatud investorite kaitse tarvidusega⁸⁸. SEC kasutab siiani (ka *token*'ite kvalifitseerimise puhul⁸⁹) 1946. aastal USA Ülemkohtu poolt kaasusest SEC vs Howey Co.⁹⁰ tulenevat nn Howey testi, mille kohaselt on väärtpaberiga tegemist juhul, kui see vastab neljale järgmisele kriteeriumile: 1) investor investeerib oma raha; 2) ühises äriühingus; 3) investor eeldab enda investeeringult kasu saamist; 4) kasu saamine sõltub ainult äriühingu asutajast või kolmandast isikust.

Eesti õiguses on väärtpaberi mõiste sätestatud VÕS § 917 lg-s 1, väärtpaberite registri pidamise seaduse⁹¹ (edaspidi EVKS) § 2 lg-s 1 ja VPTS § 2 lg-s 1. VÕS § 917 jj reguleerivad väärtpabereid, mis antakse üle füüsilise dokumendi vahendusel (v.a VÕS § 917¹). Kuivõrd ICO-de puhul füüsiline dokument puudub, siis käesolev magistritöö VÕS § 917 jj sätteid ei käsitle. Samuti jääb liiga

⁸⁵ Ameerika Ühendriikide Väärtpaberite ja Börsitehingute Komisjon (viide 65).

⁸⁶ J. Slayton. Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings. 11.12.2017. Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11>, 23.02.2018.

⁸⁷ F. H. C. Mazando. The Taxonomy of Global Securities: is the U.S Definition of Security too Broad? – Northwestern Journal of International Law & Business. Fall 2012, vol 33 Issue 1, lk 123-124.

⁸⁸ S. M. Maloney. What is a Common Enterprise – A Question of Legislative Intent. 11 Miss. C. L. Rev. 125.

⁸⁹ Ameerika Ühendriikide Väärtpaberite ja Börsitehingute Komisjon (viide 65).

⁹⁰ SEC v. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946). Arvutivõrgus: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/case.html>, 13.01.2018.

⁹¹ Väärtpaberite registri pidamise seadus. – RT I, 30.12.2017, 33.

kitsaks EVKS-s sätestatud väärtpaberi mõiste, mille kohaselt väärtpaberi mõiste on piiritletud Eestis registreeritud eaõiguslike juriidiliste isikutega, aktsiaseltsidega, investeerimisfondide osakute ja aktsiatega jne.

Tulenevalt eeltoodust on ICO-de suhtes kõige asjakohasem väärtpaberi mõiste sätestatud VPTS § 2 lg-s 1, mille kohaselt on väärtpaber (ka selle kohta dokumenti väljastamata) järgmine vähemalt ühepoolse tahteavalduse alusel üleantav varaline õigus või kohustus või leping: aktsia või muu samaväärne kaubeldav õigus, võlakiri, vahetusväärtpaber või muu emiteeritud ja kaubeldav võlakohustus, mis ei ole rahaturuinstrument, märkimisõigus või muu kaubeldav õigus, mis annab õiguse omandada võlakirju või aktsiat või muu samaväärset kaubeldavat õigust, investeerimisfondi osak ja aktsia, rahaturuinstrument, tuletisväärtpaber või tuletisleping, kaubeldav väärtpaberi hoidmistunnistus ning kasvuhoonegaaside heitkoguse ühik atmosfääriõhu kaitse seaduse⁹² § 137 lõike 1 tähenduses (edaspidi heitkoguse ühik).

2.2.2. Väärtpaberi tunnused

2.2.2.1. Varaline õigus, kohustus või leping

VPTS § 2 lg-s 1 sätestatud väärtpaberi definitsioonist tulenev esimene tingimus on see, et tegemist peab olema varalise õiguse, kohustuse või lepinguga. Sellised õigused, kohustused või lepingud on loetletud VPTS § 1 lõike 1 punktides 1–7. Seega tuleb hinnata, kas investorile üleantav *token* annab investorile varalise õiguse⁹³. *Token*'id võib potentsiaalselt kvalifitseerida kas aktsiatega võrreldes muuks samaväärseks kaubeldavaks õiguseks, investeerimisfondi osakuks või rahaturuinstrumendiks. Muud VPTS § 2 lõikes 1 välja toodud varalised õigused, kohustused või lepingud ei ole *token*'ite olemust arvestades potentsiaalsed kvalifikatsioonid.

Aktsiatega samaväärsete õiguste all on väärtpaberituru seaduses mõeldud õigusi, mis väljendavad osalust äriühingus ning annavad aktsiatega sarnaseid õiguseid, st hääleõiguse, õiguse osaleda äriühingu kasumi ja likvideerimisel järelejääva vara jaotamises jms. Sellisteks õigusteks on Eesti õiguses eelkõige osauhingu osa ning liikmesus tulundusühistus⁹⁴. Aktsia puhul võib eristada aktsia

⁹² Atmosfääriõhu kaitse seadus. – RT I, 30.12.2017, 26.

⁹³ ICO-de eesmärgist tulenevalt ei kaasne investoritele varalisi kohustusi.

⁹⁴ M. Käerdi. AÕS § 314¹/3.3.3. b). – Asjaõigusseadus II. Komm vlj. Tallinn: Juura 2014.

kolme õiguslikku tähendust: 1) aktsia seondub osalusega aktsiakapitalis; 2) aktsia on aktsionäridele kuuluvate nii varaliste kui ka mittevaraliste ehk juhtimisega seotud õiguste ja kohustuste kogum; 3) aktsia on väärtpaber VPTS § 2 lg 1 p 1 tähenduses ehk ese TsÜS § 48 tähenduses⁹⁵. Aktsionäride kaks põhilist aktsiatest tulenevat varalist õigust on õigus saada dividendi ning õigus likvideerimishüvitisele⁹⁶.

Cyfin Technologies OÜ poolt avalikustatud *white paper*'i „Acebusters. A decentralized poker platform on the Ethereum blockchain.”⁹⁷ kohaselt väljastab Cyfin Technologies OÜ ICO käigus investoritele kahte liiki *token*'eid. Esiteks *The Nutz (NTZ) token*'id, mis tagavad ligipääsu Acebusteri platvormile. NTZ *token*'id on piiramata ning neid on võimalik igal ajal osta ETH eest ning muuta tagasi ETH-deks. NTZ *token*'ite eest on võimalik mängida pokkerit, mis ongi kogu platvormi ideeks.

Teine äriühingu poolt väljastatav *token* on *Acebusters Power* (edaspidi ABP). Tegemist on piiratud hulga *token*'itega. ABP *token*'it on võimalik soetada NTZ-de eest ning vahetada tagasi NTZ-deks. Muuks vääringuks ABP-sid vahetada ei saa. ABP *token*'i omanikel on õigus hääletada platvormi arenduse küsimustes (õigus osaleda otsusprotsessis) ning saada osa platvormi kasumist. Sarnase lubaduse – jagada *Polybius Token*'i omanike vahel jagada iga aasta lõpus 20% äriühingu kasumist – on oma *white paper*'is sätestanud ka Polybius Foundation OÜ⁹⁸.

Seega on ABP *token*'i omanikel ja *Polybius Token*'i omanikel õigus saada osa äriühingu kasumist. Olemuslikult on tegemist dividendiga äriseadustiku⁹⁹ (edaspidi ÄS) § 157 lg 2 mõttes ehk osaniku peamise varalise õigusega. Samas ei taga ABP *token* ega ka *Polybius Token* selle omanikule teist olulist osaniku varalist õigust – õigust likvideerimishüvitisele. Vastupidi, üldiselt *white paper*'i kohaselt on välistatud äriühingu vastutus ning igasugune kahju hüvitamise kohustus investorite ees. Seega tekib antud juhul küsimus, kas *token* võib olla aktsiaga samaväärne kaubeldav õigus VPTS § 2 lg 1 p 1 mõttes, kus *token* tagab selle omanikule õiguse saada osa äriühingu kasumist,

⁹⁵ K. Saare jt. Ühinguõigus I. Tallinn: Juura 2015, lk 335.

⁹⁶ Ibid, lk 423–425.

⁹⁷ C. Hoenes, J. Barbie, B. Scheres. Acebusters. A decentralized poker platform on the Ethereum blockchain. Arvutivõrgus: https://www.acebusters.com/files/acebusters_whitepaper.pdf, 02.03.2018.

⁹⁸ Polybius Foundation OÜ. Polybius Prospectus. A Project of a Regulated Bank for the Digital Generation. Arvutivõrgus: <https://polybius.io/media/prospectus.pdf>, 23.02.2018.

⁹⁹ Äriseadustik. – RT I, 17.11.2017, 22.

kuid ei anna investorile teist äriühingu aktsionäridele kuuluvat varalist õigust – õigust likvideerimishüvitisele. Autor on seisukohal, et äriühingu osanike või aktsionäride ning investorite peamine soov äriühingut omandades on saada tulu äriühingu kasumist. Seega kui *token* garanteerib selle omajale sellise tulu, on tegemist aktsiaga samaväärse õigusega, kuna selle omaja saab endale sisuliselt aktsionäride peamise varalise õiguse. Seega on sellisel juhul täidetud väärtpaberiks kvalifitseerumise esimene eeldus.

2.2.2.2. Üleantavus

Teiseks väärtpaberite tunnuseks Eesti õiguse kohaselt on see, et omandatav kohustus, õigus või leping peab olema vähemalt ühepoolse tahteavalduse alusel üleantav. VPTS ei defineeri täpsemalt, mida tähendab väljend „ühepoolse tahteavalduse alusel üleantav“. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2009/65/EÜ vabalt võõrandatavatesse väärtpaberitesse ühiseks investeeringuks loodud äriühinguid (eurofondid) käsitlevate õigus- ja haldusnormide kooskõlastamise kohta (uuesti sõnastatud) art 2 lg 1 punktis n on sätestatud väärtpaberi tingimusena, et väärtpaber peab olema vabalt võõrandatav¹⁰⁰. Samasuguse tingimuse (vabalt võõrandatav) seab väärtpaberitele Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/65/EL finantsturuinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL¹⁰¹ (edaspidi MiFID II direktiiv) art 4 lg 1 p 44.

Euroopa Väärtpaberituru Järelevalveasutuste Komitee (edaspidi CESR; inglise keeles *The Committee of European Securities Regulators*) on selgitanud, et vabalt võõrandatavuse tuvastamisel tuleb hinnata kuut aspekti: väärtpaberi likviidsus, väärtpaberile väärtuse määramise objektiivsus, informatsiooni avalikustamine väärtpaberi kohta, väärtpaberi võõrandatavus, väärtpaberi omandamine peab olema kooskõlas direktiivi nõuetega ning peab olema võimalik hinnata väärtpaberitega kaasnevaid riske¹⁰². Tulenevalt Euroopa Liidu õiguse ülimuslikkuse põhimõttest ning harmoniseeritusest tuleb ka Eesti õiguse tõlgendamisel arvestada Euroopa Liidu õiguse tõlgendamiseks antud suunistega.

¹⁰⁰ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2009/65/EÜ, 13. juuli 2009, vabalt võõrandatavatesse väärtpaberitesse ühiseks investeeringuks loodud ettevõtjaid (eurofondid) käsitlevate õigus- ja haldusnormide kooskõlastamise kohta (uuesti sõnastatud). – ELT L 302, 17.11.2009, lk 32-96.

¹⁰¹ Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/65/EL finantsturuinstrumentide turgude kohta. – ELT L 173, 12.06.2014, lk 349-496.

¹⁰² Euroopa Väärtpaberituru Järelevalveasutuste Komitee. CESR's Advice on Clarification of Definitions concerning Eligible Assets for Investments of UCITS. Consultation Paper. Märts 2005, lk 8-10. Arvutivõrgus: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/05_064b.pdf, 12.03.2018.

Lisaks ei anna VPTS vastust küsimusele, kas väärtpaberi üleantavuse hindamisel tuleb vaadata üksnes reguleeritud turul väärtpaberi üleandmise võimalikkust. Väärtpaberituru süstemaatilise tõlgendamise tulemusel peaks tulenevalt väärtpaberituru seaduse reguleerimisalast (VPTS § 1) väärtpaberi üleantavust hindama üksnes reguleeritud turul. MiFID II direktiivi art 4 lg 1 p 44, kohaselt hinnatakse väärtpaberi kaubeldavust kapitaliturul, mis on laiem mõiste kui reguleeritud turg.

Euroopa Komisjon on selgitanud, et mõistete „vabalt võõrandatavad väärtpaberid“ tuleb sisutada laialt. Samas ei ole Euroopa Komisjon oma seisukohtades andnud ühest vastust sellele küsimusele, kas kauplemine peaks olema võimalik üksnes reguleeritud turul, vaid Euroopa Komisjon on selgitanud, et kui väärtpaberitega kauplemine on võimalik reguleeritud turgudel või mitmepoolsetes kauplemissüsteemides, on tegemist üleantavate väärtpaberitega. Kui kauplemine väärtpaberitega reguleeritud turul või mitmepoolses kauplemissüsteemis ei ole võimalik, ei pruugi väärtpaberid olla üleantavad¹⁰³. MiFID II direktiivi ülevõtmisega seoses muudeti väärtpaberituru seadust ning seaduse muutmise seletuskirja kohaselt ei ole VPTS §-s 1 viidatud üldistatult kauplemiskoha korraldamisele, vaid reguleeritud väärtpaberiturgude toimimisele, sest teiste kauplemiskohtade korraldamine on investeerimisteenuse osutamine¹⁰⁴. Seega on väärtpaberiga tegemist üksnes juhul, kui varaline õigus, kohustus või leping on vabalt kaubeldav reguleeritud turul.

ICO-de käigus *token*'ite ostmine tähendab investori jaoks seda, et ta kannab enda krüptovaluuta ICO-t läbiviiva äriühingu rahakotti ning omandab esialgu justkui nõudeõiguse äriühingu vastu. ICO edukaks tunnistamisel¹⁰⁵ on äriühing kohustatud andma investorile *token*'id. Kui ICO on edutu, siis kannab äriühing üldjuhul investorile tema panuse tagasi. Juhul, kui ICO on edukas ja investorile väljastatakse *token*'id, siis kantakse need investori rahakotti. See tähendab, et investoril on võimalik *token*'eid vabalt edasi võõrandada kolmandatele isikutele, v.a kui äriühing on otseselt *token*'ite edasivõõrandamise keelanud. Praktikas selline keelamine aga tavapärane ei ole, kuivõrd *token*'ite väärtus on otseselt sõltuvuses nende nõudlusest ning äriühingule on kasulik hoida *token*'ite väärtus võimalikult kõrgel.

¹⁰³ Euroopa Komisjon. Your questions on MiFID. Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC and implementing measures. Questions and answers. 31.10.2008. Lk 17, 45-46. Arvutivõrgus: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf, 13.03.2018.

¹⁰⁴ Väärtpaberituru seaduse ja Finantsinspektsiooni seaduse muutmise seaduse eelnõu nr 359 SE seletuskiri, lk 8.

¹⁰⁵ ICO on edukas siis, kui ICO perioodi lõpus on kogutud *white paper*'is fikseeritud miinimum kapital.

Eelpool analüüsitud ABP *token* väärtpaperiks ei kvalifitseeru, kuivõrd tegemist ei ole vabalt kaubeldava varalise õigusega. ABP *token*'it saab üksnes vahetada teise äriühingu poolt väljastatava *token*'i vastu (NTZ *token*'i). Investorigil ei ole võimalik anda ABP *token*'it üle teisele isikule. Võimalik, ettevõtte eesmärk selliselt *token*'eid jagada oligi välistada ABP *token*'i kvalifitseerimine väärtpaperiks.

Lisaks on näiteks Quantum Group OÜ avalikustanud *white paper*'i „White Paper. Paquarium tokens: Because at the end of the day we're all fishes in the one big pond: World!¹⁰⁶“, mille kohaselt on võimalik investorite panustada maailma suurima akvaariumi ehitamisse. Nimelt plaanis äriühing koguda ICO abil 20% vajalikest vahenditest akvaariumi ehitamiseks. Investoritele väljastatavad Paquarium *token*'eid käsitles äriühing annetustena¹⁰⁷. Samas *white paper*'i kohaselt on *token*'ite omanikel õigus saada jaotatult *token*'ite omanike vahel 20% äriühingu ärikasumist, eluaegse tasuta pääsme akvaariumisse ning õiguse hääletada akvaariumi asukoha riigi osas¹⁰⁸. Samuti on äriühing seadnud eesmärgiks kaasata investorid otsuste tegemisel ning arvestada investorite arvamust, kuid samas on äriühing välistanud kohustuse arvestada investorite ettepanekutega¹⁰⁹. Paquariumi *token*'id on koheselt vabalt edasi võõrandatavad. Autor on seisukohal, et Paquarium'i *token*'ite kvalifitseerimine annustena ei ole kehtiva õiguse alusel võimalik, vaid pigem viitavad *token*'i omadused ja sellest saadavad õigused – *token* on vabalt võõrandatav ning annab selle omajatele õiguse saada osa äriühingu kasumist – sellele, et tegemist on väärtpaperiga VPTS § 2 lg 1 p 1 mõttes.

2.2.3. *Token* kui rahaturuinstrument

Samuti võib *token* potentsiaalselt kvalifitseeruda rahaturuinstrumendiks VPTS § 2 g 1 p 5 mõttes. MiFID direktiivi I lisa jaos C on välja toodud loetelu, mis on finantsinstrumendid direktiivi mõttes. Komisjoni delegeeritud määruse 2017/565, millega täiendatakse MiFID direktiivi seoses investeerimisühingute suhtes kohaldatavate organisatsiooniliste nõuete ja tegutsemistingimustega

¹⁰⁶ Quantum Group OÜ. White Paper. Paquarium tokens: Because at the end of the day we're all fishes in the one big pond: World! Arvutivõrgus: <https://ico.paquarium.com/wp-content/uploads/2017/06/White-Paper.pdf>, 20.02.2018.

¹⁰⁷ Quantum Group OÜ. Terms and Conditions. Arvutivõrgus: <https://ico.paquarium.com/wp-content/uploads/2017/06/Terms-and-Conditions.pdf>, 02.03.2018.

¹⁰⁸ Quantum Group OÜ (viide 106).

¹⁰⁹ Quantum Group OÜ (viide 107).

ning nimetatud direktiivi jaoks määratletud mõistetega¹¹⁰ artikli 11 kohaselt peab rahaturuinstrument vastama järgmistele omadustele: 1) neil on väärtus, mida saab igal ajal kindlaks määrata; 2) need ei ole tuletisinstrumendid ja 3) nende esialgne tähtaeg emiteerimisel on 397 päeva või vähem. VPTS § 2 lg 2 sätestab rahaturuinstrumendile kolm omadust: tagamata, üleantav ja likviidne võlakohustus.

Token'ite väärtus on kogu aeg näha äriühingu kodulehel ja ka rahakotis. *Token* ei ole tuletisinstrument, kuna selle eesmärk ei ole riskide maandamine ning *token*'il puudub seaduses sätestatud kohustuslik alusvara, mille korral on võimalik *token* tuletisinstrumendiks kvalifitseerida. *Token*'id väljastatakse äriühingu poolt üldjuhul ICO lõppedes ehk ca 30 päeva jooksul pärast ICO algust. Probleem tekib aga *token*'ite likviidsuse hindamisel.

