

TARTU ÜLIKOOL
ÕIGUSTEADUSKOND
Avaliku õiguse osakond

Johann Zeiger

**KRÜPTOVARADE ÕIGUSLIK KVALIFITSEERIMINE EUROOPA
LIIDU FINANTSÕIGUSES NING NENDE PIIRITLEMINE
FINANTSINSTRUMENTIDEST**

Magistritöö

Juhendaja:

Prof. Aleksei Kelli,

Kaasjuhendaja:

Mag. iur. Siim Tammer

Tallinn

2026

SISUKORD

SISSEJUHATUS.....	3
1. Krüptovara kui nähtus.....	7
1.1. Krüptovarade kujunemine.....	7
1.2. Krüptovarade funktsionaalne olemus	8
1.3. Hajusraamatu tehnoloogia kui krüptovara alus.....	9
2. Krüptovarade regulatiivne käsitlus Euroopa Liidus	14
2.1. MiCA regulatiivne lähtekoht.....	15
2.2. Krüptovarade õiguslik kvalifitseerimine MiCA alusel	17
2.3. Stabiilsusmündid ehk <i>stablecoin</i> 'id	18
2.3.1. E-raha tokenid (EMT).....	20
2.3.2. Varapõhised tokenid (ART)	23
2.4. Muud krüptovarad kui ART-d ja EMT-d ning kasutustokenid.....	25
2.5. MiCA kohaldamisala välistused	27
2.5.1. NFT-d.....	28
2.5.2. Mitteülekantavad krüptovarad ja DeFi	29
3. Krüptovarade piiritlemine finantsinstrumentidest	31
3.1. Piiritlemise meetodiline raamistik	32
3.2. Vabalt võõrandatavate finantsinstrumentide piiritlemine	33
3.3. Rahaturuinstrumentide, investeerimisfondi osakute ja tuletisinstrumentide piiritlemine.....	37
3.4. DLT-põhised finantsinstrumendid, hübriidtokenid ja piiripealsed juhtumid	45
KOKKUVÕTE	51
LEGAL QUALIFICATION OF CRYPTO-ASSETS IN EUROPEAN UNION FINANCIAL LAW AND THEIR DELIMITATION FROM FINANCIAL INSTRUMENTS.....	56
KASUTATUD LÜHENDID	61
KASUTATUD ALLIKAD	62
LISAD.....	69

SISSEJUHATUS

Krüptovarade laialdane kasutuselevõtt ning kiire areng finantsturgudel on viimase kümnendi jooksul seadnud Euroopa Liidu finantsõigusele ette märkimisväärsed väljakutseid. Algselt tehnoloogilise innovatsioonina käsitletud krüptovarad on kujunenud majanduslikult arvestatavaks varaklassiks, mis leiavad kasutust nii maksevahenditena, investeerimisobjektidena kui ka erinevate tehnoloogiliste lahenduste alustena. Kõrge volatiilsus, lihtne kättesaadavus ning ulatuslik meediakajastus ja turunduslik nähtavus on teinud krüptovarad avalikkusele laialdaselt tuntuks. Samas ei ole krüptovarad kunagi sobitunud finantsõiguse traditsioonilisse raamistikku. Euroopa Liidu tasandil eksisteerisid riigid, nagu näiteks Prantsusmaa¹ ja Saksamaa², kes kohustasid krüptovarateenuse osutajaid omama nn traditsioonilisi finantsasutuste tegevuslube. Teisest küljest eksisteeris suur hulk riike, kes finantsõiguse vaatest piltlikult silma kinni pigistasid ning jätsid regulatsiooni Euroopa Liidu kujundada, nende hulgas ka Eesti.

Oluline murrang Euroopa Liidu õiguses seoses krüptovaradega saabus Euroopa Parlamendi ja Nõukogu 2023. aasta 31. mai määrusega 2023/1114³ (Markets in Crypto-Assets Regulation, edaspidi: MiCA), mis lõi esmakordselt ühtlustatud raamistiku krüptovarade emiteerimiseks, krüptovaratteenuste osutamiseks ning turukuritarvituste ennetamiseks krüptovaraturgudel. MiCA täielik kohaldumine alates 30. detsembrist 2024 ning e-raha tokenite ja varapõhiste tokenite erirežiimi kohaldumine alates 30. juunist 2024 rõhutab, et krüptovarade reguleerimine ei ole enam tulevikuperspektiiv, vaid praktiline õigusküsimus turuosalistele ja järelevalveasutustele.

Käesoleva magistritöö keskne uurimisprobleem seisneb MiCA piiratud kohaldamisalas. MiCA ei reguleeri krüptovarasid kõikehõlmavalt, vaid määratleb oma kohaldamisala osaliselt välistuste kaudu. MiCA ei kohaldu muu hulgas nendele krüptovaradele, mis kvalifitseeruvad

¹Lacroix, F.; Kouyaté, H.; d'Ormesson, P. France leads the way with a dedicated legal regime for digital assets and ICOs. – Clifford Chance Briefing, November 2019. – <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2019/07/france-leads-the-way-with-a-dedicated-legal-regime-for-digital-assets-and-icos.pdf> (03.03.2026).

²Meinert, M.; Stamm, H. German regulatory framework for market participants in crypto assets. – AIMA Journal Edition 129, 2022, lk 64–70.

<https://www.dechert.com/content/dam/dechert%20files/knowledge/publication/German-Regulatory-Framework-for-Market-Participants-in-Crypto-Assets.pdf> (03.03.2026).

³ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määrus (EL) 2023/1114, 31. mai 2023, mis käsitleb krüptovaraturge ning millega muudetakse määruseid (EL) nr 1093/2010 ja (EL) nr 1095/2010 ning direktiive 2013/36/EL ja (EL) 2019/1937.

finantsinstrumentidena direktiivi 2014/65/EL⁴ (MiFID II) tähenduses. Selline ülesehitus tähendab, et krüptovara või siis tokeni õigusliku režiimi määrab sageli mitte selle tehniline vorm, vaid instrumendi majanduslik ja õiguslik sisu ning sellest tulenev keskne kvalifikatsiooniküsimus: kas tegemist on krüptovaraga või MiFID II mõistes finantsinstrumendiga. MiCA-sisene süsteem eeldab seega endiselt liikmesriigipõhist kvalifitseerimist, mille ebaühtlane praktika oli juba enne MiCA-t üks peamisi põhjuseid, miks Euroopa Liidu tasandil peeti vajalikuks ühtlustatud lähenemist.

Teema aktuaalsust suurendab asjaolu, et krüptovarade ja finantsinstrumentide piiritlemine ei ole üksnes teoreetiline, vaid mõjutab otseselt turuosaliste kohustusi (näiteks teabe avalikustamine, tegevusload, klientide kaitsemehhanismid, turukuritarvituse reeglid) ning järelevalveasutuste pädevust. Seda kinnitab ka Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve (*European Securities and Markets Authority*, edaspidi: ESMA) roll. MiCA artikli 2 lõike 5 alusel on ESMA-le antud mandaat täpsustada tingimusi ja kriteeriume, mille alusel krüptovara kvalifitseerub finantsinstrumendiks, ning ESMA on selleks välja töötanud juhised, et tagada ühtlasem kohaldamine kogu Euroopa Liidus. See kinnitab, et kvalifitseerimisprobleem on Euroopa Liidu tasandil jätkuvalt elav ning vajab süstemaatilist analüüsi.

Lisaks Euroopa Liidu tasandile on teema aktuaalne ka Eesti õiguses. Eestis on krüptovaraturu osaliste reguleerimine liikunud rahapesu ja terrorismi rahastamise tõkestamise õigusaktide keskse loogika juurest finantsjärelevalvelise õigusliku raamistiku poole, kus MiCA kohaldamisega seotud kohustusi täpsustab siseriiklik seadusandlus. See muudab praktiliselt oluliseks selgitada, kuidas MiCA mõisted ja kategooriad suhestuvad varasema “virtuaalvääringu” käsitlusega ning milline on krüptovarade kvalifitseerimise loogika Eesti ja Euroopa Liidu õiguse koosmõjus. MiCA töötati välja ajal, mil krüptovarade suhtes puudus globaalselt ühtne regulatsioon. Selle väljatöötamisel loodeti nn Brüsseli efektile, kuid samal ajal kardeti, et Euroopa Liit võib end regulatsiooniga liigselt piirata.⁵

Käesoleva magistritöö eesmärk on selgitada krüptovarade õiguslikku kvalifitseerimist Euroopa Liidu finantsõiguses, keskendudes eeskätt MiCA-s sätestatud krüptovarade mõistele ja liigitustele ning krüptovarade piiritlemisele MiFID II tähenduses finantsinstrumentidest. Autor uurib, millistel õiguslikel kriteeriumidel ning levinud arusaamadatel põhineb eristamine, millised

⁴ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiivi 2002/92/EÜ ja direktiivi 2011/61/EL.

⁵ Lehmann, M. MiCAR – Gold Standard or Regulatory Poison for the Crypto Industry? EBI Working Paper Series 2024, no 160, lk 2.

probleemid ning piiripealsed juhtumid praktikas esinevad ning kas kehtiv regulatiivne raamistik on piisav õigusselguse ja turukindluse tagamiseks.

Krüptovarade ja finantsinstrumentide piiritlemine tekitab jätkuvalt tõlgenduslikke raskusi nii turuosalistele kui ka järelevalveasutustele. Krüptovaraturgude areng tekitab jätkuvalt küsimusi kehtiva õigusraamistiku piisavuse ja selle kohaldamise ühtsuse kohta.

Arvestades MiCA suhteliselt hiljutist kohaldumist, on selle süstemaatiline käsitlemine eestikeelses magistritööpraktikas seni piiratud. Tartu Ülikooli lõpetanud kolleeg on kirjutanud 2025. aastal magistritöö teemal „Krüptovara määratlus ja teabe avalikustamine investorkaitse meetmena MiCA määruses“⁶, mis põgusalt puudutab sarnaseid teematikaid. Lisaks on kirjutatud mõningaid magistritöid virtuaalväeringute teematikal enne MiCA määruse jõustumist.⁷

Töö autor on seadnud magistritööle kaks kesket uurimisküsimust:

- (1) Millistel õiguslikel kriteeriumidel eristab MiCA krüptovarialiike ning millistel alustel eristuvad need finantsinstrumentidest MiFID II mõistes;
- (2) Millistel juhtudel võivad krüptovarad samaaegselt vastata nii MiCA-s sätestatud krüptovaradele omastele tunnustele kui ka MiFID II-s kehtestatud finantsinstrumentide tunnustele.

Magistritöö metoodika tugineb primaarselt õigusdogmaatilisele analüüsile: töö autor uurib MiCA ja MiFID II normide sõnastust, süsteemi ja eesmärki ning neid täiendavaid tõlgendusallikaid, mis on kvalifitseerimispraktika kujundamisel olulised, näiteks ESMA ja Euroopa pangandusjärelevalve (*European Banking Authority*, edaspidi: EBA) varasemaid hinnanguid ja suuniseid krüptovarade regulatiivse kohalduvuse kohta. Krüptovarade ja finantsinstrumentide piiritlemisel lähtub autor metoodiliselt seejuures kolmest omavahel seotud analüütilisest lähtealusest: tokeniga seotud õigustest, tokeni majanduslikust funktsioonist ning nende tunnuste suhestumisest MiFID II finantsinstrumentide kategooriate ja MiCA regulatiivse süsteemiga. Võrdlusmomendi loomise eesmärgil on töös kasutatud Ameerika Ühendriikide värskeid juhiseid krüptovara klassifitseerimiseks USA turul. Analüüsis on oluline ka MiCA-eelne periood, mil krüptovarasid reguleeriti Euroopa Liidu tasandil primaarselt liikmesriigiti

⁶ Gutmann, P. D. Krüptovara määratlus ja teabe avalikustamine investorkaitse meetmena MiCA määruses. Magistritöö. Tartu: Tartu Ülikool 2025.

⁷ Ivan, K. Rahapesu virtuaalväeringutega ja selle tõkestamise meetmed. Magistritöö. Tartu: Tartu Ülikool 2022, Morel, T. Rahapesu bitcoin'idega. Magistritöö. Tartu: Tartu Ülikool 2016.

ning osaliselt vaid rahapesu tõkestamise regulatsioonide raamistikus. ESMA ja EBA märkisid juba enne MiCA vastuvõtmist, et osa krüptovaradest võib kvalifitseeruda MiFID II tähenduses finantsinstrumentideks, kuid olemasoleva liidu õiguse kohaldamine ei olnud selles valdkonnas alati selge ega ühetaoline, mistõttu süvendasid liikmesriikide erinevad regulatiivsed lähenemised siseturu killustumist.⁸

Töö on jaotatud kolmeks sisuliseks peatükiks. Esimeses peatükis avatakse krüptovara kui nähtuse ajalooline, majanduslik ja tehnoloogiline taust ning hajusraamatu tehnoloogia roll krüptovaradega suhestuvalt. Teises peatükis analüüsitakse krüptovarade regulatiivset käsitlust Euroopa Liidus, MiCA regulatsiooni kujunemise tagamaid, krüptovarade liigitust MiCA alusel ning MiCA kohaldamisalast väljajäävaid nähtusi. Kolmandas peatükis jõutakse krüptovarade ja finantsinstrumentide piiritlemise keskse küsimuseni ning analüüsitakse kattuvusi ja piiripealseid juhtumeid, võttes arvesse nii normiteksti kui ka järelevalveasutuste tasandil kujunevaid ning juba kujunenud tõlgenduspõhimõtteid.

Käesoleva töö teaduslik ja praktiline väärtus seisneb ennekõike selles, et MiCA kohaldamisega on krüptovarade reguleerimine jõudnud uude etappi, kus ühtlustatud raamistiku kõrval muutub keskseks just kvalifitseerimine ja piiritlemine: millal token on MiCA krüptovara (ning milline krüptovara täpsemalt) ning millal MiFID II finantsinstrument. Vastus sellele küsimusele ei ole pelgalt teoreetiline, vaid mõjutab otseselt turuosaliste õigusi ja kohustusi ning järelevalve pädevust nii Euroopa Liidu tasandil kui ka Eestis, kuna valesti kvalifitseeritud teenus tähendab ka seda, et omandatud on vale tegevusluba ning vastutus tekib juba karistusõiguslikul tasandil.

Märksõnad: krüptovara, MiCA, MiFID II, finantsinstrumendid

⁸ European Commission. Commission staff working document impact assessment accompanying the proposal for a Regulation on Markets in Crypto-assets, SWD(2020) 201 final. 24.09.2020.

1. Krüptovara kui nähtus

1.1. Krüptovarade kujunemine

Krüptovara eelkäija virtuaalvääringu (ingl. k. *virtual currency*) puhul on tegemist võrdlemisi uue terminiga, mis sai laiemalt tuntust seoses Bitcoin loomisega 2009. aastal.⁹ Idee Bitcoinist sai iseenesest alguse 2008. aastal, kui Satoshi Nakamoto nimeline isik (või isikute kogum) esitas suuremale publikule tutvumiseks esimese virtuaalvääringu valge raamatu (ingl. k. *white paper*),¹⁰ „manifesti“, „Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System“ kujul. Mainitud valge raamatu abstrakt kirjeldas kokkuvõtlikult nii Bitcoin tehnilist tausta kui ka anonüümsusele suunatud finantsasutuste välist makselahenduse süsteemi olemust.¹¹ Oluline on siinkohal märkida, et mainitud valges raamatus ei kasutatud sõnu krüptovara ega virtuaalvääring.