Token on likviidne juhul, kui see on kergesti virtuaalväeringust riiklikeks maksevahendiks (euroks, USD jne) vahetatav. Autor on eelpool selgitanud, et *token*'ite vahetamine muude virtuaalväeringute vastu on lihtne ning toimib rahakoti teenuse abil. *Token*'i rahaks vahetamine on tihti aga keeruline ning äriühingud hoiavad selliseid tehinguid mõnda aega kinni. Samas on juba loodud ICO-sid, mille eesmärk ongi sellise vahetuse hõlbustamine ning *token*'ite likviidsemaks muutmine. Magistritöö kirjutamise hetkel võib aga öelda, et *token* ei veel saavutanud arvestatavat likviidsust, mis võimaldaks *token*'i kvalifitseerida rahaturuinstrumendiks.

2.2.4. Vahekokkuvõte

Tulenevalt õigusaktide üldisest sõnastusest jätavad kõik regulatsioonid seaduste rakendajatele ruumi tõlgendamiseks. Paljude riikide järelevalveasutuste jms juhiste kohaselt nenditakse, et teatud juhtudel võib *token* kvalifitseeruda väärtpaberiks, kuid ei tooda välja, millistele tingimustele peab *token* vastama, et väärtpaberiks kvalifitseeruda või väärtpaberiks kvalifitseerumist välistada. Kohustus välja selgitada, kas *token* kvalifitseerub väärtpaberiks või mitte, on pandud äriühingule olukorras, kus õigusaktid ühest vastust ei anna. Selline lahendus ei ole autori arvates mõistlik, kuivõrd tegemist on õiguse halli alasse jääva nähtusega ning äriühingute eesmärgiks on tõlgendada

¹¹⁰ Komisjoni delegeeritud määrus (EL) 2017/565, 25. aprill 2016, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2014/65/EL seoses investimisühingute suhtes kohaldatavate organisatsiooniliste nõuete ja tegutsemistingimustega ning nimetatud direktiivi jaoks määratletud mõistetega. – ELT L 87, 31.03.2017, lk 1-83.

mõistet „väärtpaber“ võimalikult kitsalt, et äriühingu poolt pakutavad *token*’id sinna alla ei läheks ning äriühing ei oleks kohustatud pakkuma investoritele nii kõrgetasemelist kaitset nagu väärtpaberituru regulatsioon nõuab.

Ka Eesti õiguse kohaselt on ebaselge, millal *token* kvalifitseerub väärtpaberiks. Finantsinspektsiooni juhendis on välja toodud, et teatud juhtudel võib *token* kvalifitseeruda väärtpaberiks, kuid taaskord ei ole selgitatud, millistel juhtudel¹¹¹. Autor leiab, et kui *token* garanteerib selle omandajale õiguse osale kasumist, on tegemist väärtpaberiga VPTS § 2 lg 1 p 1 mõttes ning ICO-t korraldav äriühing peab järgima väärtpaberituru regulatsiooni. Sellise *token*’i väljastamisel tekitatakse investorile ootus äriühingu edu korral saada oma investeering mitmekordselt tagasi. Üldiselt *token*’ite väärtus on kõikum ja ei pruugi kajastada alati äriühingu poolt pakutava teenuse kvaliteeti või edu. Näiteks võib *token*’i väärtus olla madal, kuna äriühingu turundusplaan ebaõnnestub ja ICO läbiviimine ei jõua paljude potentsiaalsete investoriteni ning seetõttu ei tõuse ka *token*’ite väärtus. Samas võib saadud investeeringutest piisata, et platvormi arendus läbi viia ning pakkuda teenust inimestele, kes on valmis selle teenuse eest maksma teistmoodi kui äriühingu poolt väljastatud *token*’eid kasutades. See tähendab, et äriühingu tulu pidevalt kasvab, kuid *token*’ite väärtus langeb. Samas ei sõltu investorite tulu enam *token*’ite väärtusest, vaid konkreetse äriühingu kasust. See ongi autori arvates kõige tähtsam erinevus, mille alusel eristada väärtpaberiks kvalifitseeruvaid *token*’eid teistest *token*’itest.

2.3. ICO-t läbiviiva äriühingu kvalifitseerimine investeerimisfondina

Investeerimisfond vastab järgmistele tunnustele: 1) tegemist on eraldiseisva juriidilise isikuga (aktsiaselts, osäühing või muu välisriigi õiguse kohane äriühing) või varakogumiga (lepinguline fond); 2) sinna kogutakse kokku mitmete investorite vahendid (oluline kriteerium on see, kas seda tehakse avalikkuselt või piiratud ringilt investoritelt) ja 3) neid vahendeid investeeritakse kollektiivsete riskide hajutamise põhimõttest lähtuvalt¹¹². Ka Euroopa Kohus on rõhutanud, et investeerimisfondide üheks iseloomulikuks jooneks on investorite riskide hajutamine¹¹³.

¹¹¹ Finantsinspektsioon (viide 82).

¹¹² Investeerimisfondide seaduse eelnõu nr 297 SE seletuskiri, lk 7.

¹¹³ EK C-464/12, *ATP PensionService A/S vs. Skatteministeriet*, eelotsusetaotlus.

Riskide hajutamiseks investeeritakse investoritelt saadud raha erinevatesse instrumentidesse tagades nii selle, et ühe investeeringu kahjumlikkus ei tähendaks kogu investorilt saadud raha kaotamist¹¹⁴. 2008. aasta finantskriisid osutasid sellele, et ka muude investeerimisfondide, valitsejate tegevus võib levitada või võimendada riske kogu finantssüsteemis. Liikmesriikide koordineerimata reageerimine muutis nende riskide tõhusa juhtimise keeruliseks ning seepärast kehtestati Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2011/61/EL, 8. juuni 2011, alternatiivsete investeerimisfondide valitsejate kohta, millega muudetakse direktiive 2003/41/EÜ ja 2009/65/EÜ ning määruseid (EÜ) nr 1060/2009 ja (EL) nr 1095/2010 (edaspidi AIFMD)¹¹⁵. AIFMD-s sätestatud nõuete ülevõtmise eesmärk oli tagada, et liikmesriigid ja ka Euroopa Liidu asutused võtaksid alternatiivfondide valitsejad suurema kontrolli alla.

IFS § 26 lg 2 kohaselt koosneb lepinguline investeerimisfondi struktuur kolmest osapoolest: investeerimisfond, fondivalitseja ja deponoorium. Fondivalitseja on IFS § 3 lg 1 kohaselt äriühing, kelle peamiseks ja püsivaks tegevuseks on ühe või mitme fondi valitsemine. Deponoorium on IFS § 12 lg 1 p 2 kohaselt krediitiasutus või investeerimisühing või muu juriidiline isik, millele on IFS-is antud õigus deponooriumi ülesandeid täita ja mis hoiab fondi vara ja täidab muid talle õigusaktides ja deponoolepingutes sätestatud ülesandeid.

Seega on investeerimisfondid (sh alternatiivsed investeerimisfondid kui ka eurofondid) vahendajad, kes saavad raha investoritelt, mille nad investeerivad edasi eesmärgiga teenida algsetele investoritele investeerimisplaani järgi tulu. ICO-dele on aga iseloomulik plokiahela kasutamine, mille tõttu on võimalik ära kaotada investorite ja äriühingute vahelt kolmandad isikud ehk vahendajad. Just see ongi plokiahela eripära, mistõttu peetakse seda tuleviku tehnoloogiaks. Samas ei ole välistatud, et ICO-sid läbi viiva äriühingu eesmärk on justnimelt ühiste investeeringute tegemine selliselt, et kohalduks investeerimisfondide seadus¹¹⁶.

¹¹⁴ S. L. Schwatz. Regulating Financial Change: A Functional Approach. Minnesota Law Review: aprill 2016, lk 1446.

¹¹⁵ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2011/61/EL, 8. juuni 2011, alternatiivsete investeerimisfondide valitsejate kohta, millega muudetakse direktiive 2003/41/EÜ ja 2009/65/EÜ ning määruseid (EÜ) nr 1060/2009 ja (EL) nr 1095/2010. – ELT L 174, 1.7.2017, lk 1-73.

¹¹⁶ Investeerimisfondide seadus. – RT I, 30.12.2017, 28.

Selleks, et teha kindlaks, kas ICO-t korraldav äriühing on investeerimisfond, tuleb hinnata, mis õigusi äriühingu poolt väljastatavad *token*'id nende omanikele annavad. Investeerimisfondi eesmärk on investoritelt kapitali kaasamise ja riskide hajutamise kaudu võimalikult hea tootlusega investeeringute tegemine. IFS § 2 lg 1 kohaselt on investeerimisfondi tunnusteks isikutelt kapitali kaasamine ja kindlaksmääratud investeerimispoliitika alusel ühiste investeeringute tegemine kasutades aktsiaseltsi, usaldusühingu, lepingulise fondi või muud vormi¹¹⁷.

Näiteks on CrowdWiz OÜ avaldanud *white paper*'i, mille kohaselt pakub äriühing ICO käigus *token*'eid nimega WIZ, mis võimaldavad nende omanikel juurdepääsu CrowdWiz süsteemile. CrowdWiz süsteemi eesmärk on pakkuda inimestele uut plokiahelal toimivat laenudesse investeerimise süsteemi, millest on kaotatud ära kolmandad isikut (sh fondivalitsejad). Kogu otsustamisprotsess antakse investorite kätte. Süsteem toimib kokkuvõtvalt järgmiselt: investor ostab ICO käigus *token*'eid, mis annavad investorile hääleõiguse (nii investeerimiseks potentsiaalse projekti esitlemine kui teiste investorite poolt esitatud projektide poolt hääletamine) ning võimaldavad investeerida oma soovi kohaselt WIZ *token*'eid konkreetsesse fondi, mille vahendid investeeritakse vastavalt investorite hääletamistulemustele¹¹⁸.

Seega on CrowdWiz OÜ puhul täidetud esimene investeerimisfondi tunnus ehk isikutelt kapitali kaasamine. Teine tunnus – kindlaksmääratud investeerimispoliitika alusel ühiste investeeringute tegemine – täidetavus on küsitav. See sõltub sellest, kui laialt peaks sisustama kindlaksmääratud investeerimispoliitikat. See tähendab, et kas ka juhul, kui äriühing deklareerib, et isikud ise otsustavad kuhu ja kui palju nad investeerivad, on tegemist kindlaksmääratud investeerimispoliitikaga, kuivõrd äriühing on selgitanud, kuidas investeerimisprotsess toimub.

ESMA juhiste kohaselt on kindlaksmääratud investeerimispoliitikaga AIFMD art 4 (1)(a)(i) kohaselt tegemist juhul, kui äriühingul on poliitika, kuidas kogutud vara hallatakse sellisel, et see tooks investoritele kasu. ESMA poolt toodud näitliku loetelu¹¹⁹ kohaselt on selge, et

¹¹⁷ Seletuskiri (297 SE, viide 112), lk 25.

¹¹⁸ GrowdWiz OÜ. Whitepaper GrowdWiz Investing liberated. Arvutivõrgus: <https://crowdwiz.io/docs/whitepaper-en-1507561917.pdf>, 23.03.2018.

¹¹⁹ Näiteks toob ESMA välja, et kindlaksmääratud investeerimispoliitikaga on tegemist siis, kui investeerimispoliitika on määratletud ja fikseeritud hiljemalt investorite poolt investeeringu tegemisel. Antud juhul tähendab see, et tuleb analüüsida, kas investor, kes ostab *token*'i, teab, kuidas tal on võimalik *token*'it edasi investeerida. Investoril *token*'it ostes selline teadmine aga puudub, vaid otsus, kuhu investeeringud paigutatakse, tehakse hiljem.

investeerimispoliitika „investorid otsustavad“ ei ole kindlaksmääratud investeerimispoliitika AIFMD art 4 (1)(a)(i) mõttes¹²⁰. Samuti on ESMA oma suunistes selgitanud, et äriühinguid, mis kaasavad mitmete investorite kapitali, kuid ei tee seda eesmärgiga investeerida see vastavalt kindlaksmääratud investeerimispoliitikale, ei tohiks pidada alternatiivseks investeerimisfondiks AIFMD direktiivi tähenduses¹²¹. Seega ei saa CrowdWizi poolt korraldatavat ICO-t käsitleda investeerimisfondi tegevusena IFS ja AIFMS mõttes.

Lisaks ei ole ICO-de puhul üldiselt täidetud kolmas eeldus – investoritelt saadud vahendeid investeeritakse riskide hajutamise põhimõttest lähtuvalt. ICO-de puhul omandatakse *token*'eid eesmärgiga investeerida konkreetsesse äriühingusse. Juhul, kui ICO-t korraldab äriühing kasutab neid vahendeid edasi investeerimiseks, alles siis võib ICO puhul tegemist olla investeerimisfondiga. Seda juhul, kui enne ICO algust on äriühing avalikustanud kindlaksmääratud investeerimispoliitika (täidetud on teine eeldus), mille alusel saadud vahendid siis edasi investeeritakse (kolmas eeldus). Sellise juhul olekski äriühingul ainult üks eesmärk – viia ICO läbi selleks, et koguda vahendeid ja need kindla investeerimispoliitika alusel edasi investeerida. Kui see on tehtud, siis lõpeb ka äriühingu tegevus investeerimisfondina, kuna edaspidiseks puudub kindel investeerimispoliitika. Seetõttu ei ole ICO-t korraldava ettevõtte kvalifitseerumine investeerimisfondiks tõenäoline.

2.4. ICO-t läbiviiva äriühingu kvalifitseerimine krediidasutusena

Krediidasutuste tegevus on kõikjal maailmas rangete nõuete alusel litsentseeritav äritegevus ning krediidasutus saab olla ainult vastavat tegevusluba omav äriühing. Krediidasutuse tegevusloa saamiseks on sätestatud ranged isikulised ja materiaalsed tingimused. Krediidasutuses peab toimima pidevalt piisav sisekontrolli süsteem, mis peab kindlustama krediidasutusesiseselt äriühingu tegevust reguleerivate õigusaktide täitmise, sätestades alluvussuhted, aruandluse

¹²⁰ Euroopa Väärtpaberitur Järelevalve Asutus. Final report: Guidelines on key concepts of the AIFMD. 24.05.2013. Arvutivõrgus: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-600_final_report_on_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_0.pdf, 13.03.2018.

¹²¹ Euroopa Väärtpaberitur Järelevalve Asutus. Guidelines. Guidelines on key concepts of the AIFMD. 13.08.2013. Lk 4. Arvutivõrgus: https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/2015/11/2013-611_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_-_en.pdf, 02.03.2018.

protseduuri ja õiguste delegerimise funktsioonide lahususe põhimõttel¹²². Krediidiasutuse sisekontrolli süsteemi osana moodustatakse sõltumatu siseauditi üksus, mis jälgib kogu krediidiasutuse tegevust (KAS § 59 lg 1).

Magistritöö kirjutamise hetkel tegutseb Eestis tegevusloa alusel kaheksa krediidiasutust¹²³ ning kaheksa välisriikide krediidiasutuste filiaali¹²⁴. Krediidiasutuste asutamiseks seatud ranged tingimused ja krediidiasutuste reguleerimine Euroopa Liidu tasandil on vajalik selleks, et tugevdada krediidiasutuste usaldatavusnõudeid, mis nõuavad, et krediidiasutused peavad säilitama piisavaid kapitalireserve ja likviidsust. Üldine eesmärk on suurendada krediidiasutuste stabiilsust ja vastupidavust majandusliku stressi perioodidel¹²⁵. Euroopa Parlamendi ja nõukogu määruse (EL) nr 575/2013 krediidiasutuste ja investeerimisühingute suhtes kohaldatavate usaldatavusnõuete kohta ja määruse (EL) nr 648/2013 muutmise kohta¹²⁶ (edaspidi: krediidiasutuste määrus) preambula punkt 94 kohaselt tagatakse regulatsioonidega krediidiasutuste maksevõimelisus, mis vähendab majanduskriiside tekkimise võimalust. Kui hoolimata maksevõimelisuse nõuetest tekib kriis, siis tuleb tagada, et krediidiasutusi ja investeerimisühinguid on võimalik maksevõimeliseks muuta korrapärasel viisil, mis piiraks negatiivset mõju reaalmajandusele ja väldiks maksumaksjate abi kasutamise vajadust.

Krediidiasutuste seadus¹²⁷ on vastu võetud juba 09.02.1999 ning see oli ülesehitatud Euroopa Liidu teises pangandusdirektiivis fikseeritud pangandusteenuste ühtse siseturu loomise kolme põhiprintsiipi – ühtse litsentsi ja vastastikuse tunnustamise, järelevalve miinimumstandardite ühtlustamise ja koduriigi kontrolli põhimõtet – arvestades¹²⁸. Krediidiasutuste seaduse esimene

¹²² M. Mark jt. Eesti pangandusõiguse alused. Õpik õigus- ja majandusteaduskonna üliõpilastele. Juura: Tallinn 2003, lk 59-63.

¹²³ AS Inbank, AS LHV Pank, AS SEB Pank, Bigbank AS, Coop Pank aktsiaselts, Luminor Bank AS, Swedbank AS ja TALLINNA ÄRIPANGA AS. – Finantsinspeksioon. Eestis tegevusloa alusel tegutsevad krediidiasutused. Arvutivõrgus: <https://www.fi.ee/index.php?id=287>, 04.02.2018.

¹²⁴ AS Citadele banka Eesti filiaal, Danske Bank A/S Eesti filiaal, Folkefinans AS Eesti filiaal, Nordea Bank AB Eesti filiaal, OP Corporate Bank plc Eesti filiaal, Scania Finans AB Eesti filiaal, Svenska Handelsbanken AS Eesti filiaal ja TF Bank AB (publ.) Eesti filiaal. – Finantsinspeksioon. Välisriikide krediidiasutuste filiaalid. Arvutivõrgus: <https://www.fi.ee/index.php?id=537>, 01.04.2018.

¹²⁵ Prudential requirements for credit institutions and investment firms. 07.10.2015 Arvutivõrgus: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/LSU/?uri=celex:32013R0575>, 02.02.2018.

¹²⁶ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrusele (EL) nr 575/2013 krediidiasutuste ja investeerimisühingute suhtes kohaldatavate usaldatavusnõuete kohta ja määruse (EL) nr 648/2013 muutmise kohta. – ELT L 176, 27.06.2013, lk 1-337.

¹²⁷ Krediidiasutuste seadus. – RT I 1999, 23, 349.

¹²⁸ Krediidiasutuste seaduse eelnõu nr 1070 SE seletuskiri.

redaktsioon defineeris krediidasutuse kui äriühingu, mille peamiseks ja püsivaks tegevuseks on avalikkuselt rahaliste hoiuste ja muude tagasimakstavate vahendite kaasamine ning oma arvel ja nimel laenude andmine või muu finantseerimine (KAS 1999 § 3 lg 1). Krediidasutus võis 1999. aastal vastuvõetud krediidasutuste seaduse § 3 lg 2 kohaselt tegutseda aktsiaseltsi või ühistuna ja tema suhtes kohaldati aktsiaseltsi või hoiu-laenuühistu kohta sätestatud, kui krediidasutuste seadusest ei tulenenud teisiti.