Krüptovarade või siis virtuaalvääringute enda alged taanduvad palju kaugemale, digitaalse raha tandrile, 1980ndatesse.¹² 1983. aastal kirjeldas ameerika krüptograaf ning arvutiteadlane David Chaum esmakordselt digitaalse raha potentsiaalset olemust, tuues muu hulgas välja, et krediitkaardimakse ja digitaalse sularaha makse erinevus seisneb anonüümsuses. Digitaalse raha puhul saavad isikud pankades ametliku vääringu sularahaks vahetada, ent pankadel puuduks ülevaade selle kohta, milleks digitaalset sularaha edaspidiselt kasutati. Chaum proovis kasutada krüptograafiat oma nägemuse elluviimiseks, kuid paraku 1988. aastaks oli ta pankrotis ning vastav idee jäi sinna seisma.¹³ Järgnevatel aastatel katsetati üle maailma mitmete erinevate digitaalsete vääringutega, nagu B-Money, Bit Gold ning Hashcash.¹⁴ Töö kirjutamise hetkeks on nimetatud digitaalsetest vääringutest veel mingil määral aktiivne Hashcash.¹⁵

1990ndatel rakendas Chaumi ideed makseteenuste pakkuja PayPal, luues veebilahenduse sarnaste digitaalsetele vääringutele baseeruvate ideede elluviimiseks. Koostöös EBay'ga omandas PayPali makselahendus märkimisväärse koguse kasutajaid ning töötab tänapäevani.¹⁶

Termin virtuaalvääring ise leidis aga esmakordselt kasutust veebimaailmas arvutimängudes World of Warcraft ja Second Life, kus nad toimisid vahetusrahana. See tähendas, et

⁹ Chodorow, A. Rethinking Basis in the Age of Virtual Currencies. – Virginia Tax Review 2017/36, nr 3, lk 376.

¹⁰ Siinkohal tasub mainida, et valge raamatu puhul on tegemist krüpto- ja/või virtuaalvääringutele mõeldud prospekti ekvivalendiga.

¹¹ Nakamoto, S. Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System. 2008. – <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf> (20.02.2026).

¹² Bitcoin and Blockchain: History and Current Applications. Panda, S. K.; Elngar, A. A.; Balas, V. E.; Kayed, M. (toim). Bitcoin and Blockchain: History and Current Applications. Boca Raton: CRC Press 2020, lk 4.

¹³ *ibid*, lk 3.

¹⁴ *ibid*, lk 4.

¹⁵ Hashcash. – <https://www.hashcash.org/> (20.02.2026).

¹⁶ Panda jt (viide 12), lk 5.

arvutimängu mängijal tuli vahetada ametlik vääring (nt euro, dollar või kroon) arvutimänguraha vastu, millega sai siis arvutimängus endas omakorda tehinguid teha.¹⁷

Kui virtuaalvääringute esmane seos tekkis mängurahadega ning hiljem e-rahaga, siis tänapäeval on krüptovara kujunenud globaalselt arvestatavaks varaklassiks. Töö kirjutamise hetkel on krüptovaraturu turuväärtus ligikaudu 2,5 triljonit eurot.¹⁸ Krüptovarad leiavad kasutust nii maksevahendite, investeerimisobjektide tehnoloogiliste ökosüsteemide ning isegi suurte keelemudelitega seotud süsteemide komponentidena.¹⁹

1.2. Krüptovarade funktsionaalne olemus

Krüptovara esialgne ja peamine funktsioon on olnud toimida alternatiivse maksevahendina. Näiteks loodi Bitcoin oma algse valge raamatu kohaselt just nimelt alternatiivse maksevahendina.²⁰ Käesoleval hetkel täidavad maksevahendi rolli eeskätt stabiilsust säilitada püüdvad krüptovarad (stabiilsusmündid) nagu USDT²¹ ja USDC²².

Makseinstrumenti üheks fundamentaalseimaks aluseks on tema väärtus. Kuna Bitcoin on ajalooliselt näidanud märkimisväärset volatiilsust, ei ole tal ka maksevahendina erilist väärtust. Seetõttu loodi ülalmainitud stabiilsusmündid – selleks, et oleks stabiilse väärtusega maksevahendeid, mida hajasraamatu tehnoloogial kasutada. Stabiilsusmüntede käsitletakse käesoleva töö raames põhjalikumalt hiljem²³, kuid antud kontekstis saab kokkuvõtlikult esialgu öelda, et makseinstrumentidena käituvate stabiilsusmüntide korral on tegemist 1:1 suhtega raha või muude tagatisvaradega tagatud krüptovaradega, mis toimivad sarnaselt e-rahaga.

Töös varasemalt mainitud suur volatiilsus on teinud krüptovaradest omakorda spekulatiivse varaklassi, mille väärtuse kasv või kahanemine õigete otsuste korral võib krüptovara omanikule suurt kasu või kahju tekitada. Üks Bitcoin on tipphetkedel olnud väärt ligikaudu 125 000 dollarit. Töö kirjutamise hetkel on Bitcoin väärtus u 75 000-80 000 dollarit.²⁴

¹⁷ Chodorow, A. (viide 9), lk 376.

¹⁸ CoinMarketCap. *Cryptocurrency Prices, Charts And Market Capitalizations*. – <https://coinmarketcap.com/> (21.04.2026).

¹⁹ Samradni. Top Cryptocurrency Trends to Watch in 2025. – Analytics Insight, 09.07.2025. – <https://www.analyticsinsight.net/cryptocurrency-analytics-insight/top-cryptocurrency-trends-to-watch-in-2025> (02.04.2026).

²⁰ Vt. Ülal, peatükk 1.1. ning viide nr 11.

²¹ USDT – e-raha token Tether. Tether – Official Home of Tether. – <https://tether.to/en/> (02.04.2026)).

²² USDC – e-raha token, USDC. USDC | The world's largest regulated digital dollar. – <https://www.usdc.com/> (02.04.2026).

²³ Vt. Käesoleva magistr töö peatükk 2.3.

²⁴ CoinMarketCap. Bitcoin price today, BTC to USD live price, marketcap and chart | CoinMarketCap. – <https://coinmarketcap.com/currencies/bitcoin/> (28.04.2026).

Samaaegselt ei välista ühe funktsiooni olemasolu teist funktsiooni. Turuosalistel pole keelatud kasutada Bitcoin'i maksevahendina, eeldusel, et süsteem seda võimaldab ning müüja seda maksevahendina aktsepteerib.

Krüptovara võib täita ka tehnoloogilise ökosüsteemi komponendi rolli, olles vajalik konkreetse hajusraamatu tehnoloogial põhineva võrgu või rakenduse toimimiseks. Sellisel juhul ei seisne krüptovara funktsioon üksnes väärtuse hoidmises või investeerimises, vaid ka võrgu kasutamises, tehingute tegemises või nutilepingute täitmisel. Heaks näiteks on Ethereum, mille plokiahelale omast krüptovara Ethereumit või ka Etherit (edaspidi: ETH) kasutatakse võrgu tehingutasude ehk *gas'i* maksmiseks ning mille abil käivitatakse ja kasutatakse Ethereumil põhinevaid rakendusi.²⁵

Seejuures ei ole selline tehnoloogiline funktsioon tingimata tokeni ainus praktiline roll. Mitmetes ökosüsteemides kasutatakse sama krüptovara samaaegselt nii tehnilise vahendina, maksevahendina kui ka spekulatiivse varana. Krüptomaaailma ühe pionieri Vitalik Butereni poolt loodud Ethereumi natiivne krüptovara ETH ilmestab seda hästi, kuna ETH on ühelt poolt vajalik võrgu toimimiseks, kuid teisalt kasutatakse seda ka maksete tegemiseks, tehingute valideerimiseks ja ka investeerimisfunktsioonilisel eesmärgil hoidmiseks.²⁶ Juba tehnoloogilise olemuse tasandil ilmneb, et krüptovarade majanduslik ja õiguslik käsitlus ei pruugi tema kasutamise võimalikkusest tulenevalt alati langeda kokku ühe konkreetse kategooriaga.