Euroopa Liidu õiguse harmoniseerimise tulemusel ei defineeri kehtiv krediidasutuste seaduse redaktsioon enam krediidasutuse mõistet, vaid KAS § 3¹ viitab krediidasutuste määrusele. Krediidasutuste määruse art 4 lg 1 p 1 kohaselt on krediidasutus äriühing, kelle majandustegevuseks on hoiuste ja muude tagasimakstavate vahendite võtmine avalikkuselt ning oma arvel ja nimel laenu andmine.

Krediidasutuse põhitegevuseks on osutada KAS § 6 lõikes 1 sätestatud finantsteenuseid. Lisaks võivad krediidasutused teha lõikes 1 loetlemata tehinguid või toiminguid, kui need abistavad või täiendavad vahetult põhitegevust. Krediidasutustel on avalikkuselt rahaliste hoiuste või teiste tagasimakstavate vahendite kaasamise ainuõigus.

Seega selleks, et äriühingu tegevus ICO-t läbi viies ja *token*'eid müües kvalifitseeruks krediidasutuse tegevuseks, peab krediidasutuste määruse art 4 lg 1 punkti 1 kohaselt olema täidetud kolm tingimust. Esiteks peab ICO läbiviija olema äriühing. Teiseks peab äriühingu majandustegevuseks olema hoiuste või muude tagasimakstavate vahendite kaasamine avalikkuselt. Kolmanda tingimuse kohaselt peab äriühing osutama oma arvel ja nimel KAS § 6 lg-s 1 nimetatud finantsteenuseid (nt laenu-, liisingutehingud, makseteenused makseasutuste ja e-raha asutuste seaduse tähenduses jne).

Esimese tingimuse täidetavusega praktikas probleeme ei ole. Teise tingimuse puhul on tähtis, et tegemist oleks tagasimakstava vahendiga. Tüüpiliselt ICO-sid läbiviivad äriühingud selgitavad *token*'itest saadavaid õiguseid *white paper*'is nii, et need on teenuse etteostu eest saadavad tõendid (*utility token*), mitte finantsturu instrumendid. Seetõttu sisaldavad *white paper*'id kinnitusi, et äriühing ei vastuta selle eest, kui äri ei ole edukas ning *token*'ite hind ei tõuse ning investorid jäävad oma virtuaalvääringutest lihtsalt ilma. Seega välistavad ICO-sid läbi viivad äriühingud üldjuhul

enda tagasimaksmise kohustuse investorite ees. Kuna termin „tagasimaksmise kohustus“ ei ole defineeritud Euroopa Liidu õiguse tasandil, siis varieerub liikmesriikide praktika selles osas, mida tähendab tagasimaksmise kohustus ning millisel juhul on tegemist krediidasutusega krediidasutuste määruse art 4 lg 1 p 1 mõttes¹²⁹.

Lisaks ei soovi platvormi loojad olla üldjuhul tehingu osapooliks (ehk täita kolmandat eeldust – osutada oma arvel ja nimel finantsteenuseid), vaid platvormide mõte on viia kokku ühelt poolt soovijad ja teiselt poolt pakkujad, kelle vahel tehingute sõlmimine *smart contract*’ide abil on võimalik ka vahendajata, kuivõrd platvorm ise kuulub ühele poolele.

Näiteks CryptoFinance OÜ poolt avalikustatud *white paper*’i¹³⁰ kohaselt on äriühingu eesmärgiks luua platvorm, kus laenu soovijatel on võimalik anda enda virtuaalväeringud pandiks (et laenusaja ei peaks virtuaalväeringuid maha müüma raha saamiseks) selleks, et saada kolmandalt isikult laenu fiat-rahast. Platvorm ühendaks laenuandjad ja -saajad ning tänu *smart contract*’ide rakendamisele puuduks vajadus kolmandate isikute, s.t pankade järgi. Kui laenusaja ei suuda enda kohustusi täita, on laenuandjal pandiõigus laenusaja virtuaalväeringu suhtes.

Kuigi CryptoFinance OÜ äriplaani puhul võib tekkida kahtlus, kas kohalduma ei peaks krediidasutuste seadus¹³¹ või krediidiandjate ja -vahendajate seadus (äriühing ise leiab, et äriühing vajab tegutsemiseks makseasutuse tegevusluba), siis ICO-de läbiviimisel äriühing ühtegi eelnimetatud tegevusluba ei vaja. CryptoFinance OÜ väljastab investoritele ICO käigus *CoinLoan*

¹²⁹ Euroopa Pangandusjärelevalve. Report to the European Commission on the perimeter of credit institutions established in the Member States. 27.11.2014. Arvutivõrgus: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/534414/2014+11+27+-+EBA+Report+-+Credit+institutions.pdf>, 02.01.2018.

¹³⁰ CryptoFinance OÜ. Coinloan: loans secured by cryptoassets. White paper version 0.2. Arvutivõrgus: https://d22bh5h3xpt1.cloudfront.net/CoinLoan_WhitePaper_v0.1.pdf, 18.03.2018.

¹³¹ CryptoFinance OÜ tegevus siiski ei ole käsitletav krediidasutuse tegevusena, kuivõrd täitmata on krediidasutuseks kvalifitseerumise kolmas eeldus – krediidasutus osutab finantsteenuseid, s.t annab laenu – enda nimel. Lisaks on CryptoFinance OÜ küll *white paper*’i kohaselt maandanud võimalikud riskid seoses sellega, et laenusaja ei ole võimeline laenu tagasi maksma ning seetõttu ei tohiks laenuandja vara väheneda (kuna ta saab enda nõude rahuldatud panditud vara arvel). Samuti on virtuaalväeringute väärtuse kõikumise riski vähendatud laenuandja jaoks selliselt, et laenusajale ei anta üle 70% fiat-rahast, mille laenuandja on olnud nõus laenusajale laenama. See 30% (või rohkem), mis jääb laenusajale väljastamata, katabki virtuaalväeringu väärtuse vähenemise riski laenuandja jaoks. Seega oleks laenuandja fiat-rahast puhul tegemist justkui tagasimakstava vahendiga, kuid nii laialt krediidasutuste määruse art 4 lg 1 p 1 tõlgendamine ei oleks mõistlik. Kuigi *white paper* teoreetiliselt välistab laenusaja jaoks rahast ilma jäämise riski, on ikkagi ohte, mida äriühing *white paper*’i koostamisel ette näha ei oska. Näiteks võib laenusaja saada kahju ka siis, kui laenuandjale pandiks antud virtuaalväeringu väärtus kõigub rohkem kui laenuandjalt saadud rahast laenusajale väljastamata jäetakse.

Token'eid (CLT). *Token*'eid on investoritel võimalik kasutada üksnes laenulepingu sõlmimisel platvormi vahendusel teenustasude eest tasumiseks. Lisaks on laenusaaajatel võimalik saada madalama intressiga laenu, kui nad kasutavad CLT'sid. Seega on tegemist üksnes teenuse eest tasu maksmisega, kuivõrd investor on hiljem CryptoFinance OÜ poolt pakutava teenuse kasutamisel kohustatud teenuse eest maksma üksnes osas, mida investorile kuuluvad *token'id* ei kata. ICO-de käigus saadud raha aga äriühing enda nimel edasi ei laena. Seetõttu ei ole võimalik äriühingu tegevust vaadelda krediitiasutuse tegevusena.

2.5. ICO-t läbiviiva äriühingu kvalifitseerimine makseasutusena või e-raha asutusena

2.5.1. ICO-t korraldav äriühing kui makseasutus

Makseasutuste ja e-raha asutuste seaduse eelnõu peamiseks eesmärgiks oli harmoniseerida Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2007/64/EU makseteenuste osutamise kohta (edaspidi makseteenuste direktiiv)¹³². Seaduse eelnõu algatamise hetkel (26.10.2009) ei olnud Euroopa Liidus ühtset toimivat makseteenuste turgu ehk makseturгу. See tähendab, et Euroopa Liidus eksisteeris põhimõtteliselt 27 erinevat rahvuslikku maksete teostamise süsteemi¹³³. Makseteenuste direktiivi preambula punkt 4 kohaselt seatigi direktiiviga eesmärgiks luua ühtne makseturg, kus makseid saaks teostada kiirelt ja lihtsalt kogu Euroopa Liidus ning makseturul väheneksid tarbijate kulud, suureneks turvalisus ja tõhusus.

Makseasutuste ja e-raha asutuste seaduse¹³⁴ (edaspidi MERAS) § 5 lg 1 kohaselt on makseasutus äriühing, kelle püsiv tegevus on makseteenuste osutamine. Makseteenused on defineeritud MERAS § 3 lõikes 1. Näiteks on makseteenuseks isiku poolt majandus- või kutsetegevuses pakutavad teenused, mis võimaldavad teha sularaha sissemakseid maksekontole ja kõiki

¹³² Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2007/64/EÜ, 13. november 2007, makseteenuste kohta siseturul. – ELT L 319, 05.12.2007, lk 1-36. Nüüdseks on makseteenuste direktiiv asendatud uue Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv (EL) 2015/2366, 25. november 2015, makseteenuste kohta siseturul, direktiivide 2002/65/EÜ, 2009/110/EÜ ning 2013/36/EL ja määruse (EL) nr 1093/2010 muutmise ning direktiivi 2007/64/EÜ kehtetuks tunnistamise kohta. – Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv (EL) 2015/2366, 25. november 2015, makseteenuste kohta siseturul, direktiivide 2002/65/EÜ, 2009/110/EÜ ning 2013/36/EL ja määruse (EL) nr 1093/2010 muutmise ning direktiivi 2007/64/EÜ kehtetuks tunnistamise kohta. – ELT L 337, 23.12.2015, lk 35-127.

¹³³ Makseasutuste ja e-raha asutuste seaduse eelnõu nr 610 SE seletuskiri, lk 1-2.

¹³⁴ Makseasutuste ja e-raha asutuste seadus. – RT I, 07.12.2017, 3.

maksekonto pidamiseks vajalikke toiminguid (MERAS § 3 lg 1 p 1) ning teenused, mis võimaldavad sularaha väljavõtmist maksekontolt ja teha kõiki maksekonto pidamiseks vajalikke toiminguid (MERAS § 3 lg 1 p 2). Samuti on makseteenuseks maksetehingute täitmine, sealhulgas rahaliste vahendite ülekandmine makseteenuse pakkuja juures avatud maksekontole (MERAS § 3 lg 1 p 3). Lisaks on makseasutus MERAS § 5 lg 1 lause 3 kohaselt finantseerimisasutus KAS § 5 mõttes.

ICO-sid läbi viiv äriühing ei ole makseasutus MERAS 5 lg 1 mõttes. Nii MERAS § 4 lg 1 p 1 ja lg 3 p 2 kui ka makseteenuste direktiiv art 3 punkt k) (ii) välistavad makseasutuse regulatsiooni kohaldamise juhul, kui teenus, mida osutatakse, põhineb üksnes piiratud viisil kasutataval makseinstrumendil ja mida saab kasutada üksnes väga piiratud valiku kaupade või teenuste omandamiseks. ICO-sid teostavate äriühingute poolt väljastatavad *token*'id on kasutatavad üksnes äriühingu enda loodud platvormil ning seetõttu ei ole ICO-t läbi viies vajalik taotleda makseasutuse tegevusluba¹³⁵.

2.5.2. ICO-t korraldav äriühing kui e-raha asutus

MERAS § 7 lg 1 kohaselt on e-raha asutus aktsiaselts või osäühing, kelle püsiv tegevus on enda nimel e-raha väljastamine. MERAS § 6 lg 1 kohaselt on e-raha elektroonilisel kandjal säilitatav rahaline väärtus, mis väljendab rahalist nõuet selle väljaandja vastu ja mis vastab kõigile kolmele tingimusele: 1) seda väljastatakse rahalise sissemakse eest saadud summa nimiväärtuses; 2) seda kasutatakse maksevahendina maksetehingute tegemiseks võlaõigusseaduses § 709 lõike 6 tähenduses ja 3) seda aktsepteerib maksevahendina vähemalt üks isik, kes ise ei ole selle e-raha väljastaja.

ICO-de läbiviimisel väljastatavad virtuaalvääringud (*token*'id või krüptovaluutad) ei ole e-raha MERAS § 6 lg 1 mõttes. Esiteks ei täida virtuaalvääringud esimest e-rahale sätestatud tingimust – virtuaalvääringuid ei väljastata rahalise sissemakse eest saadud summa nimiväärtuses. Teiseks ei ole virtuaalvääringul arvestatavas ulatuses rahale omaseid arvestusühiku ega väärtuse säilitaja

¹³⁵ Küsitav on, kuivõrd on seadusest ja direktiivist tulenev välistus kehtiv *bitcoin*'i suhtes arvestades *bitcoin*'i maksevahendina aktsepteerimise laialdast levikut.

tunnuseid. Seetõttu on leitud, et virtuaalväeringuid tuleb käsitada kui digitaalset kaupa¹³⁶ või digitaalset raha. Digitaalne raha on väärtus, mille on loonud ja millele on nime andnud eraisikulised arendajad/äriühingud¹³⁷. Ka Euroopa Keskpank on kinnitanud, et virtuaalväeringute puhul ei ole tegemist e-rahaga. Euroopa Keskpank selgitas, et virtuaalväeringutel on küll e-rahaga näiliselt tehnoloogiline sarnasus ja kasutajale võib jääda mulje, et e-rahale omane lunastamise kohustus rakendub ka virtuaalväeringutele, kuid juriidilises mõttes ei ole tegemist e-rahaga¹³⁸. Riigikohus on selgitanud, et majandustegevusena *bitcoin*'idega kaupleja on käsitatavad alternatiivsete maksevahendite teenuse pakkujana RahaPTS¹³⁹ § 6 lg 4 mõttes ning on seeläbi RahaPTS tähenduses kohustatud isikuks¹⁴⁰.

26.10.2017. aastal võeti vastu uus rahapesu ja terrorismi rahastamise tõkestamise seadus¹⁴¹ (edaspidi RahaPTS), mis enam alternatiivsete maksevahendite teenuse pakkuja mõistet ei defineeri. Seaduse seletuskirja kohaselt asendavad virtuaalväeringu raha vastu vahetamise teenuse pakkujad (RahaPTS § 2 lg 1 p 10) ja virtuaalväeringu rahakotiteenuse pakkujad (RahaPTS § 2 lg 1 p 11) kehtetu seaduse alternatiivsete maksevahendite teenuste pakkujaid. Nende mõistetega mittehõlmatud alternatiivsete maksevahendite teenusepakkujad edaspidi tegutsemiseks tegevusluba ei vaja ning nad ei ole enam rahapesu ja terrorismi rahastamise tõkestamise seaduse mõistes kohustatud isikuteks¹⁴². Seega ei ole ICO-de puhul üldjuhul, kui isik kasutab mõne teise teenuse pakkuja rahakotti, tegemist ka RahaPTS mõistes kohustatud isikuga.

¹³⁶ A. Bal. Stateless Virtual Money in Tax System. – European Taxation, nr 7 2013. Arvutivõrgus: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2298537, 27.02.2018.

¹³⁷ R. Leckow. Virtual Currencies: The Regulatory Challenges. ESCB Legal Conference 2016. Arvutivõrgus: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/escblegalconference2016_201702.en.pdf, lk 133.

¹³⁸ Euroopa Keskpank. Virtual currency schemes – a further analysis. Veebruar 2015. Arvutivõrgus: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemesen.pdf>, 27.02.2018.

¹³⁹ Rahapesu ja terrorismi rahastamise tõkestamise seadus. – RT I, 11.03.2016, 6.

¹⁴⁰ RKHKo 3-3-1-75-15, punkt 17.

¹⁴¹ Rahapesu ja terrorismi rahastamise tõkestamise seadus. – RT I, 17.11.2017, 38.

¹⁴² Rahapesu ja terrorismi rahastamise tõkestamise seaduse eelnõu nr 459 SE seletuskiri, lk 15.

2.6. Võlaõigusseaduse kohaldumine ICO-de läbiviimisel

2.6.1. Üldiselt

Juhul, kui *token* ei kvalifitseeru ühekski eelnimetatud finantsinstrumendiks ning ICO-t korraldav äriühing ei ole krediidasutus, investeerimisfond, makseasutus või e-raha asutus, tuleb poolte vahelised õigused ja kohustused kindlaks teha VÕS sätete alusel. ICO-de puhul ei saa olla kahtlust selles, et mingil hetkel sõlmivad pooled lepingu. See, mis on pooltevahelise lepingu sisuks ning millal lugeda leping sõlmituks, on aga problemaatiline.

Eelpool on autor selgitanud, et *smart contract*'ide puhul ei ole tegemist lepinguga tsiviilõiguslikus mõttes ning *smart contract*'id ei sisalda tingimusi, millega pooled soovivad tahteavaldust tehes olla õiguslikult seotud. Autor on seisukohal, et lepingutingimused tulenevad üksnes *white paper*'ist ja äriühingu avaldatud tingimustest (inglise keeles *Terms and Conditions*). Lisaks on äriühingul võimalik viidata nendes dokumentides muudele tingimustele, mille äriühing soovib muuta lepingu osaks.

ICO korraldamisel avalikustatav *white paper* ning *token*'i ostmise võimaldamine on ettepanek teha pakkumus VÕS § 16 lg 3 mõttes, kuivõrd tegemist on teenuse konkreetsele isikule mittesuunatud pakkumisega avalikus arvutivõrgus. Just seetõttu, et pakkumine on suunatud kindlaks määramata isikute ringile, mitte konkreetsetele isikutele, ei ole *token*'ite pakkumine pakkumus VÕS § 16 lg 1 mõttes. Seega investor teeb äriühingule alles *token*'it ostes pakkumuse VÕS § 16 lg 1 mõttes. Sarnaselt on õiguskirjanduses leitud, et automaatmasinate puhul on tegemist pakkumisega teha pakkumus ning pakkumus VÕS § 16 lg 1 mõttes on tehtud siis, kui isik sisestab automaati raha või sooritab makse elektrooniliselt¹⁴³.

Lepingu sõlmimise ajaks ehk äriühingu poolt nõustumuse andmiseks tuleb pidada ICO edukaks tunnistamist või *token*'i väljastamist. Lepingu sõlmimiseks ei saa lugeda varasemat ajahetke, kuivõrd alles ICO lõppemisel on selge, kas äriühing on kogunud piisavalt vahendeid oma äriplaani elluviimiseks ning seega soovib olla investoritega õiguslikult seotud *white paper*'is ja tingimustes

¹⁴³ I. Kull § 16/4. – Võlaõigusseadus I. Komm vlj. 2 vlj. Tallinn: Juura 2016.

välja toodud kriteeriumitel. Seega pärast investori poolt *token*'i ostmiseks rahakotis kande tegemist ja enne ICO edukaks tunnistamist või *token*'i väljastamist on poolte vahel lepingueelsetest läbirääkimistest tulenev võlasuhe.

Seega tekib küsimus, mis lepingu pooled omavahel sõlmivad. Eelkõige on potentsiaalsed võlaõiguslikud lepingud võõrandamislepingud ja teenuste osutamise lepingud. Võõrandamislepingud alusel kohustub üks isik võõrandama teatava vara teisele isikule. Võõrandamislepingu eesmärgiks on muuta lepingu eseme kuuluvust ning kanda see püsivalt ühe isiku vara hulgast teise isiku vara hulka¹⁴⁴. Teenuste osutamise lepingutest tulenevaks põhikohustuseks on teenuse osutamine. Pooltevahelise kokkuleppe sisuks on see, et võlgnetakse mingi tegevus või sooritus, mida nimetatakse teenuseks¹⁴⁵. Valmistatava asja võõrandamise leping kujutab endast VÕS § 208 lg 2 alusel eelduslikult müügilepingut.

Token'it ostes ei ole investori peamiseks huviks omandada *token*. *Token* ei oma mitte mingisugust väärtust juhul, kui seda ei ole võimalik hiljem kasutada võõrandamise või teenuse kasutamise eesmärgil. *Token*'i ostmise eesmärk ICO-de korral ei ole saada üksnes *token*'i omandiõigust. *Token*'i omanik soovib, et äriühing viiks ellu enda avalikustatud äriplaani ning *white paper*'is antud lubadused, et hiljem oleks inventorigil võimalik *token*'eid võrreldes soetamishinnale kallimalt edasi müüa või kasutada *token*'eid äriühingu poolt pakutava platvormi kasutamiseks. Seetõttu on autor seisukohal, et kuigi ICO-t nimetatakse teise nimega *token*'i müügiks, ei sõlmi pooled mitte müügilepingu, vaid teenuste osutamise leping. Täpsemalt on tegemist käsunduslepinguga VÕS § 619 mõttes. Investori huvi *token*'it omandades on see, et äriühing osutaks talle teenust – arendaks välja *white paper*'is lubatud platvorm. Tulenevalt äriplaani varajasest staadiumist ning äriühingule kokkuleppest tulenevatest kohustustest, ei ole põhjendatud lepingu kvalifitseerimine töövõtulepinguks. Seda kinnitavad ka äriühingute *white paper*'is sätestatud klauslid, et äriühing võib igal ajal muuta valmiva platvormi mõnda funktsiooni või äriühing ei vastuta juhul, kui platvormi ei ole võimalik *white paper*'is kirjeldatuna valmistada. Seega on pooled lepingu sõlmimisel teinud tahteavaldused selleks, et äriühing teeks kõik võimaliku, et platvorm valmiks.

¹⁴⁴ P. Kalamees jt. *Lepinguõigus*. Tallinn: Juura 2017, lk 22.

¹⁴⁵ *Ibid*, lk 326.

Token'it omandades annab investor nõusoleku *white paper*'is sätestatud tingimustele ning soovib, et ta saaks nõuda äriühingu poolt *white paper*'is antud lubaduste täitmist. Investorite huvi ei ole nõuda ainult *token*'ite üleandmist. Üksnes *token*'i üleandmise nõue oleks investoril juhul, investori ja äriühingu vahel sõlmitav leping oleks müügileping. Samuti ei lähe investorile *token*'it omandades üle valmiva platvomi omandiõigus. Seega ei saa tegemist olla ka müügilepinguga VÕS § 208 lg 2 mõttes.

Seega sõlmitakse poolte vahel *token*'eid ostes käsundusleping § 619 mõttes. Kuivõrd tegemist on arvutivõrgu abil sõlmitud lepinguga, kohaldub lepingu sõlmimisele VÕS § 62¹ ning juhul kui tegemist on tarbijaga sõlmitud lepinguga, siis ka VÕS §-d 62² ja 62³. Samuti kuuluvad kohaldamisele sidevahendi abil sõlmitud lepingu sätted.

2.6.2. Arvutivõrgu ja sidevahendi abil sõlmitud lepingud

Võlaõigusseaduse arvutivõrgu abil sõlmitud lepingu sätetega võeti üle Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2011/83/EL, 25. oktoober 2011, tarbija õiguste kohta, millega muudetakse nõukogu direktiivi 93/13/EMÜ ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 1999/44/EÜ ja millega tunnistatakse kehtetuks nõukogu direktiiv 85/577/EMÜ ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 97/7/EÜ¹⁴⁶ (edaspidi tarbijaõiguste direktiiv). Tarbijaõiguste direktiiv võeti üle laiemalt. Direktiiv näeb kohustuslikuna ette vaid selle, et art 8 kohalduks kauglepingutele ehk sidevahendi abil sõlmitavatele lepingutele, kuid võlaõigusseaduse kohaselt kohaldatakse artiklis 8 sätestatud nõudeid kõikidele interneti vahendusel sõlmitud lepingutele. Laiema ülevõtmise eesmärk oli tagada tarbija parema kaitse interneti vahendusel sõlmitud lepingutele¹⁴⁷. Õiguskirjanduse kohaselt tuleb tellimuse all mõista igasugust kliendipoolset äriühingule suunatud ja mingi soorituse saamisele suunatud avaldust, ükskõik kas selle näol on õiguslikus mõttes tegemist pakkumuse (mis peaks olema reegel), nõustumuse või ettepanekuga pakkumuse esitamiseks¹⁴⁸.

¹⁴⁶ Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2011/83/EL, 25. oktoober 2011, tarbija õiguste kohta, millega muudetakse nõukogu direktiivi 93/13/EMÜ ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 1999/44/EÜ ja millega tunnistatakse kehtetuks nõukogu direktiiv 85/577/EMÜ ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 97/7/EÜ. – ELT L 304, 22.11.2011, lk 64-88.

¹⁴⁷ Võlaõigusseaduse ja tarbijakaitseaduse muutmise seaduse eelnõu nr 505 SE seletuskiri, lk 50.

¹⁴⁸ K. Sein. VÕS § 62¹ lg 1 ja 6/4.1 (viide 143).

Tarbija kaitse eesmärgil on seaduses sätestatud teave, mille äriühing peab enne arvutivõrgu abil tellimuse edastamist lepingu teisele poolele teatavaks tegema. Näiteks peab äriühing VÕS § 62¹ lg 2 p 1 kohaselt tegema lepingu teisele poolele teatavaks lepingu sõlmimise tehnilised etapid. See tähendab, et äriühing peab enne tellimuse edastamist tegema lepingu teisele poolele teatavaks toimingud, mida äriühing ühelt poolt ja teine lepingupool teiselt poolt peab tegema selleks, et leping saaks sõlmitud. Sealhulgas peab lepingupoole jaoks olema selge, millal on tema oma tellimusega õiguslikult seotud ning millal tekivad äriühingul lepingulised kohustused¹⁴⁹.

Sellist informatsiooni *white paper*'ites ja tingimustes aga üldiselt ei nähtu. Samuti ei järgi ICO-sid korraldavad äriühingud tihti ka VÕS § 62¹ lg-s 5 sätestatud kohustust esitada lepingutingimused nii, et need oleks teisel poolel võimalik salvestada ja taasesitada. Sageli on *white paper* ja tingimused esitatud äriühingu kodulehel, mitte salvestamist võimaldavad formaadis.

Arvutivõrgu abil sõlmitud tarbijalepingutele on VÕS §-s 62² sätestatud täiendavad nõuded, millest VÕS § 62³ kohaselt tarbija kahjuks kõrvale kalduda ei ole lubatud. Paragrahv on kohaldatav kõikidele äriühingu ja tarbija vahelistele arvutivõrgu abil sõlmitavatele lepingutele, v.a finantsteenuse osutamise lepingutele. Muus osas seadus lepingu esemele piiranguid ei sea, s.t et sätet kohaldatakse nii kauba, teenuse kui ka muu soorituse (nt digitaalse sisu või elekter) üleandmisele suunatud lepingute puhul¹⁵⁰.

Sätte eesmärk on veel kord informeerida tarbijat tellimisprotsessi raames teatud olulistest asjaoludest (ehkki enamik viidatud sättes nimetatud teabest tuleb tarbijale teatavaks teha juba § 54 järgi)¹⁵¹. Seetõttu peab majandus- ja kutsetegevuses tegutsev isik teatama tarbijat sellest, kas tema kauba tarnimisel, teenuse osutamisel või muu soorituse tegemisel esineb nt geograafilisi või koguselisi piiranguid, samuti sellest, millise maksevahendiga (krediitkaart, deebetkaart, internetipank, Paypal vms) on tarbijal võimalik tasuda¹⁵².

¹⁴⁹ K. Sein. VÕS § 62¹/4.2 (viide 143).

¹⁵⁰ K. Sein. VÕS § 62²/3 (viide 143).

¹⁵¹ K. Sein. VÕS § 62²/1 (viide 143).

¹⁵² K. Sein. VÕS § 62²/4.1 (viide 143).

Lisaks sätestab VÕS eraldi regulatsiooni tarbija ja äriühingu vahel sidevahendi abil sõlmitavatele lepingutele. Selleks, et lepingut saaks pidada sidevahendi abil sõlmitud lepinguks, peavad kumulatiivselt olema täidetud järgmised tingimused: leping sõlmitakse selliste lepingute sõlmimiseks kasutatavas turustus- või teenindussüsteemis, majandus- ja kutsetegevuses tegutsev isik ja tarbija ei viibi lepingu sõlmimisel ühel ajal koos samas kohas ja lepingupoolte tahteavaldused lepingu sõlmimiseks, sealhulgas tarbija tahteavaldus võtta endale lepingulised kohustused (edaspidi tellimus), edastatakse eranditult üksnes sidevahendi abil. Nende kolme tingimuse täidetavusega ICO-de puhul probleeme pole. Samas kohalduvad sidevahendi abil sõlmitud lepingute sätted (VÕS § 52-62) üksnes majandus- ja kutsetegevuses tegutseva isiku ja tarbija vahelistele lepingutele (VÕS § 52 lg 1).

2.6.3. Käsunduslepingu sätete kohaldumine

Käsunduslepingu esemeks võib põhimõtteliselt olla mis tahes teenuse osutamine käsundiandjale. Käsunduslepingu iseloomulikuks tunnuseks on see, et leping on suunatud teenuse hoolsale ja vastutustundlikule osutamisele, mitte nagu töövõtulepingu puhul, konkreetse tulemuse saavutamisele¹⁵³. Osutatud teenuste eest tasu maksmine ei ole käsunduslepingu olemuslik tunnus. Seega võib käsunduslepinguga tegemist olla ka siis, kui käsundiandjal ei ole tasu maksmise kohustust käsundisaaja ees¹⁵⁴.

ICO-t korraldav äriühing annab *white paper*'is investoritele lubaduse, et juhul, kui ICO loetakse õnnestunuks, asub äriühing arendama enda platvormi, et pakkuda investoritele lubatud teenust. Samas ei anna äriühingud lubadust, et see platvorm saab valmis või et platvorm valmib täpselt sellisena nagu algselt lubatud. Seetõttu on ka hoiatatud, et ICO-de puhul tuleb ettevaatlikult suhtuda äriühingute lubadustesse, mis tunduvad ebarealistlikud¹⁵⁵.

Käsunduslepingu sõlmimisel peab käsundisaaja (ICO-t korraldav äriühing) VÕS § 618 lg 1 kohaselt tegutsema käsundiandjale lojaalselt ja käsundi laadist tuleneva vajaliku hoolsusega. VÕS § 24 lg 1 teise alternatiivi kohaselt on käsundisaaja käsunduslepingu puhul kohustatud tegema tulemuse saavutamiseks kõik mõistlikult võimaliku. See tähendab, et käsundisaaja peab tegema

¹⁵³ P. Varul. VÕS § 619/3.1. – Võlaõigusseadus III. Komm vlj. Tallinn: Juura 2009.

¹⁵⁴ P. Kalamees jt (viide 144), lk 331.

¹⁵⁵ A. Marshall (viide 75).

selliseid pingutusi nagu poolega samal tegevus- või kutsealal tegutsev mõistlik isik samadel asjaoludel teeks¹⁵⁶. Oma põhikohustust täites peab käsundisaaja järgima kahte üldist kohustust – lojaalsuskohustust ja hoolsuskohustust. Põhikohustuse puhul tuleb küsida, mida peab käsundisaaja tegema, kuid lojaalsus- ja hoolsuskohustuse puhul on küsimus, kuidas käsundisaaja seda tegema peab¹⁵⁷. Lisaks tuleneb käsundisaajale VÕS-st veel rida teisigi kohustusi: kohustus järgida käsundiandja juhiseid (VÕS § 621), teatamiskohustus (VÕS § 624), väljaandmiskohustus (VÕS § 626) ja kohustus vältida huvide konflikti (VÕS § 623).

Käsundisaaja hoolsuskohustus tähendab kohustust teha kõik endast sõltuv, et saavutada käsundiandja jaoks parim tulemus ning hoida ära kahju tekkimine¹⁵⁸. Hoolsuskohustuse täitmise hindamise puhul on oluline eristada, kas käsundisaaja tegutseb professionaalina või mitte. Mitteprofessionaalse käsundisaaja puhul on hoolsuse määra kriteeriumiks esiplaanil subjektiivsed asjaolud – käsundisaaja võimed, teadmised ja oskused. Kui käsundiandja sõlmib lepingu mitteprofessionaalse käsundisaajaga, on tegemist eelkõige käsundiandja riskiga, kui käsundisaaja on subjektiivselt väga hoolas, kuid siiski ei suuda oma kohustusi vajalikul tasemel täita. Professionaalsete käsundisaajate puhul on nende hoolsuse määra aluseks objektiivne standard – nad peavad tegutsema ja olema hoolsad üldiselt tunnustatud kutseoskuste tasemel. Käsundisaaja, kes tegutseb käsundit täites oma majandus- või kutsetegevuses, ei saa põhjendada oma kohustustega mitte hakkamasaamist sellega, et need käivad talle üle jõu. Isegi juhul, kui käsundisaaja pingutab maksimaalselt, kuid ikkagi ei suuda oma kohustusi täita, on ta ühtlasi hoolsuskohustust rikkunud¹⁵⁹.

ICO-t korraldav äriühing tutvustab üldjuhul oma meeskonda *white paper*'is kui omaala professionaale. Samas on ka *white paper*'eid, kus meeskonna tutvustus puudub või on väga napisõnaline. Võttes arvesse aga *white paper*'i sisu ning selles antavaid lubadusi, on selge, et keskmisel investoril tekib arusaam, et tegemist on professionaalidega ning seetõttu tuleb ICO-de puhul hoolsuskohustuste täitmist hinnata objektiivsete standardite järgi.

¹⁵⁶ I. Kull. VÕS § 24/4.3 (viide 146).

¹⁵⁷ P. Varul. VÕS § 620/3.1 (viide 153).

¹⁵⁸ P. Varul VÕS § 620/3.3.1 (viide 153).

¹⁵⁹ P. Varul VÕS § 620/3.3.2 (viide 153).

Lisaks sätestab VÕS § 621 lg 1 käsundisaaja kohustuse järgida käsundi täitmisel käsundiandja juhiseid. Juhised võivad olla antud eelkõige lepingu objektiks oleva teenuse osutamise tingimuste ja asjaolude täpsustamiseks. Juhiseid võib anda ka täiendavalt uute kohustuste kohta, kuid juhiseid ei tohi kujutada endast korraldust täita mingi muu käsund, kui see on lepingus kokku lepitud¹⁶⁰.

Seega sõlmivad ICO-t korraldav äriühing ja investor käsunduslepingu, mille kohaselt on äriühing kohustatud lojaalselt ja hoolsuskohustust täites tegema kõik selleks, et saavutada *white paper*'is lubatud tulemus – töötada välja toimiv platvorm. Samas käsunduslepingu olemuse tõttu ja nii nagu äriühingud kirjutavad ka enda *white paper*'is, ei ole käsundisaaja ehk äriühing oma kohustust rikkunud, kui oodatavat tulemust ei saavutata. Investori käsunduslepingust tulenevaks kohustuseks on maksta äriühingule tasu ning enamasti tuleb seda teha virtuaalvääringutes. ICO-de puhul on eripäraseks see, et teenuse osutamise eest maksavad investorid kogu käsunduslepingu alusel maksmisele kuuluva tasu ette. Traditsiooniliste käsunduslepingute puhul selline kogu ulatuses tasu ettemaksmine ei ole tavapärane.

¹⁶⁰ P. Varul. VÕS § 621/3.1 (viide 153).

3. ÕIGUSLIKU REGULATSIOONI SOBIVUS

3.1. Väärtpaberituru regulatsiooni sobivus ICO-de puhul

Juhul, kui *token* kvalifitseerub väärtpaberiks, tegemist on avaliku pakkumisega ning emitendi päritoluriik on Eesti, on äriühingul kohustus VPTS § 16 lg 1 alusel registreerida Finantsinspeksioonis prospekt. Prospektile on sätestatud väärtpaberituru seaduses ja Rahandusministri määruses „Nõuded väärtpaberite avaliku pakkumise, kauplemis- ja noteerimisprospektile¹⁶¹“ rida nõudeid, mis muudavad prospekti koostamise äriühingu jaoks kulukaks. Avaliku pakkumise korraldamise kuluks, sh prospekti koostamise kulu, hinnati Eesti väärtpaberite keskregistri seaduse muutmise ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seaduse eelnõu seletuskirjas ca 50 000 eurot. Emitentidel tuleb prospektile esitatud põhjalike nõuete tõttu kaasata prospekti koostamisse ka õigusnõustajad ja pakkumise korraldajad, kelle abil korraldatakse pakkumise turustamine ja lahendatakse väärtpaberite emiteerimisega kaasnevad tehnilised küsimused¹⁶².

Prospekti kohustuslikkuse eesmärk on arusaadav ning prospekti avaldamise kohustus avaliku pakkumise puhul põhjendatud, kuid antud juhul tekib siiski küsimus, kas Eesti õigus sellisel kujul nagu see on magistritöö kirjutamise hetkel, on saavutanud õiglase tasakaalu investorite ja äriühingute huvide vahel ning on mõistlik ka ICO-de reguleerimiseks.

Euroopa Liit on liikunud aastaid selles suunas, et muuta kogu Euroopa kapitaliturg ühtseks¹⁶³. Seetõttu on Euroopa Parlament ja Nõukogu võtnud vastu hulganisti määruseid ja direktiive ühtse kapitalituru reguleerimiseks. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määruse 2017/1129, 14. juuni 2017, mis käsitleb väärtpaberite avalikul pakkumisel või reguleeritud turul kauplemisele võtmisel avaldatavat prospekti¹⁶⁴ (edaspidi prospektimäärus) preambula punkti 7 kohaselt on vastuvõetud õigusaktide eesmärk tagada investorite kaitse ja turu tõhusus, samal ajal tõhustades kapitali

¹⁶¹ Nõuded väärtpaberite avaliku pakkumise, kauplemis- ja noteerimisprospektile. – RT I, 18.07.2012, 4.

¹⁶² Eesti väärtpaberite keskregistri seaduse muutmise ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seaduse eelnõu nr 428 SE seletuskiri, lk 57.