Järelikult ei sõltu krüptovara majanduslik ja funktsionaalne olemus üksnes sellest, kas turuosalistel kasutavad seda maksmiseks, investeerimiseks või teenuse kasutamiseks. Nimetatud funktsioonide realiseerumine eeldab tehnoloogiat, mis võimaldab krüptovara salvestamist, ülekandmist ja vajaduse korral programmeeritavat kasutamist. Seetõttu käsitleb autor järgnevalt hajusraamatu tehnoloogiat kui krüptovara tehnilist alust.

1.3. Hajusraamatu tehnoloogia kui krüptovara alus

Hajusraamat on Euroopa Liidu õigusaktides esmakordselt mainitud Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määruse 2022/858²⁷ (edaspidi: DLTR) artikli 2 punktis 2, mille kohaselt on

²⁵ [ethereum.org. What is Ether \(ETH\)?](https://ethereum.org/what-is-ether/) – <https://ethereum.org/what-is-ether/> (07.04.2026); [ethereum.org. Technical intro to Ethereum.](https://ethereum.org/developers/docs/intro-to-ethereum/) – <https://ethereum.org/developers/docs/intro-to-ethereum/> (07.04.2026).

²⁶ *ibid.*

²⁷ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määrus (EL) 2022/858, 30. mai 2022, hajusraamatu tehnoloogial põhinevate turuinfrastruktuuride katsekorra kohta ning millega muudetakse määruseid (EL) nr 600/2014 ja (EL) nr 909/2014 ning direktiivi 2014/65/EL.

hajusraamat teabehoidla, mis säilitab andmeid tehingute kohta ja mida jagatakse ning sünkroniseeritakse hajusraamatutehnoloogia võrgusõlmede vahel konsensusmehhanismi abil. DLTR on Euroopa Liidus kohaldatav alates 23. märtsist 2023. See löi õigusliku raamistiku selliste krüptovaradega seotud tehingute kauplemiseks ja arveldamiseks, mis kvalifitseeruvad MiFID II kohaselt finantsinstrumentideks, ning võimaldab samal ajal uute turuinfrastruktuuride tüüpide loomist.²⁸

Hajusraamatu tehnoloogia on lakooniliselt defineeritud DLTR artikli 2 punkti 1 kohaselt kui tehnoloogia, mis võimaldab hajusraamatute toimimist ja kasutamist. Konsensusmehhanismid on sama artikli punkti 3 kohaselt reeglid ja menetlused, millega saavutatakse hajusraamatu võrgusõlmede vahel kokkulepe tehingu valideerimise kohta. Võrgusõlm on aga hoopis seade või protsess, mis on osa võrgust ja millel on olemas kõigi hajusraamatus tehtud tehingute kirjete täielik või osaline koopia. Hajusraamat ning seonduvad tehnoloogilised terminid on identselt defineeritud ka MiCA terminite peatükis.

2015. aastal sedastasid Ühendkuningriikide majandusteadlased, et hajusraamatu tehnoloogia puhul on tegemist täiesti uue ning kasvavale tehnoloogiate kogumile, mis on suunatud andmete hoiustamisele, digitaalsete vääringute esitlemisele ja krüptograafiale.²⁹ Kui hajusraamatu tehnoloogiast räägitakse üldjuhul tandemis krüptovaradega, siis võimalused on palju avaramad. Hajusraamatu tehnoloogia on käesoleval hetkel varajases arengujärgus.³⁰

Ajalooliselt juba alates 15. sajandist on tuginetud majandusliku iseloomuga andmete säilitamise eesmärgil ühele kindlale n-ö. raamatule ehk *ledgerile*, mistõttu pidi usaldus seda raamatut hoidva isiku või asutuse vastu olema jäägitu. Tänapäeval pole mõistagi tegemist enam füüsiliste raamatutega, kuid ühtseid majandusandmeid või isikute varaga seonduva informatsiooni säilitavaid andmebaase haldavad kesksed asutused, nt krediidasutused, makseasutused ning riigiasutused.³¹

Tehnoloogia areng on tänapäeval võimaldanud seega hajusraamatute tekke. Lihtsustatult tähendab see, et enam pole *ledger* ühe keskse asutuse hallata, vaid kõigi *ledgerisse* kirjutatud isikute vahel, mistõttu võib tulevikus puududa vajadus kesksete asutuste järele, kes haldaksid,

²⁸ ESMA. DLT Pilot Regime. – <https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/digital-finance-and-innovation/dlt-pilot-regime> (08.04.2026).

²⁹ UK Government Chief Scientific Adviser. Distributed Ledger Technology: beyond block chain. London: Government Office for Science 2016, lk 56.

³⁰ Diedrich, D. Distributed Ledger Technology. – Georgetown Law Technology Review 2020/4(2), lk 673.

³¹ *ibid*, lk 674.

verifitseeriks ja turvaksid *ledgereid*.³² Tokeniseerimine on oma olemuselt emiteeritavate või juba eksisteerivate varade kujutamist digitaalsel kujul hajusraamatu tehnoloogia kaudu.³³ Siinkohal tuleb siiski märkida, et tokeniseerimise mõiste hõlmab samaaegselt ka mõne uue tokeni plokihelal emiteerimist.³⁴

Naastes krüptovarade keskse termini „tokeni“ juurde, saab öelda, et tokenitel puudub füüsiline olemasolu. Sõna „token“ on võetud kasutusele just selle tõttu, mida tokenid reaalses elus üldjuhul esindavad. Kasiinotokenid (ehk žetoonid) esindavad väärtust, garderoobitokenid annavad jällegi ligipääsu oma mantlile, telefonitokenid omakorda teenusele (st. õigusele rääkida avalikus telefoniputkas teatud aja). Seega on tokenil *ledgeris* numbriline vääring, mis omakorda esindab seeläbi mingit õigust ja/või väärtust.³⁵

Relevantseim näide hajusraamatu tehnoloogiast just krüptovara kontekstis on plokihel.³⁶ Plokihelaid saab detsentraliseerituse astme järgi jaotada kolmeks. (i) Avalikud plokihelad on kõigile avatud: igaüks võib lugeda andmeid, saata tehinguid ja osaleda konsensusel; turvalisus põhineb krüptomajanduslikel stiimulitel ja krüptograafilisel kontrollil (nt töö- või panusetõenduse mehhanismid ehk inglise keeles *proof of work* ja *proof of stake*), mistõttu neid peetakse üldiselt täielikult detsentraliseerituks. (ii) Konsortsiumiplokihelates juhib konsensust eelnevalt valitud osalejate (nt finantsasutuste) võrgusõlmede ring ning ligipääs andmetele võib olla avalik või piiratud, mistõttu on need osaliselt detsentraliseeritud. (iii) Täielikult privaatsetes plokihelates on kirjutusõigus koondatud ühele organisatsioonile ning lugemisõigus võib olla kas avalik või suletud; neid kasutatakse sageli ettevõttesiseste lahenduste jaoks, nagu andmehaldus või auditeerimine.³⁷

Seega on krüptovarade hajusraamatus kajastamise aluseks plokihelad, milles osalevate isikute seadmed (võrgusõlmed) hajusraamatus kokkulepitud tingimustel (konsensusmehhanism) hajusraamatus tehtavaid tokeni tehinguid krüptograafiliselt säilitavad, verifitseerivad ja kinnitavad, plokihela erinevatest detsentraliseeritud tasemetest lähtuvalt.

³² *ibid*, lk 674.

³³ European Central Bank. Tokenisation and DLT. – <https://www.ecb.europa.eu/paym/dlt/html/index.en.html> (04.04.2026).