¹⁶³ Euroopa Komisjon. Green Paper. Building a Capital Markets Union. Brüssel: 18.02.2015. Arvutivõrgus: http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper_en.pdf, 23.03.2018.

¹⁶⁴ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) 2017/1129, 14. juuni 2017, mis käsitleb väärtpaberite avalikul pakkumisel või reguleeritud turul kauplemisele võtmisel avaldatavat prospekti. – ELTL L 168, 30.6.2017, lk 12—82.

siseturgu. Prospektimääruse kohaselt aitab prospektis sisalduva teabe esitamine, mis vastavalt emitendi ja väärtpaberi olemusele on vajalik selleks, et investorid saaksid teha teadliku investeerimisotsuse, tagada koos äritegevuse reeglitega investorite kaitse. Peale selle on selline teave tõhus vahend väärtpaberite vastu usalduse suurendamisel, aidates seeläbi kaasa väärtpaberiturgede nõuetekohasele toimimisele ja arengule.

Seega on väärtpaberituru regulatsiooni üks olulisemaid eesmärke kaitsta investoreid. Kuigi, nagu eelnevalt välja toodud, osadel juhtudel kvalifitseeruvad *token*'id väärtpaberiteks ja teoorias selline kaitse peaks olema investoritele tagatud, valitseb praeguse regulatsiooni osas siiski ebaselgus ning kaheldav on, kui paljud äriühingud tegelikult ka sellisel juhul, kui *token* kvalifitseerub väärtpaberiks, investoritele kaitse tagavad. Investorite kaitse teatud määral tagamine on vajalik aga vaatamata sellele, kas *token* kvalifitseerub väärtpaberiks või mitte (vt peatükk 1.4.1).

Prospekt peab muuhulgas VPTS § 14¹ lg 3² p 1 kohaselt sisaldama emitendiga seotud riskide ja peamiste tunnusjoonte, sealhulgas varade, kohustuste ja finantsseisundi lühikirjeldust. ICO-sid läbi viivad äriühingud on idufirmad, kes ei ole üldjuhul isegi alustanud oma projekti elluviimisega, vaid *white paper* sisaldab suure hulgal spekulatsioone, mitte faktidel põhinevaid andmeid. Näiteks on äriregistri andmetel Niquid Tech OÜ asutatud 05.09.2017. Niquid Tech OÜ avalikustas *white paper*'i „The Fabric Token (FT) Ecosystem. High-Level Development & Management of Smart Contracts.”¹⁶⁵ 25. novembril 2017 ning algatas ICO 15.02.2018, s.t vähem kui pool aastat pärast äriühingu loomist. Kuivõrd tegemist on IT-tarkvara lahenduse väljatöötamisega, ei ole ICO-sid läbi viival äriühingul üldjuhul soetatud ka märkimisväärset vara enne ICO läbiviimist.

ICO-t korraldaval äriühingul ei ole võimalik koostada prospekti sama informatiivselt nagu üldjuhul teevad seda emitendid. Seega tekib küsimus, kas selliselt prospekti koostamine täidab ICO-de puhul üldse oma eesmärgi. Prospekti koostamise kohustuse sätestamise eesmärk on tagada investorite kaitse, turu tõhusus ning tõhustada kapitali siseturgu. Prospektis oleva teabe esitamine on vajalik selleks, et investorid saaksid teha teadliku investeerimisotsuse (prospektimääruse preambula punkt 7). ICO-t korraldaval äriühingul aga puuduvad üldjuhul finantsandmed, millele tuginedes saaks investor teha teadliku investeerimisotsuse. *White paper* sisaldab suurel hulgal

¹⁶⁵ N. Nikov jt. The Fabric Token (FT) Ecosystem. High-Level Development & Management of Smart Contracts. 25.11.2017. Arvutivõrgus: <https://fabrictoken.io/media/Fabric-Token-Ecosystem-White-Paper-EN.pdf>, 14.03.2018.

emärke, kuhu poole äriühing suundub, kuid mitte reaalseid äriühingu saavutusi või lubadusi. Seega koosneks ICO puhul äriühingu prospekt enamasti määruse „Nõuded väärtpaberite avaliku pakkumise, kauplemis- ja noteerimisprospektile“ §-s 11 välja toodud andmetest ning määruse §-des 3-10 nõutud andmeid on ICO-t korraldaval äriühingul raske esitada.

Prospektimääruse preambula punkt 11 kohaselt tuleb liikmesriikidel selleks, et tagada õigusaktidest tulenevate nõuete täitmine ning kapitalituru ühtne toimimine, määrata järelevalve teostamiseks pädev asutus. Eestis teostab riiklikku finantsjärelevalvet väärtpaberituru üle Finantsinspeksioon (finantsinspeksiooni seadus¹⁶⁶ § 2 lg 1). Riikliku järelevalve puhul tuleb aga arvestada, et see ei saa kunagi olla kõikehõlmav. Seetõttu peavad ka riikliku finantsjärelevalve eesmärgid olema tasakaalus kaitstavate huvide tähtsusega.

ICO-de puhul tuleb vaadata ühelt poolt investorite huve ja nende huvide kaitsmise tähtsust ning teiselt poolt ettevõtlusvabadust ning kapitali kaasamise edendamise põhimõtet¹⁶⁷. Tavapäraselt käsitletakse finantsjärelevalve ülesandena investorite huvide kaitsmise eesmärgil finantssektori kui terviku stabiilsuse ja usaldusväarsuse kasvule kaasaaitamist (makroökonomiline eesmärk). Teisalt on riikliku järelevalve tegevus suunatud sellele, et iga äriühing finantssektoris tegutseks kindlalt ja usaldusväärset ning omaks piisavalt kapitali ja reserve oma tegevusest tulenevate riskide katteks (mikroökonomiline eesmärk)¹⁶⁸. Seega keskendub finantsjärelevalve eelkõige sellele, et kaitstud oleks investorite huvid. Äriühingute huvidele ning kapitali turu toimimisele ja arengule peaks eelkõige mõtlema seadusandja, kes peab kapitalituru reguleerima selliselt, et see ei pärsiks liigselt äriühingute tegevust.

Seetõttu leiab autor, et isegi juhul, kui *token* kvalifitseerub väärtpaberiks, ei ole väärtpaberituru seaduse kohaldamine ICO-de puhul ratsionaalne. Kuigi kehtiva õiguse alusel on äriühingud kohustatud väärtpaberituru seadust sellise juhul järgima ning väärtpaberituru regulatsiooni kohaldumisel oleks suuresti lahendatud peatükis 1.4.1 välja toodud riskide maandamine, on väärtpaberituru regulatsiooni kohaldamisel ICO-dele tegemist õigusmaastiku kitsaskohaga.

¹⁶⁶ Finantsinspeksiooni seadus. – RT I, 31.12.2017, 3.

¹⁶⁷ Euroopa Väärtpaberituru Järelevalveasutuste Komitee (viide 102), lk 9.

¹⁶⁸ M. Mark jt. Eesti pangandusõiguse alused. Juura: Tallinn 2003, lk 45.

Prospekti Finantsinspektsioonis registreerimise kohustus on ICO-t korraldavale äriühingule liigselt koormav. Esiteks on tegemist majanduslikult kuluka kohustusega, mida alles alustav äriühing ei saa endale lubada. Teiseks ei suuda ICO-t korraldav äriühing pakkuda sellise kvaliteediga prospekti, mis täidaks oma eesmärgi – aitaks investoritel teha teadlikke otsuseid. Siiski tuleb investoritele mingisugune kaitse tagada ning miinimumnõuded ka *white paper*'ile sätestada.

Avaliku õiguse valdkonda kuuluvate normide loomise aluseks on arusaam, et erinevatest huvidest lähtuvad eesmärgid tuleb tasakaalustada vähemalt pikemas perspektiivis ja seejuures on vajalik silmas pidada, milliste väärtuste kaitse on ühikonnas olulisem¹⁶⁹. Väärtpaberituru seadusest tulenevad nõuded avalikku pakkumist läbi viivale äriühingule on liiga ranged ICO-t läbi viiva äriühingu jaoks ning pärsib ICO-de läbi viimist seades põhjendamatult investorite kaitse tähtsamale kohale kui ettevõtlusvabaduse põhimõtte ning kapitalituru arenemise.

3.2. Investeerimisfondide regulatsiooni sobivus ICO-de puhul

Eelneva analüüsi tulemusel jõutud järelduse – ICO-t korraldav äriühing võib olla erandlikel juhtudel investeerimisfond (vt peatükk 2.3) – tõttu ei ole investeerimisfondide regulatsiooniga seotud probleemid väga aktuaalsed ICO-de puhul, kuid ühe olulisema probleemina võib siiski välja tuua investeerimisfondi puhul fondivalitseja määramise kohustuse.

Investeerimisfondide seaduse seletuskirja kohaselt oli investeerimisfondide seaduse ettevalmistamise hetkel tuvastatud Eesti õiguses kitsaskoht selles osas, et puudus võimalus asutada investeerimisfondi ilma fondivalitsejata. Uue seaduse väljatöötamisel leiti, et nii nagu mitmed teised jurisdiktsioonid, peaks ka Eesti õigus võimaldama äriühingu tüüpi fondidel tegutseda ilma fondivalitsejata ehk isejuhtivate (*self-managed*) fondidena¹⁷⁰. Finantsinspektsioon on investeerimisfondide seaduse eelnõule antud kommentaarides palunud selgitust, miks ei ole eelnõuga võimaldatud ühingufondi asutada isevalitsevas vormis, kui samas on see lubatud

¹⁶⁹ M. Mark jt (viide 122), lk 18.

¹⁷⁰ Seletuskiri (297 SE, viide 113), lk 487.

usaldusfondina. Rahandusministeerium on selgitanud, et isevalitsevast ühingufondist loobumise eesmärk oli saavutada ühinguõiguslikult suurem selgus juhtorgani liikmete vastutuse ning juhtorganite liikmete vastu esitatavate võimalike nõuete osas¹⁷¹.

Seetõttu võib investeerimisfond tegutseda ilma fondivalitsejata IFS § 8 lg 2 alusel ainult juhul, kui äriühing tegutseb usalduühinguna. ÄS § 125 lg 1 kohaselt on usaldusühing äriühing, milles kaks või enam isikut tegutsevad ühise ärinime all ja vähemalt üks neist isikutest (täisosanik) vastutab ühingu kohustuste eest kogu oma varaga ning vähemalt üks neist isikutest (usaldusosanik) vastutab ühingu kohustuste eest oma sissemakse ulatuses. Seega on usaldusühingu puhul fondivalitseja puudumise korral vastutus reguleeritud juba seaduse tasandil.

Fondivalitseja kohustuslikkuse nõue (v.a usaldusühingu puhul) ei ole aga ratsionaalne ICO-t korraldava äriühingu puhul. Kui ICO-t korraldab äriühing kvalifitseerub investeerimisfondiks, s.t tegemist on eraldiseisva juriidilise isikuga või varakogumiga, sinna kogutakse kokku mitmete investorite vahendid ja neid vahendeid investeeritakse kollektiivsete riskide hajutamise põhimõttest lähtuvalt, siis fondivalitseja nõue ei ole plokiahela puhul realistlik. Kuivõrd plokiahela olemus ongi omanike ja kasutajate piiri hägustamine, siis plokiahela süsteem kaotaks oma mõtte, kui see hõlmaks endas lõpuks ühte äriühingut, mis kõiki otsuseid üksi vastu võtab. Seetõttu on tõenäoline, et kõik platvormid, millel äriühing väljastab *token*'eid, mille tõttu võiks ICO-t läbi viia äriühingu tegevus kvalifitseeruda investeerimisfondi tegevusena, on üles ehitatud samal põhimõttel nagu CrowdWiz OÜ poolt välja pakutud mudeli puhulgi – investorid ühiselt otsustavad, kuhu investeerida välistades sellega kindla investeerimisplaani olemasolu eelduse ning seetõttu kvalifitseerumata investeerimisfondiks.

¹⁷¹ Finantsinspeksioon. Finantsinspeksiooni kommentaarid investeerimisfondide seaduse eelnõule. 20.04.2016. Arvutivõrgus: https://www.koda.ee/sites/default/files/content-type/content/2017-03/20160422_IFS_MT_FI.pdf, 03.02.2018.

3.3. Võlaõigusseaduse regulatsiooni sobivus ICO-de reguleerimisel

3.3.1. Lepingueelse võlasuhte regulatsiooni sobivus ICO-de reguleerimisel

Eelpool selgitatud põhjustel on autor seisukohal, et pärast investori poolt *token*'i ostmiseks soorituse tegemist ning enne ICO edukaks kuulutamist või *token*'i väljastamist on poolte vahel lepingueelne võlasuhe. Lepingueelseid läbirääkimisi pidavatel isikutel on VÕS § 14 lg 1 esimese lause kohaselt üksteise suhtes üldine kaitsekohtust. Lepingueelsetel läbirääkimistel tekivad pooltel teavitamiskohustused (VÕS § 14 lg 2), tõekohustused (VÕS § 14 lg 1 teine lause), heauskse läbirääkimiste pidamise kohustus (§ 14 lg 3) ja konfidentsiaalsuskohustus (VÕS § 14 lg 4). Lisaks sätestab VÕS § 14¹ täiendava lepingueelse teabe andmise kohustuse juhuks, kui leping sõlmitakse tarbijaga.

Seega on äriühing justnagu väärtpaberiturule regulatsiooni kohaldumiselgi, kohustatud andma lepingupoolele igasuguse teabe, mille vastu teisel poolel on lepingu eesmärki arvestades äratuntav oluline huvi. Regulatsioonide – prospekti avalikustamise ja lepingueelsete läbirääkimiste pidamisel kohalduv üldise kaitsekohustuse – oluline erinevus seisneb aga sätete detailsusel ning paindumatusel. Lepingueelsete läbirääkimiste sätete puhul kasutatakse määratlemata õigusmõisteid (nt teise poole äratuntav oluline huvi, heauskse läbirääkimise pidamise kohustus jne). Seetõttu on tihti raske öelda, kas üks lepingupool on kohustust rikkunud või mitte. Prospekti avalikustamise regulatsioon on aga jäik ning nimetab detailselt andmed, mida prospekt kajastama peab. Eelnevalt on autor selgitanud, miks prospekti regulatsioon just oma ranguse tõttu ei sobi ICO-de reguleerimiseks, kuid ka lepingueelsete läbirääkimiste regulatsiooni sobivus on kaheldav.

ICO-de puhul ei hinda äriühing investorit, kes omandab äriühingu *token*'i. Seega investoritel teabe andmise kohustus justkui puudub. Üldjuhul on äriühingu jaoks tegemist anonüümse isikuga, kellelt teabe nõudmine ei ole ka võimalik. Seega on ICO-de sisu arvestades pigem tegemist olukorraga, mis sarnaneb väärtpaberiturule – äriühing on kohustatud avalikustama enda kohta vajaliku teabe selleks, et investor saaks teha kaalutletud otsuse, kuid investoril samasisuline kohustus puudub.

Samuti ei pea ICO-de puhul investor ja äriühing läbirääkimisi traditsioonilises mõttes. Kõik lepingutingimused on juba eelnevalt äriühingu poolt avaldatud ning investoril puudub võimalus neid mõjutada.

Lepingueelse võlasuhte puhul on tegemist võlasuhtega, mis paikneb lepinguliste ja lepinguväliste võlasuhete vahepeal, kuid millele kohaldatakse lepinguliste suhete kohta sätestatud¹⁷². Seega on teise poole kohustuste rikkumisel lepingueelsete läbirääkimiste perioodil pooltel võimalik kasutada VÕS § 101 lõikes 1 nimetatud õiguskaitsevahendeid, v.a õiguskaitsevahendeid, mis eeldavad lepingu olemasolu. Sellisteks õiguskaitsevahenditeks on eelkõige lepingu täitmise nõue, lepingust taganemine ja lepingu ülesütlemine, hinna alandamine ning kohustuse täitmisest keeldumine. Lisaks sätestab VÕS § 15 lepingueelsete võlasuhete korral teatud juhtudel kahju hüvitamise nõude erikoosseisu (kui leping on vorminõude rikkumise tõttu tühine ning kui leping on tühine muus asjaolu tõttu kui vorminõude rikkumine).

VÕS § 15 kohaldumine ICO-de puhul tõenäoline ei ole, kuivõrd pooled sõlmivad käenduslepingu, millele kohustuslikku vorminõuet üldjuhul sätestatud ei ole. Muu asjaolu tõttu lepingu tühisuse korral VÕS § 15 lg 2 alusel kahju hüvitamise nõude esitamisel peab pool tõendama, et teine pool teadis või pidi teadma lepingu sõlmimisel asjaolu, mis tõi kaasa lepingu tühisuse või põhjustas ise lepingu tühisuse kaasa toonud asjaolu. ICO-de puhul on tihti tegemist üksteise jaoks võõrasta isikutega, kelle asu- või elukoht võivad olla üksteisest mitme tuhande kilomeetri kaugusel. Seetõttu sellise tõendamiskoormisega kahju hüvitamise nõudmine ei ole ICO puhul reaalne. Seega on vähetõenäoline lepingupoolte tuginemine VÕS §-le 15. Kuna ülejäänud võimalikud õiguskaitsevahendid kattuvad käsunduslepingust tulenevate kohustuste rikkumise korral võimalike kasutatavate õiguskaitsevahenditega, analüüsib autor neid allpool (vt peatükk 3.3.3).

Kokkuvõtvalt on autor seisukohal, et lepingueelsete läbirääkimiste regulatsioon ei ole sobilik äriühingu ja investori vaheliste suhete reguleerimiseks, sest lepingueelsete läbirääkimiste sätete eesmärk on midagi muud kui ICO-de eripära arvestades on investorite kaitse jaoks vajalik.

¹⁷² I. Kull. VÕS § 14/1 (viide 143).

3.3.2. Arvutivõrgu ja sidevahendi abil sõlmitud lepingute sätete sobivus ICO-de reguleerimisel

Arvutivõrgu abil sõlmitud lepingute regulatsiooni eesmärk on see, et äriühing kujundaks oma tellimuskeskkonna vastavalt VÕS §-le 62¹. Näiteks peab äriühing enne investori poolt tellimuse esitamist (investori poolt rahakotist virtuaalvääringu kandmist äriühingu kontole) tegema investorile teatavaks, kas äriühing säilitab lepinguteksti pärast lepingu sõlmimist ja kas see jääb teisele poolele kättesaadavaks (VÕS § 62¹ lg 2 p 2). Autori poolt analüüsitud *white paper*'ites ega tingimustes sellist informatsiooni ei olnud, kuigi ICO-sid läbi viivad äriühingud ise üldjuhul kvalifitseerisid *token*'ite müügi teenuse osutamisenä.

Kuigi arvutivõrgu abil sõlmitavate lepingute regulatsioon pakub investoritele teatud kaitset, ei ole tegemist siiski selliste kohustustega, millest piisaks ICO-sid korraldatavate äriühingute ja investorite huvide tasakaalu saavutamiseks. Arvutivõrgu abil sõlmitud lepingute sätetest tulenevad äriühingule eelkõige tehnilised kohustused, mitte lepingutingimuse sisule kohaldatavad nõuded, mida äriühing peab enne ICO läbiviimist investoritele avaldama. ICO-de puhul on aga just see teavitamise osas keskne küsimuse – missugust informatsiooni on ICO-t korraldav äriühing kohustatud investoritele jagama. Arvutivõrgu abil sõlmitud lepingute regulatsioonis sätestatud teabe avaldamise kohustus ei ole ICO-de iseloomu arvestades sobivad.

Sidevahendi abil sõlmitud lepingute regulatsiooni eripäraks on see, et see kohaldub üksnes äriühingu ja tarbija vahel sõlmitud lepingutele. VÕS § 54 sätestab tarbija lepingueelse teavitamise kohustuse sisu. Investorite kaitse regulatsiooni eesmärk on tagada investoritele võimalus teha investeerides teadlik otsus. VÕS § 54 lõikes 1 nimetatud informatsioon, mille äriühing peab tarbijale enne lepingu sõlmimist edastama, ei kaitse investorite huve investeeringu tegemisel.

Lisaks sätestab VÕS § 56 lg 1 tarbijale õiguse taganeda sidevahendi abil sõlmitud lepingust põhjust avaldamata 14 päeva jooksul. Üldiselt mõjutab tarbija ja äriühingu vahel sõlmitud leping üksnes lepingupooli ehk konkreetset tarbijat ja äriühingut. ICO-de puhul võib ühe tarbija taganemine mõjutada kõiki investoreid. Eelpool väljatoodud põhjustel on autor leidnud, et ICO-de puhul sõlmitakse leping ICO edukaks tunnistamisel või *token*'ite väljastamisel. See tähendab, et juhul,

kui ICO tunnistatakse edukaks või äriühing väljastab *token*'i, siis alates sellest hetkest 14 päeva jooksul on võimalik kõigil investoritel, kes on tarbijad, lepingust taganeda. Samas investoritel, kes on investeringu teinud oma majandus- ja kutsetegevuses, selline õigus puudub.

Kui pärast lepingu sõlmimist taganebki märkimisväärne osa investoritest, siis äriühing on olukorras, kus leping on sõlmitud, *white paper*'is sisalduvaid lubadusi tuleb täita, kuid vahendeid selleks enam ei ole. Samas ei saa öelda, et ICO ei olnud edukas, kuna selle õiguse on äriühing minetanud eelnevalt vastupidist väites või *token*'eid väljastades. Üks võimalus ennast sellise olukorra eest kaitsta on sätestada *white paper*'is või tingimustes reservatsioon, et äriühingul on õigus 15 päeva jooksul pärast lepingu sõlmimist leping üles öelda ning tagastada investoritele nende panused (vastaselt juhul on tegemist ebamõistlikult kahjustava tüüptingimusega VÕS § 42 lg 3 p 30 kohaselt). Samas on sellise ülesütlemise õiguse sätestamise kehtivus tüüptingimuste regulatsiooni arvestades kaheldav (eelkõige VÕS § 42 lg 3 p 29, 32 ja 33).

Seega kuna ICO-de puhul mõjutab ühe investori taganemine ka teisi investoreid, on autor seisukohal, et VÕS § 56 lg-s 1 sätestatud tarbija taganemisõiguse regulatsioon ei ole ICO-de puhul põhjendatud. Samas kehtiva õiguse kohaselt tuleb magistritöö kirjutamise hetkel sidevahendi abil sõlmitud lepingu korras seda sätet järgida ning sätte ignoreerimiseks alus puudub.

Eeltoodud põhjustel on autor seisukohal, et arvutivõrgu ja sidevahendi abil sõlmitud lepingute regulatsioonid ei sobi oma sisu poolest ICO-de reguleerimiseks. Samuti ei anna viidatud sätted ICO-de läbiviimisel ei äriühingule ega ka investorile mingit arvestatavat kaitset või õiguseid, mille tõttu nende sätete kohaldamine oleks ICO-de puhul põhjendatud.

3.3.3. Käsunduslepingu sätete sobivus ICO-de reguleerimiseks

Käsunduslepingu sätetest (eelkõige VÕS § 620 ja 623) tuleneb käsundisaajale hoolsus- ja lojaalsuskohustus. Samamoodi on äriühingu nimel tegutsevatel isikutel äriühingu suhtes hoolsus- (näiteks ÄS § 187 lg 1 ja § 315 lg 1) ja lojaalsuskohustus (näiteks ÄS § 185, 186, 324 ja 325). Kohtupraktika kohaselt tähendab lojaalsuskohustus muu hulgas kohustust vältida huvide konflikti¹⁷³. Probleem ICO-de puhul on see, et *token*'eid väljastanud äriühingu nimel tegutsevad

¹⁷³ RKTko 3-2-1-39-15, p 14.

isikud peavad olema lojaalsed nii investoritele kui ka äriühingule. Kusjuures vahet ei ole, kas ühingu nimel tegutsevad isikud on juhatuse liikmed või töötajad töölepingu seaduse¹⁷⁴ (edaspidi TLS) § 1 lg 1 mõttes. Ka töötaja on TLS § 15 lg 1 alusel kohustatud olema lojaalne oma tööandja suhtes.

Lisaks sätestab VÕS § 621 lg 1 käsundisaaja kohustuse järgida käsundi täitmisel käsundiandja juhiseid. Sätte eesmärk on võimaldada käsundiandjal anda juhiseid ka pärast lepingu sõlmimist, sest käsunduslepingus ei ole alati võimalik kokku leppida kõigis käsundi täitmise üksikasjades¹⁷⁵. ICO-de puhul ei ole aga käsund antud tellija poolt nagu see on traditsiooniliste käsunduslepingute puhul. ICO-de puhul määratleb käsundi ICO-t korraldav äriühing oma *white paper*'is. Investorid saavad üksnes selle heaks kiita ostes äriühingult *token*'eid. Investoritele ei anta tavaliselt õigust käsundi täitmisel kaasa rääkida, veel vähem anda juhiseid käsundi täitmiseks.

VÕS § 621 lg 2 kohaselt on käsundisaaja ehk äriühing justkui seotud investori antud juhistega ning võib nendest kõrvale kalduda üksnes siis, kui ta on käsundiandjat teavitanud ning käsundiandja on andnud oma nõusoleku juhistest kõrvale kaldumiseks. VÕS § 621 on põhilises osas dispositiivne ning seetõttu tasuks äriühingutel *white paper*'is või tingimustes sätestada, et käsunduslepingus on pooled kokku leppinud kõik käsundi täitmise üksikasjad ning käsundisaajal ei ole õigus anda pärast lepingu sõlmimist käsundisaajale juhiseid VÕS § 621 mõttes. Käsundisaajal on aga õigus muuta käsunduslepingus sisalduvat käsundit vastavalt oma teadmistele ja võimetele käsundiandja jaoks parima kasuga.

Käsunduslepingu rikkumise korral on pooltel õigus kasutada VÕS § 101 lg-s 1 nimetatud õiguskaitsevahendeid. Käsunduslepingu peatükk (VÕS 35. peatükk) sisaldab erisätteid üksnes käsunduslepingu ülesütlemise kohta (VÕS § 630 ja 631). Eelpool väljatoodud põhjustel leiab autor, et virtuaalvääring ei ole raha. Seetõttu on autor seisukohal, et ICO-de puhul ei ole võimalik kasutada õiguskaitsevahendina hinna alandamist (VÕS § 112) ning viivise nõuet (VÕS § 113). Samas on investoril võimalik nõuda äriühingult kohustuste täitmist, kahju hüvitamist, keelduda enda kohustustest täitmist või leping üles öelda.

¹⁷⁴ Töölepingu seadus. – RT I, 28.12.2017, 43.

¹⁷⁵ P. Varul. VÕS § 621/3.1 (viide 153).

Enda lepingust tulenevate kohustuste täitmisest keeldumine ei ole ICO-de puhul tõenäoline õiguskaitsevahend, kuivõrd investor on oma kohustused juba enne lepingu sõlmimist täitnud. Seega on tõenäolised õiguskaitsevahendid lepingu täitmise nõue, kahju hüvitamise nõue ja lepingu ülesütlemine. Autor on seisukohal, et kõik kolm õiguskaitsevahendit on kooskõlas ICO olemusega ning lepingulise suhte olemasolul on võimalik neid kõiki teise lepingu poole vastu esitada. Samas tuleb jällegi silmas pidada, et isiku virtuaalvääringutele pääseb ligi üksnes siis, kui on teada isiku rahakoti privaatne võti. Kui see ei ole teada, siis rahakotile ligi ei pääse. Seega võib teoorias olla küll võimalik nõuda lepingu täitmist või leping üles öelda, millele siis järgneb kas virtuaalvääringute sihipärane kasutamine või virtuaalvääringute tagasimaksmine, kuid täitemenetluses ei pruugi sellise nõude täitmine olla võimalik. Seetõttu on kõige kindlam õiguskaitsevahend kahju hüvitamise nõue.

Kuigi lepinguõiguse alusel kasutatavad õiguskaitsevahendid tagavad investoritele teatud kaitse, leiab autor siiski, et tulenevalt ICO-de iseloomust ei ole äriühingu ja investorite vaheliste suhete reguleerimine lepinguõiguse sätete alusel sobiv. Kuigi investoril on äriühingu vastu võimalik esitada kahju hüvitamise nõue ning nõuda kahju hüvitamist fiat-rahaga võib tekkida probleem, et äriühingul puuduvad vahendid, et kahju hüvitada. Kuivõrd virtuaalvääringutele ei pääse ligi, kui äriühing ei anna oma privaatset võtit üle, ei ole võimalik ka virtuaalvääringute müümine eesmärgiga saadud raha arvel hüvitada võlausaldajale tekkinud kahju (täitemenetluse seadustik¹⁷⁶ § 52 lg 1). Samuti tekib probleem sellega, et investor ning äriühing ei pruugi asuda isegi samas maailmajaos, mistõttu enda nõude makspanek võlgniku vastu on keeruline. Seetõttu tuleb peatükis 1.4.1 riskide vähendamiseks arvesse võtta seda, et ICO-del on siiski märgatav seos finantsturuga ning seetõttu tuleks äriühingutele seada ka teatud miinimumkapitali vms nõuded ning järelevalve, mille arvel oleks võimalik kasvõi osaliselt vähendada investoritele tekkida võivad kahju.

¹⁷⁶ Täitemenetluse seadustik. – RT I, 03.04.2018, 24.

3.3.4. Võlaõigusseaduses sätestatud tarbija kaitse sobivus ICO-de reguleerimisel

ÜRO 16.04.1985 tarbijakaitse juhiste kohaselt vajavad tarbijad erilist kaitset oma majandusliku seisukorra, läbirääkimistel osalemisel nõrgema positsiooni ning haridustaseme tõttu¹⁷⁷. Samadel põhjustel sisaldab ka VÕS palju eriregulatsioone olukordades, kus üheks lepingupooleks on tarbija. Samas on küsitav, kas isegi juhul, kui tarbijakaitse reeglid tagavad eraisikule tugevama kaitse, on nende kohaldumine ICO-de läbiviimisel põhjendatud.

VÕS-is sätestatud tarbijakaitse eesmärk on eelkõige tarbijate kaitsmine seeläbi, et tugevdada tarbija positsiooni läbirääkimistel ning tagada, et tarbijale osutatav teenus või üleantav kaup vastab vähemalt keskmisele kvaliteedile ning ei ohusta tarbijat. Tarbijakaitse reeglid on peamine abivahend, mille abil riik peab andma tarbijatele kui turu kõige nõrgematele osalejatele võimu ning kaitsma nende huvisid suhetes professionaalsete tootjate ja pakkujatega¹⁷⁸. Investorige kaitse puhul on oluline informatsiooni avaldamise kohustus. Investeeringuga kaasnevad alati riskid ning emitent ei saa ega peagi neid riske välistama. Tähtis on avalikustada kogu vajaminev informatsioon selleks, et investor saaks teha teadliku otsuse ning kaaluda enne otsuse tegemist võimalikke riske ja potentsiaalselt kasu. Seega on VÕS-is sätestatud tarbijat puudutava eriregulatsiooni eesmärk investorige kaitse sätete eesmärkidest tunduvalt erinev. Lisaks ei omistata finantsturul investorige puhul määravat tähtsust sellele, kas investeerijaks on eraisik või äriühing. Investorige informeerimise kohustus kehtib äriühingul võrdselt nii tarbija kui ka äriühingu ees.

ICO-de puhul tekib küsimus, kumb kaitse on sobivam *token*'eid ostvate isikute õiguste kaitseks. Autor on seisukohal, et ICO-des osalejad vajavad eelkõige kaitset, mis sarnaneb investorige kaitsele, mitte VÕS-is sätestatud tarbijate kaitsele. Seda justnimelt seetõttu, et ICO-de puhul peaks investorige kaitse eesmärk olema justnimelt piisava informatsiooni tagamine, et investor saaks teha investeerides teadliku otsuse.

¹⁷⁷ ÜRO Peaassamblee. Tarbijakaitse juhised. 16.04.1985. Arvutivõrgus: <http://www.un.org/documents/ga/res/39/a39r248.htm>, 23.03.2018.

¹⁷⁸ J. Harasim. M. Klimontowicz. Regulations as a tool to increase consumer protection on the European retail payment market. – Journal of Economics and Management. University of Economics in Katowice. 18.01.2018.

3.4. Eriregulatsiooni vajalikkus

Eeltoodud analüüsist tulenevalt on selge, et kehtiv õigus ei ole sobiv reguleerimaks ICO-de korraldamist nii, et oleks tagatud piisav investorite kaitse, kuid samas ei seataks liigselt barjääre tehnoloogia arengust tulenevatele võimalustele. Finantsturu regulatsioonid sellisel kujul nagu need kehtivad praegu, ei hõlma enda alla üldjuhul ICO-sid korraldavaid äriühinguid, kuivõrd üldiselt on ICO-t korraldava äriühingu tegevus kvalifitseeritav teenuse osutamisenä. Üksnes finantsturu elementide väga laialdaselt tõlgendamisel oleks võimalik ICO-d finantsturu reeglitele allutada.

Seega kohaldub enamus korraldatavatele ICO-dele võlaõigusseadus ning poolte privaatautonomia põhimõte. Autor leiab, et võttes arvesse ICO-de eesmärki, mis sarnaneb paljuski avalikele pakkumistele, ei ole põhjendatud ICO-de puhul investorite sarnasest kaitsest ilmajätmine, mis on investoritele tagatud väärtpaberiturul. ICO-d peaksid olema kapitalituru osa, mitte midagi eraldiseisvat, kuivõrd tegemist sisuliselt on kapitali kaasamisega äriühingu tegevuse tarbeks. Praktika näitab, et keerulisematele instrumentidele tasub investoritele juurdepääs võimaldada üksnes siis, kui investor mõistab nendega kaasnevaid riske¹⁷⁹. ICO-dele kohalduv regulatsioon ei kaitse hetkel enamasti investoreid riskide eest, mida investorid ei oska näha tulenevalt oma kogematusesest vms teguritest.

Väärtpaberituruseaduses sätestatud reeglid on aga ICO-de reguleerimiseks liiga ranged. ICO-de puhul on justkui tegemist uue kapitali kaasamise viisiga, mis mõeldi välja selleks, et pääseda mööda kehtivatest kapitalituru reeglitest. ICO-de suur populaarsus näitab seda, et investorid on valmis andma oma varad kolmandatele isikutele viimaste äriplaani elluviimiseks ka ilma igasuguse investorite kaitseta. Seetõttu tekib küsimus, kas probleem on üksnes selles, et ICO-d oma olemuselt on niivõrd erinevad, et need ei mahutu finantsturu regulatsiooni alla või pigem on probleem selles, et finantsturg on Eesti ja ka Euroopa Liidu õiguskorras üle reguleeritud. Sellele küsimusele vastamine ei ole käesoleva magistr töö eesmärk, kuid antud juhul see küsimus arusaadavatel põhjustel tekib.

¹⁷⁹ Väärtpaberituru seaduse ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seaduse eelnõu nr 507 SE seletuskiri, lk 5.

Seetõttu on ICO-de reguleerimiseks vajalik välja töötada eriregulatsioon. Eestil on ICO-de korraldamiseks palju eeliseid teiste riikide ees – e-residentsus, e-riik, pidev infotehnoloogia areng kõrgel tasemel jms – ning see on ka põhjuseks, miks välisinvestorid ja äriühingud on Eesti turule sisenemisest huvitatud. Autori arvates tuleb seda huvi säilitada. Seadusandja peaks sätestama miinimumnõuded *white paper*'ile, mis ei ole nii ranged, kui prospekti puhul, vaid arvestaksid, et tegemist on alustava äriühinguga, kuid mille pinnalt on võimalik investoritel siiski oma otsuse riske adekvaatselt kaaluda. Kuigi autor on eelpool rõhutanud vajadust saavutada ICO-de osas mingi konsensus ka rahvusvahelisel tasandil, ei ole mõistlik antud juhul seadusloome pikkade menetluste tõttu oodata rahvusvahelist regulatsiooni, vaid välja tuleks töötada Eestis eriseadus ICO-de reguleerimiseks.

Üks võimalik lahendus on ka VPTS-i täiendada eraldi ICO-sid reguleeriva peatükiga. Sarnaselt on probleem lahendatud mitmepoolsete kauplemissüsteemide ja organiseeritud kauplemissüsteemide puhul, mida reguleerib VPTS peatükk 18¹, mis viitab suures osas juba VPTS-s olemasolevatele sätetele, kuid selle erinevusega, et mitte kõik VPTS-s sisalduvad sätteid ei kohaldu mitmepoolsetele ja organiseeritud kauplemissüsteemidele.

Lisaks tekib küsimus järelevalve vajalikkuse üle ICO-de puhul. Kuivõrd ICO-de puhul ei ole väärtpaberiturule omast kolmnurksuhet – börs/kauplemissüsteem, emitent ja investor – siis tekib küsimus, kas börsi/kauplemissüsteemi puudumine toob endaga kaasa täiendava järelevalve vajaduse või vastupidi, järelevalve ICO-de puhul peaks olema nõrgem kui väärtpaberituru korral.

Esimese alternatiivi poolt räägib asjaolu, et kuivõrd börs/kauplemissüsteem teostab ise ka teatud järelevalvet tema poolt pakutavas süsteemis kauplejatele ja emitentidele, siis sellise täiendava kontrolli puudumine on põhjuseks, miks tuleks ICO-de puhul sätestada rangem riiklik järelevalve. Teiselt poolt on ICO-de puhul tegemist kahe isiku vahelise suhtega, millesse pooled astuvad vabatahtlikult ning mille sisu lepivad pooled kokku üksteisele otse tahteavalduste tegemisega. Samuti peaks olema plokiahela ja *smart contract*'ide kasutamise eesmärk see, et täiendavat järelevalvet turul toimuva üle vaja ei oleks, sest investorite õiguste kaitse efektiivsus sõltub otsesest arvutiprogrammist, mida kolmandad isikud mõjutada ei saa.