³⁴ Nassr, I. Understanding the tokenisation of assets in financial markets. – OECD Going Digital Toolkit Notes, No. 19. Paris: OECD Publishing 2021, lk 5–6.

³⁵ Garrido, J. M. Digital Tokens: A Legal Perspective. – IMF Working Paper WP/23/151. Washington, D.C.: International Monetary Fund 2023, lk 8

³⁶ Siinkohal tasub mainida, et plokihel kui sõna on MiCA-s mainitud 1 korra.

³⁷ Garrido, J. M. (viide 35), lk 10.

Küll aga ei seisne hajusraamatu tehnoloogia tähtsus ainuüksi andmete detsentraliseeritud säilitamises, vaid ka programmeeritavuses. Avalikes plokiahelates võimaldab hajusraamatu tehnoloogia kasutada nutilepinguid. Nutilepingud on koodilõigud, mis täidavad end automaatselt, kui etteantud tingimused on täidetud, ning nende abil saab automatiseerida näiteks tokenite ülekandmist, arveldamist või ka näiteks plokiahela ligipääse.³⁸

Plokiahelates rakendatud konsensusmehhanismidest lähtuvalt võivad krüptovarad sisaldada erinevaid tegureid, mis aitavad varale omast väärtust või õigust säilitada. Näiteks *stablecoin 'ide*³⁹ puhul on hajusraamatu üheks keskseks atribuudiks stabiilsusmehhanism, mille abil püütakse säilitada krüptovara stabiilsust seoses alusvaraga.⁴⁰

Proof-of-Stake'i konsensusmehhanismiga võrkudes täidab krüptovara peale makse- või investeerimisfunktsiooni ka tehnilist rolli võrgu toimimises. Sellisel juhul võib tokeni omanik oma krüptovara *stake'ida* ehk lukustada selle tehingute valideerimise ja võrgu turvamise toetamiseks.⁴¹ Vastutasuks krüptovara *stake'imise* eest võimaldatakse krüptovara *stake'nud* isikule täiendavaid tokeneid. Seega pole *staking* pelgalt tootluse teenimise viis, vaid eeskätt osa konkreetse hajusraamatu tehnoloogilisest toimimisest.

Hajusraamatu tehnoloogia võimaldab ka selliseid kasutusviise, mille eesmärk ei ole enam võrgu toimimise toetamine, vaid tootluse suurendamine. Avaliku plokiahela keskkonnas toimub see sageli *yield farming'u* kaudu, kus krüptovara paigutatakse näiteks likviidsusbasseinidesse e. *liquidity pool*, laenuprotokollidesse e. *lending protocol* või muudesse tootlust pakkuvatesse lahendustesse.⁴² Seetõttu võib hajusraamatu tehnoloogia luua mehhanisme, mis sarnanevad funktsionaalselt traditsioonilises finantsõiguses tuntud investeerimis- või tootlustoodetega.

Kirjeldatust nähtub, et hajusraamatu tehnoloogia ei ole krüptovarade puhul pelgalt neutraalne tehniline taust, vaid loob võimaluse erinevate õiguste, kohustuste ja tootlusmehhanismide

³⁸ Auer, R.; Cornelli, G.; Doerr, S.; Frost, J.; Gambacorta, L.; Garratt, R.; Liu, H.; O'Neill, P.; Prestipino, A.; Schrimpf, A.; Shin, H. S.; Sturluson, J. Project Atlas: Mapping the world of decentralised finance. Basel: Bank for International Settlements 2023, lk 34.

³⁹ Vt. Allpool peatükk 2.3.

⁴⁰ Cengiz, F. Stablecoins and their regulation: a Hayekian approach. – Journal of International Economic Law 2025/28(2), lk 212–213.

⁴¹ EBA; ESMA. EBA-ESMA Factsheet: crypto lending and staking. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-01/EBA-ESMA_crypto_lending_and_staking.pdf (04.04.2026).

⁴² Makarov, I.; Schoar, A. Cryptocurrencies and Decentralised Finance (DeFi). – BIS Working Papers No 1061. Basel: Bank for International Settlements 2022, lk 29; Auer, R.; Haslhofer, B.; Kitzler, S.; Saggese, P.; Victor, F. The Technology of Decentralized Finance (DeFi). – BIS Working Papers No 1066. Basel: Bank for International Settlements 2023, lk 12.

tekkeks. Siiski ei määra nende mehhanismide olemasolu iseenesest veel ära tokeni õiguslikku kvalifikatsiooni. Vastus küsimusele, kas tegemist on üksnes tehnilise ökosüsteemi komponendiga või juba finantsõigusliku instrumendiga, sõltub konkreetse tokeni ülesehitusest, sellega seotud õigustest ja selle reaalsest majanduslikust funktsioonist.

2. Krüptovarade regulatiivne käsitus Euroopa Liidus

Välja arvatud rahapesu ja terrorismi rahastamise tõkestamist puudutav järelevalve, polnud Euroopa Liidu tasandil pikka aega püütud kehtestada ühtset õigusraamistikku krüptovaraga seotud teenuste pakkumiseks, eriti veel finantsõiguses. See hõlmas krüptovara kauplemissplatvormide toimimist, krüptovara vahetamist raha või teiste krüptovarade vastu ning krüptovara hoidmist ja haldamist klientide nimel. Euroopa Komisjoni hinnangul oli ühtsete EL-i reeglite puudumine suurendanud riske krüptovara omanikele ning kahjustanud krüptovaraturu toimimist ja usaldusväarsust, sealhulgas turukuritarvituste ja finantskuritegevuse vaates. Reguleerimise killustatus viis olukorrani, kus liikmesriigid püüdsid valdkonda iseseisvalt reguleerida, soodustades seeläbi õigusliku arbitraaži tekkimist.⁴³

Lähim õiguslik definitsioon, mis rakendus krüptovaradele, oli sätestatud Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiivi 2018/843⁴⁴ (AMLD5) artiklis 1 lõikes 2 punktis d, ning see defineeris mitte krüptovara vaid hoopis virtuaalvääringut kui digitaalsel kujul esitatud väärtust, mida ei ole välja andnud ega taganud keskpank ega avaliku sektori asutus, mis ei pruugi olla seotud ametliku vääringuga ja millel ei ole vääringu või raha õiguslikku staatust, kuid mida füüsilised või juriidilised isikud aktsepteerivad vahetusvahendina ning mida on võimalik elektrooniliselt üle kanda ja säilitada ning millega on võimalik elektrooniliselt kaubelda. Eelnev on Eesti õiguskorda üle võetud Rahapesu ja terrorismi rahastamise tõkestamise seaduse⁴⁵ (edaspidi: RahaPTS) paragrahvi 3 punktis 9. RahaPTS-is on välja toodud ka täiendav hulk virtuaalvääringutega seonduvaid teenuseid, nagu näiteks virtuaalvääringu rahakotiteenus, virtuaalvääringu vahetamise teenus ning virtuaalvääringu ülekande teenus.

Enne MiCA täielikku kohaldamist oli virtuaalvääringutega seonduvate erinevate tegevuste tarbeks väljastatud tegevuslubade eest vastutav Rahapesu Andmebüroo. Krüptovaraturu seaduse⁴⁶ (edaspidi: KrüTS) § 48 lg 8 kohaselt võivad krüptovarateenust osutada soovivad isikud alates 30.09.2024 Finantsinspeksioonile selleks taotlusi esitada.

KrüTS § 48 lõike 4 kohaselt peavad muu hulgas kõik virtuaalvääringu teenuse pakkujad ning muud isikud, kellele on antud enne KrüTS-i jõustumist õigus osutada RahaPTS-i alusel

⁴³ Krüptovaraturu seaduse eelnõu seletuskiri. – Krüptovaraturu seadus, Valitsuse eelnõude infosüsteem (EIS), lk 1. (20.02.2026).