Kogu ICO-de praktika ning tavade väljakujunemine on alles algusjärgus ning seetõttu leiab autor, et esialgselt tuleks ICO-de üle järelevalve teostamise pädevus anda Finantsinspeksioonile nagu seda on tehtud väärtpaberituru puhul (VPTS § 8) ning praktika õiges suunas mõjutamise tõttu peaks esialgne Finantsinspeksiooni järelevalve olema ulatuslik – kontrollida tuleks võimalikult paljude ICO-de korraldamise protsesse, nende vastavust nõuetele ning märgatud kitsaskohad edastada seadusandjale ja ka teavitada nendest avalikkust. Selliselt on võimalik kujundada Eestis läbipaistev õiguspraktika ICO-dega seoses ning meelitada Eestisse äriühinguid ja ka välisinvestoreid.

KOKKUVÕTE

ICO-sid korraldavate äriühingute arv kasvab igapäevaselt ning Eesti on ICO-sid korraldavate äriühingute jaoks üks potentsiaalsetest riikidest, kus ICO-t läbi viia. Eesti maine e-riigina on paljudele tehnoloogia huvilistele teada. ICO-de reguleerimisel ei ole Eesti aga eeskujuks teistele riikidele.

Magistritöös on tõstatatud küsimus, kas ICO-de puhul on tegemist pangandus- või kapitalituru osaga, kolmanda finantsturu liigiga või üldsegi finantsturu välise elemendiga. Autor on analüüsi tulemusel jõudnud järeldusele, tegemist on kapitalituru osaga, sest ICO-d oma olemuselt sarnanevad kapitaliturule ning seetõttu peaks olema tagatud ka investoritele taoline kaitse nagu ka kapitaliturul osalejatele.

Traditsiooniliste investeerimisviiside ning väärtpaberitega kauplemise regulatsioonid ei sobi aga oma olemuselt ICO-de korraldamise reguleerimiseks. Esiteks ei täida üldjuhul ICO-de käigus väljastatavad *token*'id eriseadustes sätestatud eeldusi, mille alusel oleks võimalik *token*'id finantsturu instrumentideks kvalifitseerida. Teiseks, isegi juhul, kui *token*'ite kvalifitseerimise eeldused finantsturu instrumentidena on täidetud, ei sobi kehtiv õigus ICO-de reguleerimiseks, kuna see ei arvesta ICO-de eripärasid.

Äriühingud väldivad *token*'i väärtpaberiks kvalifitseerimist seeläbi, et *token*'i puhul välistatakse üks kahest põhilisest väärtpaberiks kvalifitseerimise eeldusest – kas vabalt võõrandatavus või samaväärsus aktsiaga. Magistritöös on analüüsi tulemus jõutud järeldusele, et harva kvalifitseerub ICO-de korraldamisel äriühingu tegevus investeerimisfondi või krediitiasutuse tegevuseks. Seda eelkõige seetõttu, et kehtivad regulatsioonid eeldavad mõlemal juhul kolmnurksuhete tekkimist, mis ICO-de puhul tavapärase ei ole. Samuti ei ole ICO-sid korraldava ettevõtte puhul tegemist makseasutuse ega e-raha asutusega, kuna *token*'id ei ole magistritöö kirjutamise hetkel saavutanud piisavat likviidsust. *Token*'ite näol on tegemist instrumentidega, mida saab kasutada üksnes väga piiratud valiku kaupade või teenuste omandamiseks ning seetõttu ei ole MERAS § 4 lg 3 p 2 alusel ICO korraldamine makseteenus.

Magistritöö kirjutamise hetkel reguleerib ICO-de puhul äriühingu ja investori vahel tekkivaid õiguseid ja kohustusi enamasti võlaõigusseadus. Võttes arvesse aga ICO-de sarnanemist finantsturuga, ei sobi võlaõigusseadus ICO-de reguleerimiseks. Eelkõige ei sätesta võlaõigusseadus piisavaid nõudeid *white paper*'ile. Samuti on autor seisukohal, et lepingulisest suhtest tulenevate nõuete maksmapanek teise poole vastu on tulenevalt ICO-de riigipiiride sõltumatuses ning kohtutäituri võimaluste piiratuse tõttu raskendatud. Seetõttu tuleb ICO-sid korraldatavate äriühingute tegevuse üle teostada mingilgi määral järelevalvet riiklikul tasandil ning ICO-de puhul ei saa olla tegemist üksnes eraõigusliku suhtega, millele kohaldub peaaegu piiramatult privaatautonomia põhimõte.

Nii nagu traditsioonilise kapitali kaasamise puhul, vajavad ka ICO-de puhul investorid kaitset. Praeguste regulatsioonide alusel ICO-de käigus *token*'ite ostjatele finantsturuga võrreldav kaitse tagatud ei ole. Eelkõige on investorite huviks vajaliku teabe avalikustamine äriühingu poolt, et investor saaks teha teadliku otsuse ning mõistaks investeerides kõiki kaasnevaid riske. Samal põhjusel arenes ka traditsioonilisel kapitaliturul välja investorite kaitse põhimõte. ICO-de puhul ei ole riigid veel ühest seisukohta võtnud, kas ICO-sid tuleks samamoodi käsitleda ja sama karmidele reeglitele allutada kui seda on tehtud väärtpaberituru puhul, kuid samas kõik riigid on nentunud vajadust investoreid kaitsta.

Käesolevas magistritöös püstitatud hüpoteesid leidsid kinnitust. Tulenevalt *token*'itest saadavatest õigustest võib *token* kvalifitseeruda väärtpaberiks juhul, kui *token* on vabalt võõrandatav ja annab selle omandajale õiguse osale äriühingu kasumist. Üks oluline kriteerium, mida tuleks lisaks *token*'it kvalifitseerides väärtpaberiks arvestada, on see, kas *token*'i väljastamisel tekitatakse investoril ootus äriühingu tegevuse edu korral saada oma investeering mitmekordselt tagasi. Sellise ootuse tekitamine viitab sellele, et tegemist on väärtpaberiga VPTS § 2 lg 1 p 1 kohaselt. *Token*'i kvalifitseerumisel väärtpaberiks kohaldub ICO-de korraldamisele väärtpaberituruseadus.

Samuti leidis kinnitust magistritöös püstitatud teine hüpotees – kehtiva õiguse kohaselt ei ole enamasti *token*'i omanikele tagatud piisav investori kaitse, kuna *token* ei kvalifitseeru finantsturu instrumendiks, mis sellise kaitse *token*'i omajale annaks. Selline kaitse tuleb aga investorile vähemalt miinimumulatuses tagada. Samas ei toeta autor praeguste rangete kapitalituru reeglite kohaldamist ICO-dele, kuivõrd selliste ulatuslike kohustuste panemine ICO-t korraldavale

äriühingule takistaks oluliselt ICO-de ja ka üldisemalt plokiahela arengut. Samas on tegemist tehnoloogiatega, mille arendamisel on võimalik saavutada ühiskonna jaoks palju uudseid ja olulisi lahendusi (näiteks meditsiiniandmete kättesaadavuse tagamine).

ICO-de reguleerimiseks tuleks välja töötada eriregulatsioon selliselt, et oleks tagatud piisav investorite kaitse. Samas peab seadusandja uue regulatsiooni väljatöötamisel silmas pidama seda, et ICO-de lühike ajalugu, kuid üha kasvav populaarsus näitab selgelt seda, et investorid ei pea vajalikuks nii ulatusliku kaitse olemasolu, kui neile on tagatud finantsturu instrumentide regulatsioonidega. Investorid on nõus võtma suuremaid riske ning seetõttu peaks seadusandja neil ka võimaldama seda teha. Vaieldamatu on see, et ühtlustamist seaduse tasandil vajab *white paper*'is sisalduv informatsioon, kuid *white paper*'i regulatsioon ei tohi muutuda nii detailseks ja rangeks, kui seda on prospekti reguleerivad õigusaktid, kuivõrd tegemist on alles alustavate äriühingutega, millel ei ole võimalik anda samaväärset informatsiooni nagu prospekti reguleerivad õigusaktid nõuavad. Seadusandja ei tohiks seada barjääre tehnoloogia arengust tulenevatele võimalustele.

QUALIFICATION OF TOKENS PURSUANT TO ESTONIAN LEGISLATION AND VALID LEGISLATION SUITABILITY FOR REGULATING ICOS

Following the rapid growth of technology as well as the availability of internet in the 21st century it is fair to say that law has had trouble keeping up with these developments. For example, the Bitcoin phenomena has driven the need for legal classification, a thorough analysis has been called for and in turn has caused many fragmentations to the financial market.

By now the blockchain technology which Bitcoin is based on has evolved and the market place is being taken over by ICO (Initial Coin Offering). To put it simply in an ICO cryptocurrency is sold to investors in the form of "tokens" based on blockchain technology. When it comes to regulations concerning ICO then even the responsible counterparts are not fully confident in which jurisdiction they should fall in.

Twenty two ICOs were carried out in 2017 under the jurisdiction of the Estonian law. That also made Estonia 4th in the world. Estonian legislative and executive powers have not taken any steps towards regulating ICOs and are in the belief that ICOs are regulated with the current law and will fall in the frames of a certain regulation depending on the nature of the tokens. A discussion over whether a special regulation for ICOs is needed has been started.

The purpose of this master's thesis is to investigate and understand the regulations that apply to ICOs registered in Estonia. In order to do that, author analysed relevant Estonian and European Union legislations, analyses, opinions and published work by the financial offices and supervisory authorities and white papers that were disclosed by Estonian companies. The author also analysed if it would be reasonable to develop new regulations for ICOs or confirm that the current regulations and laws are adequate.

The hypothesis of this master's thesis are:

1. Estonian (Including the European Union) current laws state that tokens (which are freely transferable and give the right to a part of the profit) sold through ICOs qualify as stock;
2. Estonian (Including the European Union) current legislation does not protect all investors because not all tokens qualify as finance instruments (which investors are fully protected with);
3. Estonian (Including the European Union) current laws are not applicable to regulate ICOs and there should be special regulations for ICOs

According to the analysis this master's thesis is divided into three. The first paragraph is more general but necessary to understand the second and the third paragraph. In the second part of this thesis the author focuses on determining the applicable laws and the rights as well the associated risks to investors arising from tokens. In the third paragraph the author analyses the possible regulations that apply to ICOs and if it is possible to ensure the protection needed for the investors and if it is sufficient. The author also analyses if it is necessary to set up National Law's or regulations.

The question raised in this master's thesis was that if tokens are financial instruments and ICOs part of the financial market. The author has concluded in their analysis that it is a part of the financial market because ICOs in their core resemble the capital market. As such there investors should be provided with the same protection as the investors in the capital market.

Author analyses potential qualifications for tokens and applicable laws for companies that arrange ICOs. Mainly, the master's thesis focus on financial market regulations such as Securitites Market Act, Investment Funds Act, Credit Institutions Act and Payment Institutions and E-money Institutions Act. In case tokens does not fall under any of the aforementioned regulations, ICOs are regulated by the private law acts, which the most important is the Law of Obligations Act that establishes the party's rights and obligations arising from the contract.

Author analyses are tokens securities in the meaning of the Securities Market Act. In order to token qualify as security, token has to have at least two main characteristics – it must be transferred on the basis of at least unilateral expression of will and it must be similar tradable right as a share. Pursuant to Estonian law most of tokens do not qualify as securities because ordinarily tokens do not fulfil both criterions. That means only a small part of token buyers have the protection that is provided in the Securities Market Act.

Furthermore, most of tokens do not qualify as a share of investment fund neither it is possible to qualify the company that arrange ICOs as a credit institutions. Both, Investment Funds Act and Credit Institutions Act concentrate on triangular relationship, but making it possible to transfer assets without intermediary is the peculiarity of ICOs and blockchain. So those act do not take into account ICOs speciality, hence most of ICOs do not fall under those regulations.

In addition, tokens also do not qualify as a payment instrument or e-money. Tokens do not have the characteristics that are inherent to fiat money. In addition, tokens are not liquid and tokens can only be used for the acquisition of a very limited selection of goods or services. Therefore tokens are not a payment instrument or e-money pursuant to Estonian law.

Consequently, the main regulation for ICOs is the legislation of the Law of Obligations Act. However, taking into account the resemblance of ICOs to the finance market, the Law of Obligations is not suitable to regulate ICOs. Mainly because the Law of Obligations does not provide enough claims on white paper and therefore does not provide sufficient protection for investors. The author believes that ICOs should not be regulated by private law because of unrestricted private autonomy principle is not appropriate to regulate the obligations between parties during ICO due to an unequal positions of companies and investors. Investors are clearly in weaker position and need protection.

The hypotheses stated in this master's thesis are conclusive. According to the rights received with tokens it can qualify as stock if the token is freely transferable and gives the owner of the token right to get a cut from the business profit. The second hypothesis stated that according to the current

laws the owners of tokens do not have an adequate investor protection because token does not qualify as a finance market instrument. That kind of protection should be provided to the investor at least in minimum.

However, even if the aforementioned acts apply to ICOs the author does not agree with the strict financial market laws being implemented on ICOs and the companies because it would hinder the development of the blockchain and ICOs. For example, if token qualify as a security then the company has to dispose a prospectus that must include detailed information about company, company's business plan etc. It is strictly regulated which kind of information a prospectus has to offer. Companies that arrange ICOs usually have not started their activity before ICOs. Because of that those companies can not offer a prospectus that fulfils the purpose of prospectus. Therefore this regulation is not reasonable for ICOs. Similar problem arise from other regulations – nor are the Investment Funds Act, Credit Institutions Act or Payment Institutions and E-money Institutions Act suitable to regulate ICOs. Overall, it is questionable is the regulation for financial market reasonable at all or it is over regulated.

All in all, the traditional financial market regulations are not applicable and suitable to regulate ICOs, but like with traditional financial market investors ICOs need the same amount of protection. With current regulations investor protection is mostly based on the regulations of consumer protection that is provided by the Law of Obligations, but it does not take into account the speciality of ICOs. The main interest of investors is the transparency of the companies so the investors can make a deliberate decision knowing all the risks. The consumer protection regulations focus on guaranteeing the balance between the consumer and party who is engaged in economic and professional activities.

To regulate ICOs there should be special regulations to ensure sufficient investor protection. Although the legislator has to consider a number of elements while developing new regulations: a) the history of ICOs is short and its growing popularity shows that investors do not need as much protection as the finance market regulations give them; b) investors are willing to take more risks and the legislator should allow them to do so. It is undeniable that one of the regulation that needs

to be unified is the one applying to white paper and the information in it but the white paper regulations should not be too detailed and strict as are the regulations on prospect acts. The legislator should not put up barriers to counteract the development of technology.

KASUTATUD KIRJANDUS

1. 2013 to 2017: Comparing Bitcoin's Biggest Price Rallies. Coindesk. 07.01.2017. Arvutivõrgus: <https://www.coindesk.com/2013-today-comparing-bitcoins-biggest-rallies/>, 15.02.2018.
2. A. Bal. Stateless Virtual Money in Tax System. – European Taxation, nr 7 2013. Arvutivõrgus: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2298537, 27.02.2018.
3. A. Dolce. Guide to Cryptocurrency Wallets: Why Do You Need Wallets? Arvutivõrgus: <https://masterthecrypto.com/guide-to-cryptocurrency-wallets/>, 12.02.2018.
4. A. Marshall. ICO, Explained. – Cointelegraph 07.03.2017. Arvutivõrgus: <https://cointelegraph.com/explained/ico-explained>, 17.02.2018.
5. A. Tinianow, C. Long. Delaware Blockchain Initiative: Transforming the Foundational Infrastructure of Corporate Finance. Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 16.03. 2017. Arvutivõrgus: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/03/16/delaware-blockchain-initiative-transforming-the-foundational-infrastructure-of-corporate-finance/>, 15.01.2018.
6. A. Wan. Why Your Initial Coin Offering Is Probably Regulated By Securities Law. – Crowdfund Insider 06.03.2017. Arvutivõrgus: <https://www.crowdfundinsider.com/2017/03/96598-initial-coin-offering-probably-regulated-securities-law/>, 24.02.2018.
7. A. Veerpalu, N. Demchuk. ICOD Eestis – kas regulatsioon tulekul? – ITuudised, 15.03.2018. Arvutivõrgus: <http://www.ituudised.ee/uudised/2018/03/15/icod-eestis--kas-eriregulatsioon-tulekul>, 24.03.2018.
8. Ameerika Ühendriikide Väärtpaberite ja Börsitehingute Komisjon. Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO. Realease no. 81207, 25.07.2017. Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>, 20.02.2018.
9. Ameerika Ühendriikide Väärtpaberite ja Börsitehingute Komisjon. SEC Exposes Two Initial Coin Offerings Purportedly Backed by Real Estate and Diamonds. Washington D. C.: 29.07.2017. Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-185-0>, 18.02.2018.
10. Asjaõigusseadus II. Komm vlj. Tallinn: Juura 2014.

11. B. P. Eha. Blockchain tokens may be the future of finance – if regulators allow it. – American Banker 28.07.2017.
12. Battenwood. Initial Coin Offering means investor caution obligatory. – The Economist. 26.09.2017.
13. C. Hoenes, J. Barbie, B. Scheres. Acebusters. A decentralized poker platform on the Ethereum blockchain. Arvutivõrgus: https://www.acebusters.com/files/acebusters_whitepaper.pdf, 02.03.2018.
14. Chambers & TEA. Suur inglise-eesti seletav sõnaraamatu – SIESS. Tallinn: TEA Kirjastus 2000.
15. CryptoFinance OÜ. Coinloan: loans secured by cryptoassets. White paper version 0.2. Arvutivõrgus: https://d22bh5hnp3xpt1.cloudfront.net/CoinLoan_WhitePaper_v0.1.pdf, 18.03.2018.
16. D. A. Zetzche jt. The ICO Gold Rush: It's a scam, it's a bubble, it's a super challenge for regulators. Luxembourg: University of Luxembourg 16.02.2018.
17. D. L. K. Chuen. Handbook of Digital Currency: Bitcoin, Innovation, Financial Instruments, and Big Data. Academic Press 2016. (Viidatud: D. L. K. Chuen, R. Deng. Handbook of Blockchain, Digital Finance, and Inclusion, Volume 1. Cryptocurrency, FinTech, InsurTech, and Regulation. Academic Press 2017).
18. E. Kirby, S. Worner. International Organization of Securities Commissions. Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast. Staff Working Paper of the IOSCO Research Department. 2014. Arvutivõrgus: <http://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>, 12.01.2018.
19. Eesti väärtpaperite keskregistri seaduse muutmise ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seaduse eelnõu nr 428 SE seletuskiri.
20. Ernst & Young Baltic AS. Big risks in ICO market: Flawed token valuations, unclear regulations, heightened hacker attention and congested networks. 17.01.2018. Arvutivõrgus: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Big_Risks_in_ICO_market/\\$FILE/1801-2546596%20ICO%20market%20infographic%20v11_SCORE%20Approved_FINAL_JAN%2017%202018.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Big_Risks_in_ICO_market/$FILE/1801-2546596%20ICO%20market%20infographic%20v11_SCORE%20Approved_FINAL_JAN%2017%202018.pdf), 01.02.2018.
21. Ethereum Price kodulehekülg. Arvutivõrgus: <http://www.ethprice.com/>, 16.02.2018.