⁴⁴ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv (EL) 2018/843, 30. mai 2018, millega muudetakse direktiivi (EL) 2015/849 rahandussüsteemi rahapesu või terrorismi rahastamise eesmärgil kasutamise tõkestamise kohta ning direktiive 2009/138/EÜ ja 2013/36/EL.

⁴⁵ Rahapesu ja terrorismi rahastamise tõkestamise seadus – RT I, 14.03.2025, 23.

⁴⁶ Krüptovaraturu seadus – RT I, 21.06.2024, 3.

virtuaalväeringute teenuseid viima oma tegevuse koostõlla KrüTS-is sätestatud nõuetega hiljemalt 2026. aasta 1. juuliks. Õiguskorralduslike muudatuste raames täiendati RahaPTS-i krüptovara definitsiooniga §-i 3 lõike 19 kujul, mille tagajärjel eksisteerivad mõnda aega RahaPTS-is samaaegselt nii virtuaalväering kui ka krüptovara. Üleminekuperiood nii RahaPTS-ilt KrüTS-ile kui ka Rahapesu Andmebüroolt Finantsinspeksioonile ja seega omakorda virtuaalväeringute definitsioonilt krüptovarale lõpeb 2026. aasta 1. juulil vastavalt KrüTS § 60 lõikele 2.

Töö autor on siinkohal tuvastanud, et Majandustegevuse registri andmetel, on Eestis väljastatud 34 tegevusluba virtuaalväeringu teenust osutada soovivatele isikutele.⁴⁷ Eelnevalt mainitud tegevusloaga isikutest pole töö koostamise hetkeks veel ükski omandanud Finantsinspeksiooni tegevusluba krüptovarateenuste osutamiseks. Selle põhjal saab järeldada, et uued regulatsiooninõuded nii äriühingu korralduse, läbipaistvuse ja järelevalve osas on ilmselgelt nõudlikumad, kulukamad ja piiravamad. Seega võib tulevikus eeldada, et krüptovarateenuseid korrektselt, tegevusloa alusel, osutavate isikute arv kahaneb oluliselt.

2.1. MiCA regulatiivne lähtekoht

Alates 2018. aastal avaldatud Euroopa Komisjoni FinTech tegevuskavast on komisjon analüüsinud krüptovaradega seotud võimalusi ja riske. Selle valguses paluti EBA-l ja ESMA-l hinnata, kui võrd relevantne ning asjakohane on Euroopa Liidu finantsteenuste raamistik krüptovarade perspektiivist. 2019. aasta aruandes tõdeti, et kuigi osa krüptovaradest võib kuuluda Euroopa Liidu õiguse kohaldamisalasse, ei ole normide rakendamine alati selge ega praktiliselt lihtne ning mõningad sätted võivad pärssida DLT kasutust. Täiendavalt rõhutati, et väljaspool rahapesu ja terrorismi rahastamise tõkestamise raamistikku jääb enamik krüptovarasid Euroopa Liidu finantsteenuste regulatsioonist välja, mistõttu ei kohaldu neile tarbija- ja investorkaitse ning turu terviklikkuse nõuded, kuigi riskid on sisuliselt olemas. Liikmesriikide erinevad lähenemised krüptovarade reguleerimisele on süvendanud ka nn „ühtse“ turu killustumist.⁴⁸

Eelnevale tuginedes tegi Euroopa Komisjon 2020. aasta 24. septembril ettepaneku luua MiCA regulatsioon osana Digital Finance Package'ist. Ettepaneku selgitavas memorandumis sedastas komisjon, et käesolev tekst on osa Euroopa Komisjoni digirahastuse paketist, mille eesmärk on

⁴⁷ Majandustegevuse register (MTR), Tegevusala: Virtuaalväeringu teenus – <https://mtr.ttja.ee/> (21.04.2026).

⁴⁸ Euroopa Komisjoni ettepanek: Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937, COM(2020) 593 final. – <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020PC0593>, lk 1.

edendada nii digirahastuse innovatsiooni kui ka konkurentsi, maandades samaaegselt riske. Lisaks MiCA-le kuuluvad samasse digirahastuse paketti ka töö varasemas peatükis käsitletud DLTP ja ka Euroopa Liidu määrus 2022/2554⁴⁹ (tuntud ka kui DORA).⁵⁰ Mainitud ettepanek kujutas endast esmast konkreetset sammu krüptovaradega seonduva õigusliku regulatsiooni liiduüleseks ühtlustamiseks. Digirahastuse paketi üks peamisi eesmärke oli ühtse regulatiivse raamistiku loomine, mis oleks samaaegselt innovatsioonisõbralik ja ei looks põhjendamatuid takistusi uutele tehnoloogilistele lahendustele, kaasa arvatud krüptovaradele.

Muutuste valguses selgitas komisjon ühtlasi, et krüptovarad on üheks oluliseimaks plokiahela tehnoloogia rakendusvaldkonnaks finantssektoris.⁵¹

MiCA artikli 3 lõike 1 punkt 5 defineerib krüptovara kui väärtuste või õiguse digitaalset esitust, mida on võimalik üle kanda ja salvestada elektrooniliselt, kasutades hajusraamatu tehnoloogiat või muud sarnast tehnoloogiat.

ESMA on omakorda sedastanud, et krüptovara olemus on üsna laialt defineeritud. Sellest lähtuvalt on oluline, et kuna eksisteerib märkimisväärselt lai hulk erinevaid krüptovarasid, tuleks neid defineerida n-ö. „tehnoloogianeutraalselt.“ ESMA on korduvalt toonitanud, et MiCA üks peamisi eesmärke on täita lünk, mida MiFID II ja juba laiemalt MiFIR ei kata.⁵²

MiCA eesmärk on ühtlustada ja reguleerida krüptovarasid selleks, et (1) soodustada ja edendada uuenduslike tehnoloogiate kasutuselevõttu finantssektoris, (2) tagada krüptovara omanike kaitse, ning (3) ennetada ja vähendada märkimisväärsed riske turu terviklikkusele ja finantsstabiilsusele, mis võivad üldjuhul krüptovaradega kaasneda.⁵³

Tulles tagasi krüptovara definitsiooni juurde tekib esmalt küsimus, mis ja kuidas on defineeritud väärtus. Sellele küsimusele vastamisel saab toetuda MiCA põhjenduspunktile 2, milles täpsustatakse, et „väärtus“ tähendab krüptovarale omistatavat välist (mitte sisemist) väärtust, mille määravad asjaomased pooled või turuosalised. Teisisõnu on tegemist

⁴⁹ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu Määrus (EL) 2022/2554, mis käsitleb finantssektori digitaalset tegevuskerksust ning millega muudetakse määrusi (EÜ) nr 1060/2009, (EL) nr 648/2012, (EL) nr 600/2014, (EL) nr 909/2014 ja (EL) 2016/1011.

⁵⁰ Euroopa Komisjoni ettepanek: Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937, COM(2020) 593 final. – <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020PC0593>, lk (21.04.2026).

⁵¹ *ibid.*

⁵² ESMA. Consultation paper on the draft Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments. ESMA75-453128700-52, 29.01.2024. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-01/ESMA75-453128700-52_MiCA_Consultation_Paper_-_Guidelines_on_the_qualification_of_crypto-assets_as_financial_instruments.pdf, p-d 7 ja 8. (21.04.2026).

⁵³ Lehmann, M. (viide 5), lk 3.

subjektiivse väärtusega, mis sõltub eeskätt krüptovaraturul kauplejate huvist konkreetse krüptovara vastu. Sellise krüptovara väärtus ei põhine ühelgi alusõigusel ega nõudel, mistõttu ei ole selle kvalifitseerimise seisukohalt oluline, kas token kehastab mingit õigust või mitte.⁵⁴

Paralleelselt näitab taoline käsitlus, et ülejäänud krüptovarade tarbeks, mis kujutavad „õiguste digitaalset esitust“, peaks krüptovara väärtus olema tulenev vahetult selle krüptovaraga seotud varalisest õigusest, mitte enam poolte ning turuosaliste veendumusest või nõudlusest.⁵⁵ Järelikult on sellise kvalifitseerimise üheks peamiseks eelduseks, et tokeni ja õiguse vahel eksisteerib õiguslik seos, mis hõlmab ka tokeni üleandmise ja sellega seotud õiguste ülemineku ühtlustamist. Selle, kuidas täpselt sellist seost ja üleminekut hinnata, määravad siiski kohalduvad asjakohased siseriiklikud eraõiguse normid ning kujunev praktika.

2.2. Krüptovarade õiguslik kvalifitseerimine MiCA alusel

Enne MiCA kohaldumist kasutati nii Eestis kui ka suures osas Euroopa Liidus krüptovarade kohta üldmõistet virtuaalvääring. Termin hõlmas katvalt erinevaid krüptovaraga seotud nähtusi. MiCA jõustumise järgselt on see asendunud täpsema liigitusega, mille kohaselt jagunevad krüptovarad kolme laiemasse kategooriasse:

1. E-raha tokenid (*e-money tokens*) (**EMT**);
2. Varapõhised tokenid (*asset-referenced tokens*) (**ART**) ning;
3. Muud krüptovarad MiCA tähenduses.

Käsitletud krüptovara kategooriate alusel on ESMA välja töötanud standardiseeritud testi krüptovarade klassifitseerimiseks, mille kohaselt tuleb krüptovarasid klassifitseerida juhtumipõhiselt, võttes arvesse tokeni omadusi vastavalt koostatud vooskeemile (vt. LISA 1).

Vooskeemi järgides tuleb esmalt vaadata, kas token on digitaalne esitus väärtusest või õigusest, juhul kui ta on, tuleb järgnevalt kontrollida, kas seda saab talletada ning ülekanda digitaalselt. Kui kaks esimest kriteeriumit on täidetud, tuleb täiendavalt vaadata, kas tokenit säilitatakse hajusraamatu tehnoloogial või sellele sarnasel tehnoloogial. Kui kõik eelnevad kontrollpunktid on täidetud, tuleb järgnevalt veenduda selles, et tokenit pole emiteerinud isik, kes on MiCA artikli 2 lõike 2 kohaselt MiCA mõjualast väljaspool. Seejärel tuleb kontrollida tokeni unikaalsust ning asendatavust. Eitava vastuse korral jõuame vooskeemi mööda finantsinstrumente käsitleva kontrollküsimuseni. Juhul kui ka sellele küsimusele saame vastata

⁵⁴ Wosiak, K. Definitional delineation between MiCAR tokens and traces of MiCAR's technological bias. – Capital Markets Law Journal 2025/20(2), lk 2.

⁵⁵ *ibid*, lk 2.

eitavalt, tuleb emitendil lõplikult otsustada, millisesse kolmest suuremast rühmast token kuulub, kas varapõhiste tokenite, e-raha tokenite või muude krüptovarade kui varapõhiste tokenite ja e-raha tokenite hulka.

MiCA kohaldumisalast ei jää välja ainult finantsinstrumendid, vaid ka suur hulk muid objekte/instrumente, nagu näiteks investeerimishoiused, kahju- ja elukindlustustooted, pensionitooted, tööandjapensioni skeemid, sotsiaalkindlustussüsteemid ning muud sarnased instrumendid.

Eespool käsitletu põhjal saab järeldada, et Euroopa seadusandja ei soovinud MiCA-ga liigselt sekkuda varem loodud õiguslikku taksonoomiasse, vaid soovis katta tühimikke, mis varasemalt seadusandluses eksisteerisid või võisid potentsiaalselt eksisteerida. Kuna MiCA puhul on tegemist määrusega, kohaldub see liikmesriikidele otse. Õigusaktide tasandil võib vastuolu tekkida MiFID II-ga eelkõige seetõttu, et MiFID II puhul on tegemist direktiiviga, mis tuleb seevastu iga liikmesriigi õigusesse eraldi üle võtta.

2.3. Stabiilsusmündid ehk *stablecoin*'id

E-raha tokenite ja varapõhiste tokenite puhul on tegemist turuosaliste poolt välja arendatud stabiilset väärtust säilitada püüdvate tokenite ehk stabiilsusmüntidega (ingl. keeles ning edaspidi: *stablecoin*).⁵⁶ *Stablecoin*'ide, eeskätt nn globaalsete *stablecoin*'ide, esiletõus tõi Euroopa Liidu tasandil esile krüptovara turu võimalikud mõjud finantsstabiilsusele ja monetaarsele suveräänsusele. Eriti intensiivistus diskursus pärast sotsiaalmeedia võrgustiku Facebooki (Meta) poolt 2019. aastal algatatud Libra (Diem) projekti väljakuulutamist, mis näitas, et suure kasutajabaasiga tehnoloogiaettevõtete poolt potentsiaalselt emiteeritud stabiilse väärtusega digitaalne raha võib omandada globaalse maksevahendi staatuse.⁵⁷ Euroopa Komisjoni 2020. aasta digitaalrahastuse pakettis ning Euroopa Keskpanga seisukohtades käsitleti *stablecoin*'e seetõttu kui nähtust, mis vajasid ühtlustatud ja riskipõhist regulatiivset vastust.^{58 59}

Finantsstabiilsuse Nõukogu (FSB) käsitleb *stablecoin*'e kui krüptovarasid, mida emiteerivad eraõiguslikud üksused ning mille eesmärk on säilitada stabiilne väärtus, sidudes see mõne muu

⁵⁶ *ibid*, lk 3.

⁵⁷ Read, O.; Schäfer, S. Libra Project: Regulators Act on Global Stablecoins. – *Intereconomics* 2020/55, lk 392.

⁵⁸ European Commission. Digital finance package. – https://finance.ec.europa.eu/publications/digital-finance-package_en (10.03.2026).

⁵⁹ Panetta, F. The two sides of the (stable)coin. Speech by Fabio Panetta, Member of the Executive Board of the ECB, at Il Salone dei Pagamenti 2020, Frankfurt am Main, 4 November 2020. – <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp201104~7908460f0d.en.html> (10.03.2026).

vara, näiteks ühe või mitme riigi ametliku valuuta, muu finantsvara või kauba väärtusega. Kuna nende väärtus põhineb välisel alusvaral, eristuvad *stablecoin'id* teistest krüptovaradest, nagu näiteks Bitcoin või Ethereum, mille väärtus on subjektiivsem.⁶⁰ MiCA eelsel ajal võisid mõned *stablecoini'd* liigituda finantsinstrumentideks, mõned e-rahaks ning mõned virtuaalvääringuteks AMLD5 tähenduses.⁶¹

Stablecoin'id esinevad erinevates vormides ning neid liigitakse tavaliselt nende tagatisvara ja stabiliseerimismehhanismi alusel. Eristatakse näiteks tokeniseeritud vahendeid, plokiiahelavälise tagatisega, plokiiahelasisese tagatisega ning algoritmilisi *stablecoin'e*. Tokeniseeritud vahendid on tavaliselt seotud ühe kindla ametliku valuuta väärtusega, samas kui teiste *stablecoin'ide* väärtus võib olla seotud ka muude varade või krüptovaradega. Algoritmilised *stablecoin'id* erinevad neist selle poolest, et neil puudub tagatisvara reserv, nende väärtuse stabiilsust püütakse säilitada erinevate stabiilsusmehhanismide abil, mis kohandavad krüptovara pakkumist vastavalt nõudluse muutustele. Seetõttu peetakse neid sageli vähem stabiilseks ja riskantsemaks.⁶²

MiCA ei seosta ega defineeri oma olemuselt stabiilseid krüptovarasid *stablecoin'idena*, vaid liigitab nad ülalmainitud kaheks liigiks – e-raha tokeniteks ning varapõhisteks tokeniteks. Nimetatud kaks kategooriat on eristatavad oma välise väärtuse kui ka tokenite poolt hõlmatud riskide tasandil.⁶³

Kirjeldatu väljendab seadusandja teadlikku eemaldumist *stablecoin'i* kontseptsioonist, mille puhul oli keskne stabiilse väärtuse säilitamine. Probleem tekib siinkohal just seoses sõnaga „stabiilsus“, kuna kuigi sellised krüptovarad võivad olla võrreldes teiste krüptovaradega vähem volatiilsed, võib nende väidetav stabiilsus olla eksitav. Seetõttu on ka Euroopa Keskpank soovitanud terminoloogiat muuta, et vähendada rõhuasetust emitendi lubadusele säilitada vara stabiilne väärtus.⁶⁴ MiCA määrus püüab krüptovarade, sh *stablecoin'ide* reguleerimisel arvestada kiirelt areneva tehnoloogilise keskkonnaga. Selleks lähtutakse tehnoloogilise neutraalsuse põhimõttest ning Euroopa Komisjonile on antud õigus täpsustada tehnilisi kriteeriume delegeeritud õigusaktidega. Taoline lähenemine võimaldab regulatsiooni

⁶⁰ *ibid*, lk 80.