22. Euroopa Keskpank. Virtual currency schemes – a further analysis. Veebruar 2015.
Arvutivõrgus: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemesen.pdf>,
27.02.2018.
23. Euroopa Komisjon. Green Paper. Buliding a Capital Markets Union. Brussels: 18.02.2015.
Arvutivõrgus: http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper_en.pdf, 23.03.2018.
24. Euroopa Komisjon. Crowdfunding in Europe. Introduction and state of play. Brussels: 2017.
Arvutivõrgus: [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/595882/EPRS_BRI\(2017\)595882_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/595882/EPRS_BRI(2017)595882_EN.pdf), 23.02.2018.
25. European Komisjon. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business. Brussels: 08.03.2018.
26. Euroopa Komisjon. Your questions on MiFID. Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC and implementing measures. Questions and answers. 31.10.2008. Arvutivõrgus: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf,
13.03.2018.
27. Euroopa Pangandusjärelevalve. Report to the European Comission on the perimeter of credit institutions established in the Member States. 27.11.2014. Arvutivõrgus: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/534414/2014+11+27+-+EBA+Report+-+Credit+institutions.pdf>, 02.01.2018.
28. Euroopa Väärtpaberituru Järelevalve Asutus. ESMA highlights ICO risks for investors and firms. 13. 11.2017. Arvutivõrgus: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-highlights-ico-risks-investors-and-firms>, 16.02.2018.
29. Euroopa Väärtpaberituru Järelevalve Asutus. Final report: Guidelines on key concepts of the AIFMD. 24.05.2013. Arvutivõrgus: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-600_final_report_on_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_0.pdf, 13.03.2018.
30. Euroopa Väärtpaberituru Järelevalve Asutus. Guidelines. Guidelines on key concepts of the AIFMD. 13.08.2013. Arvutivõrgus: https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/2015/11/2013-611_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_-_en.pdf, 02.03.2018.

31. Euroopa Väärtpaberituru Järelevalve Asutus. ESMA alerts firms in *Initial Coin Offerings* (ICOs) to the need to meet relevant regulatory requirements. 13.11.2017. Arvutivõrgus: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-828_ico_statement_firms.pdf, 13.03.2018.
32. Euroopa Väärtpaberituru Järelevalve Asutus. ESMA alerts investors to the high risks of *Initial Coin Offerings* (ICOs). 13.11.2017. Arvutivõrgus: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-829_ico_statement_investors.pdf, 16.02.2018.
33. Euroopa Väärtpaberituru Järelevalveasutuste Komitee. CESR's Advice on Clarification of Definitions concerning Eligible Assets for Investments of UCITS. Consultation Paper. Märts 2005. Arvutivõrgus: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/05_064b.pdf, 12.03.2018.
34. Euroopa Ühisrahasutuse Võrk. Review of Crowdfunding Regulation 2017: Interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel. Brussels: 2017, lk 185-187. Arvutivõrgus: http://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2017/10/ECN_Review_of_Crowdfunding_Regulation_2017.pdf, 19.02.2018.
35. F. H. C. Mazando. The Taxonomy of Global Securities: is the U.S Definition of Security too Broad? – Northwestern Journal of Internation Law & Business. Fall 2012, vol 33 Issue 1, lk 121-197.
36. F. Yiannas. Beyond Bitcoin: Emerging Applications for Blockchain Technology. 24.02.2018. Arvutivõrgus: <http://docs.house.gov/meetings/SY/SY21/20180214/106862/HHRG-115-SY21-Wstate-YiannasF-20180214.pdf>, 02.03.2018.
37. FinanceEstonia, Advokaadibüroo Deloitte Legal OÜ. Ühisrahasutuse Hea Tava. Arvutivõrgus: <http://www.financeestonia.eu/wp-content/uploads/2016/02/%C3%9Chisrahasutuse-Hea-Tava.pdf>, 13.02.2018.
38. Finantsinspektsioon. Algatus ühisrahasutuse reguleerimiseks. Arvutivõrgus: https://www.fi.ee/public/2016_09_Uhisrahasutuse_seaduse_eelnou.pdf, 02.02.2018.
39. Finantsinspektsioon. Eestis tegevusloa alusel tegutsevad krediidiasutused. Arvutivõrgus: <https://www.fi.ee/index.php?id=287>, 04.02.2018.

40. Finantsinspeksioon. Finantsinspeksiooni kommentaarid investeerimisfondide seaduse eelnõule. 20.04.2016. Arvutivõrgus: https://www.koda.ee/sites/default/files/content-type/content/2017-03/20160422_IFS_MT_FI.pdf, 03.02.2018.
41. Finantsinspeksioon. Finantsinspeksiooni selgitused initial coin offering ehk ICO õigusliku staatuse kohta. 12.09.2017. Arvutivõrgus: <http://www.fi.ee/index.php?id=21667>, 13.01.2018.
42. Finantsinspeksioon. ICO – millele tähelepanu pöörata? Arvutivõrgus: <https://www.fi.ee/index.php?id=21382>, 25.03.2018.
43. Finantsinspeksioon. Teave krüptorahaga kauplejatele ja ICO korraldajatele. Arvutivõrgus: <http://www.fi.ee/index.php?id=22563>, 26.03.2018.
44. Finantsinspeksioon. Välisriikide krediidiastutuste filiaalid. Arvutivõrgus: <https://www.fi.ee/index.php?id=537>, 01.04.2018.
45. FINMA. Guidelines for enquiries the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs). 16.02.2018. Arvutivõrgus: <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>, 24.02.2018.
46. FINMA. FINMA guidelines regarding Initial Coin Offerings. 19.02.2018. Arvutivõrgus: http://www.homburger.ch/fileadmin/publications/Homburger_Bulletin_20180219_EN.PDF, 25.02.2018.
47. FINMA. FINMA closes down coin providers and issues warning about fake cryptocurrencies. 19.09.2017. Arvutivõrgus: <https://www.finma.ch/en/news/2017/09/20170919-mm-coin-anbieter/>, 18.02.2018.
48. FINMA. FINMA publishes ICO guidelines. 16.02.2018. Arvutivõrgus: <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>, 20.02.2018.
49. G. D. Vinter. Project Finance. Third Edition. London: Sweet & Maxwell 2006.
50. GrowdWiz OÜ. Whitepaper GrowdWiz Investing liberated. Arvutivõrgus: <https://crowdwiz.io/docs/whitepaper-en-1507561917.pdf>, 23.03.2018.
51. I. Bashir. Mastering Blockchain. United Kingdom: Pact Publishing Ltd 2017.
52. ICObench kodulehekülg. Arvutivõrgus: <https://icobench.com/icos>, 18.02.2018.
53. Investeerimisfondide seaduse eelnõu nr 297 SE seletuskiri.
54. J. Brito, A. Castillo. Bitcoin: A Primer for Policymakers. George Mason University: Mercatus Center 2013.

55. J. Harasim, M. Klimontowicz. Regulations as a tool to increase consumer protection on the European retail payment market. – Journal of Economics and Management. University of Economics in Katowice. 18.01.2018.
56. J. Slayton. Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings. 11.12.2017. Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11>, 23.02.2018.
57. Joint Economic Committee. Congress of the United States. 2018 Economic Report of the President. Washington: 2018. Arvutivõrgus: <https://www.congress.gov/115/crpt/hrpt596/CRPT-115hrpt596.pdf>, 13.01.2018.
58. Joint Economic Committee. Congress of the United States. Lowering Health Care Costs & Future of Blockchain Technology. Arvutivõrgus: <https://www.jec.senate.gov/public/index.cfm/republicans/2017/8/episode-1>, 18.02.2018.
59. K. Christidis, M. Devetsikiotis. Blockchains and Smart Contract for the Internet of Things. 03.06.2016. Arvutivõrgus: <http://ieeexplore.ieee.org/stamp/stamp.jsp?tp=&arnumber=7467408>, 12.02.2018.
60. K. Hänni, K. Kapital. Väärtpaberite teejuht. Tallinna Raamatutrükikoda: Tallinn 2008
61. K. Kolk. Investorkaitse ulatuse määratlemine kapitali kaasamisel investeerimispõhise ühisraha tehingutes. Tartu Ülikool, magistratöö. Tallinn: 2017.
62. K. Roose. Is There a Cryptocurrency Bubble? Just Ask Doge. – The New York Times 15.09.2017.
63. K. Saare jt. Ühinguõigus I. Tallinn: Juura 2015.
64. Krediidiasutuste seaduse eelnõu nr 1070 SE seletuskiri.
65. M. Dell'Erba. Initial Coin Offerings. A Primer. New York University (NYU), School of Law 07.07.2017.
66. M. Mark jt. Eesti pangandusõiguse alused. Õpik õigus- ja majandusteaduskonna üliõpilastele. Juura: Tallinn 2003.
67. M. Ross, A. Ramonas, L. Beyoud. The SEC Man Cometh for ICO Attorneys. – Bloomberg Law, 05.02.2018. Arvutivõrgus: <https://biglawbusiness.com/the-sec-man-cometh-for-ico-attorneys/>, 18.02.2018.
68. Makseasutuste ja e-raha asutuste seaduse eelnõu nr 610 SE seletuskiri.
69. Monetary Authority of Singapore. Fintech Regulatory Sandbox Guidelines. November 2016. Arvutivõrgus:

<http://www.mas.gov.sg/~media/Smart%20Financial%20Centre/Sandbox/FinTech%20Regulatory%20Sandbox%20Guidelines%2019Feb2018.pdf>, 13.02.2018.

70. N. Nikov jt. The Fabric Token (FT) Ecosystem. High-Level Development & Management of Smart Contracts. 25.11.2017. Arvutivõrgus: <https://fabrictoken.io/media/Fabric-Token-Ecosystem-White-Paper-EN.pdf>, 14.03.2018.
71. Omni Layer kodulehekülg. Arvutivõrgus: <https://www.omnilayer.org/>, 18.02.2018.
72. P. Kalamees jt. Lepinguõigus. Tallinn: Juura 2017.
73. Polybius Foundation OÜ. Polybius Prospectus. A Project of a Regulated Bank for the Digital Generation. Arvutivõrgus: <https://polybius.io/media/prospectus.pdf>, 23.02.2018.
74. Prudential requirements for credit institutions and investment firms. 07.10.2015 Arvutivõrgus: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/LSU/?uri=celex:32013R0575>, 02.02.2018.
75. Quantum Group OÜ. Terms and Conditions. Arvutivõrgus: <https://ico.paquarium.com/wp-content/uploads/2017/06/Terms-and-Conditions.pdf>, 02.03.2018.
76. Quantum Group OÜ. White Paper. Paquarium tokens: Because at the end of the day we're all fishes in the one big pond: World! Arvutivõrgus: <https://ico.paquarium.com/wp-content/uploads/2017/06/White-Paper.pdf>, 20.02.2018.
77. R. Hof. Why initial coin offerings are exploding – and how companies can avoid the landmines. – SiliconANGLE 25.08.2017. Arvutivõrgus: <https://siliconangle.com/blog/2017/08/25/initial-coin-offerings-exploding-companies-can-avoid-landmines/>, 17.01.2018.
78. R. Leckow. Virtual Currencies: The Regulatory Challenges. ESCB Legal Conference 2016. Arvutivõrgus: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/escblegalconference2016_201702.en.pdf, 20.01.2018.
79. R. O'Shields. Smart Contracts: Legal Agreements for the Blockchain. North Carolina Bankink Institute. Volume 21. University of North Carolina School of Law.
80. Rahapesu ja terrorismi rahastamise tõkestamise seadus 459 SE.
81. S. Bian jt. IcoRating: A Deep-Learning System for Scam ICO Identification. 08.03.2018. Arvutivõrgus: <https://arxiv.org/pdf/1803.03670.pdf>, 27.03.2018.
82. S. Foley, J. R. Karlsen, T. J. Putninš. Sex, drugs and bitcoin: How much illegal activity is financed through cryptocurrencies? Jaanuar 2018.

83. S. L. Schwatz. Regulating Financial Change: A Functional Approach. Minnesota Law Review: aprill 2016.
84. S. M. Maloney. What is a Common Enterprise – A Question of Legislative Intent. 11 Miss. C. L. Rev. 125.
85. S. Voshmgir. Blockchains, Smart Contracts und das Dezentrale Web. Berlin: TEchnologie Stiftung, 2016. Arvutivõrgus: https://www.technologiestiftung-berlin.de/fileadmin/daten/media/publikationen/170130_BlockchainStudie.pdf, 12.02.2018.
86. The Law Library of Congress. Regulation of Bitcoin in Selected Jurisdiction. Global Legal Research Center, jaanuar 2014. Arvutivõrgus: <https://www.loc.gov/law/help/bitcoin-survey/regulation-of-bitcoin.pdf>, 13.01.2018.
87. The Second Bitcoin Whitepaper. Arvutivõrgus: <https://bravenewcoin.com/assets/Whitepapers/2ndBitcoinWhitepaper.pdf>, 18.02.2018.
88. U. Andressoo. Eesti rahvusvaheliseks ICO keskuseks. – Äripäev 25.02.2018.
89. U. W. Chohan. Initial Coin Offerings (ICOs): Risks, Regulation, and Accountability. Wales: Canberra 30.11.2017.
90. Võlaõigusseadus I. Komm. vlj. 2. vlj. Tallinn: Juura 2016.
91. Võlaõigusseadus III. Komm vlj. Tallinn: Juura 2009.
92. Võlaõigusseaduse ja tarbijakaitseaduse muutmise seaduse eelnõu nr 505 SE seletuskiri.
93. Väärtpaberituru seadus. Vabariigi Valitsus 22.04.1993 145 SE. – <https://www.riigikogu.ee/tegevus/eelnoud/eelnou/7ee6b5e0-b123-3710-a922-551b42b2f891/V%C3%A4%C3%A4rtpaberituru%20seadus>, 12.01.2018.
94. Väärtpaberituru seaduse ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seaduse eelnõu nr 507 SE seletuskiri.
95. ÜRO Peaassamblee. Tarbijakaitse juhised. 16.04.1985. Arvutivõrgus: <http://www.un.org/documents/ga/res/39/a39r248.htm>, 23.03.2018.

KASUTATUD ÕIGUSAKTID

96. Atmosfääriõhu kaitse seadus. – RT I, 30.12.2017, 26.
97. Euroopa Liidu toimimise lepingu konsolideeritud versioon. – ELTL C 326, 26.10.2012, lk 47-390.
98. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2007/64/EÜ, 13. november 2007, makseteenuste kohta siseturul ning direktiivide 97/7/EÜ, 2002/65/EÜ, 2005/60/EÜ ja 2006/48/EÜ muutmise ning direktiivi 97/5/EÜ kehtetuks tunnistamise kohta. – ELT L 319, 05.12.2007, lk 1-36.
99. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2009/65/EÜ, 13. juuli 2009, vabalt võõrandatavatesse väärtpaberitesse ühiseks investeringuks loodud ettevõtjaid (eurofondid) käsitlevate õigus- ja haldusnormide kooskõlastamise kohta (uuesti sõnastatud). – ELT L 302, 17.11.2009, lk 32-96.
100. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2011/61/EL, 8. juuni 2011, alternatiivsete investeerimisfondide valitsejate kohta. – ELT L 174, 1.7.2011, lk 1-73.
101. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2011/83/EL, 25. oktoober 2011, tarbija õiguste kohta, millega muudetakse nõukogu direktiivi 93/13/EMÜ ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 1999/44/EÜ ja millega tunnistatakse kehtetuks nõukogu direktiiv 85/577/EMÜ ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 97/7/EÜ. – ELT L 304, 22.11.2011, lk 64-88.
102. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/65/EL finantsturuinstrumentide turgude kohta. – ELT L 173, 12.06.2014, lk 349-496.
103. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv (EL) 2015/2366, 25. november 2015, makseteenuste kohta siseturul, direktiivide 2002/65/EÜ, 2009/110/EÜ ning 2013/36/EL ja määruse (EL) nr 1093/2010 muutmise ning direktiivi 2007/64/EÜ kehtetuks tunnistamise kohta. – ELT L 337, 23.12.2015, lk 35-127.
104. Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) 2017/1129, 14. juuni 2017, mis käsitleb väärtpaberite avalikul pakkumisel või reguleeritud turul kauplemisele võtmisel avaldatavat prospekti. – ELTL L 168, 30.6.2017, lk 12-82.
105. Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrusele (EL) nr 575/2013 krediidasutuste ja investeerimisühingute suhtes kohaldatavate usaldatavusnõuete kohta ja määruse (EL) nr 648/2013 muutmise kohta. – ELT L 176, 27.06.2013, lk 1-337.

106. Finantsinspektsiooni seadus. – RT I, 31.12.2017, 3.
107. Investeeringufondide seadus. – RT I, 30.12.2017, 28.
108. Komisjoni delegeeritud määrus (EL) 2017/565, 25. aprill 2016, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2014/65/EL seoses investeerimisühingute suhtes kohaldatavate organisatsiooniliste nõuete ja tegutsemistingimustega ning nimetatud direktiivi jaoks määratletud mõistetega. – ELT L 87, 31.03.2017, lk 1-83.
109. Krediidandjate ja -vahendajate seadus. – RT I, 26.06.2017, 1.
110. Krediidiasutuste seadus. – RT I 1999, 23, 349.
111. Krediidiasutuste seadus. – RT I, 30.12.2017, 31.
112. Makseasutuste ja e-raha asutuste seadus. – RT I, 07.12.2017, 3.
113. Nõuded prospektile ja välisriigi fondi kohta esitatavale lisateabele. – RT I, 22.02.2017, 24.
114. Rahapesu ja terrorismi rahastamise tõkestamise seadus. – RT I, 11.03.2016, 6.
115. Rahapesu ja terrorismi rahastamise tõkestamise seadus. – RT I, 17.11.2017, 38.
116. Tsiiviilseadustiku üldosa seadus. – RT I, 20.04.2017, 21.
117. Täitemenetluse seadustik. – RT I, 03.04.2018, 24.
118. Töölepingu seadus. – RT I, 28.12.2017, 43.
119. Võlaõigusseadus. – RT I, 31.12.2018, 8.
120. Väärtpaberite registri pidamise seadus. – RT I, 30.12.2017, 33
121. Väärtpaberituruseadus. – RT I, 30.12.2017, 43.
122. Äriseadustik. – RT I, 17.11.2017, 22.

KASUTATUD KOHTUPRAKTIKA

123. USA Ülemkohus. SEC v. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946).
124. EK C-464/12, *ATP PensionService A/S vs. Skatteministeriet*, eelotsusetaotlus.
125. EIKo 63066/14, 64297/14 ja 66106/14, *Mamatas ja teised vs Kreeka*.
126. RKTKo 3-2-1-39-15.
127. RKHKo 3-3-1-75-15.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Kadi Saluste,

(sünnikuupäev: 18.01.1995)

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose „Token’ite kvalifitseerimine Eesti õiguse alusel ning kehtiva õiguse sobivus ICO-de reguleerimisel“,

mille juhendaja on Villu Kõve,

- 1.1.reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
- 1.2.üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace’i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus, 23.04.2018