⁶¹ Cichon, S. All That Glitters Is Not Gold: The Regulation of Stablecoins under the MiCA Regulation Between Innovation and Risk Mitigation. – Cambridge Law Review 2024/9(1), lk 84.

⁶² *ibid*, lk 86.

⁶³ *ibid*.

⁶⁴ *ibid*.

kohandada vastavalt turu ja tehnoloogia arengule, ilma pika seadusandliku menetluseta, säilitades samaaegselt piisava õigusliku aluse ja demokraatliku legitiimsuse.⁶⁵

2.3.1. E-raha tokenid (EMT)

Kuigi MiCA reguleerib *stablecoin*'e, alustades varapõhistest tokenitest, on töö autor seisukohal, et kuna varapõhiste tokenite definitsiooni üheks osaks on välistus e-raha tokenite kujul, on töö autor pidanud vajalikuks käsitleda e-raha tokenite olemust enne varapõhiseid tokeneid.

E-raha tokenitest parema ülevaate saamise eesmärgil on töö autor otsustanud avada esmalt e-raha õiguslikku tausta, arvestades, et e-raha tokenid põhinevad suuresti e-raha õiguslikul kontseptsioonil.

E-raha

Euroopa Parlamendi ja Nõukogu 16. september 2009 direktiivi 2009/110/EÜ⁶⁶ (EMD2) artikli 2 lõike 2 kohaselt on e-raha elektrooniliselt, sh magnetiliselt, hoitav väljastaja vastu esitatud nõude vormis rahaline väärtus, mis antakse välja rahaliste vahendite vastu direktiivi 2007/64/EÜ artikli 4 punktis 5 määratletud maksetehingute tegemiseks ja mille võtab vastu füüsiline või juriidiline isik, kes ei ole e-raha väljastaja.

Direktiiv 2007/64/EÜ on käesolevaks hetkeks kehtetu, kuid PSD2-s⁶⁷, direktiivis, mis asendas direktiivi 2007/64/EÜ, millega muudeti esimest maksetehingute direktiivi, sätestab eelnevalt mainitud artikli 4 punktis 5 nimetatud maksetehinguid kui maksja, maksja nimel või makse saaja algatatud rahaliste vahendite sissemakse, ülekandmine või väljamaksmine, mis ei olene makse aluseks olevatest mis tahes kohustustest maksja ja makse saaja vahel.

Järelikult on e-raha puhul tegemist digitaalse rahaga, millega saab rahalisi vahendeid sisse maksta, üle kanda või välja maksta ning mis allub järgnevale kolmele kriteeriumile:

- a) Instrument on rahalise väärtusega ning ta on kujundatud maksevahendiks ning esindab raha. Selle hulka ei arvestata muid elektrooniliselt kajastatavaid varalisi õigusi,

⁶⁵ *ibid*, lk 87.

⁶⁶ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2009/110/EÜ, 16. september 2009, mis käsitleb e-raha asutuste asutamist, tegevust ja usaldatavusnormatiive, millega muudetakse direktiive 2005/60/EÜ ja 2006/48/EÜ ning tunnistatakse kehtetuks direktiiv 2000/46/EÜ.

⁶⁷ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv (EL) 2015/2366, 25. november 2015, makseteenuste kohta siseturul, millega muudetakse direktiive 2002/65/EÜ, 2009/110/EÜ ja 2013/36/EL ning määrust (EL) nr 1093/2010 ja tunnistatakse kehtetuks direktiiv 2007/64/EÜ.

sealhulgas väärtpaperite või muude finantsinstrumentidega seotud registrikandeid, kui nende eesmärk ei ole maksetehingute tegemine;⁶⁸

- b) Instrument sisaldab nõudeõigust väljastaja vastu. Erinevalt näiteks kullast- või hõbedasest müntidest ei ole elektroonilisel rahal reaalelulist väärtust. Kuigi nii elektrooniline raha kui ka paberraha on oma olemuselt usaldusel põhinevad rahavormid, erinevad nad olulistest aspektides. Ajalooliselt oli paberraha konverteeritav ning esindas mingisugust väärtust, mille sai paberraha emitendilt välja nõuda. Tänapäeval on paberrahal küll seadusliku maksevahendi staatus, kuid see ei ole enam emitendi vastu konverteeritav ega välja nõutav. Elektrooniline raha seevastu väljendab alati nõuet emitendi vastu, kes on kohustatud tasuma elektroonilise raha omanikule vastava rahasumma. EMD2 põhjenduspunkti 13 kohaselt on elektrooniline raha käsitatav müntide ja pangatähtede elektroonilise asendajana, mida kasutatakse maksevahendina;
- c) Instrument tuleb säilitada elektroonilisel andmekandjal. EMD2 põhjenduspunktist 8 nähtuvad kaks peamist e-raha säilitamisviisi. Esiteks võib elektrooniline raha olla talletatud seadmes, mis on kasutaja valduses, näiteks kiipkaardil, nn „taaslaetaval“ maksekaardil või kasutaja arvutisse paigaldatud tarkvaras. Teiseks võib elektrooniline raha olla talletatud finantsteenuse osutajate hallatavates süsteemides.⁶⁹

E-raha on eeskätt arenenud elektroonilise kaubanduse kontekstis, kus seda kasutatakse internetis ostetud kaupade ja teenuste eest tasumiseks. Praktikas kasutatakse elektroonilisi rahakotte ja ettemaksekaarte ka vähemtähtsate tehingute tarbeks jaekaubanduses. Tehnoloogia areng ning kasvav usaldus isikute vahel on loonud käesolevaks hetkeks olukorra, kus elektroonilise raha vastuvõtjateks ei ole üksnes äriühingud, vaid üha enam ka eraisikud. Seetõttu võib elektroonilise raha ringlus aktiivselt laieneda, sarnaselt traditsioonilise paberraha kasutusele.⁷⁰

Tehnoloogilised arengud viitavad füüsilise raha järkjärgulisele asendumisele elektrooniliste rahavormidega, olgu need käsitatavad kitsamas mõttes reguleeritud elektroonilise rahana või laiemalt elektrooniliste ülekannete süsteemina.⁷¹

⁶⁸ Madrid Parra, A. Electronic Money Tokens Under the MiCA Regulation. – Pastor Sempere, C. (toim). Governance and Control of Data and Digital Economy in the European Single Market. Cham: Springer 2025, lk 206.

⁶⁹ *ibid*, lk 207.

⁷⁰ *ibid*, lk 207.

⁷¹ *ibid*, lk 207.

E-raha token

MiCA artikli 3 lõike 1 punkti 7 kohaselt on e-raha token krüptovara liik, mille eesmärk on säilitada stabiilne väärtus, järgides ühe ametliku vääringu väärtust. Järgnev punkt MiCA määruses defineerib ametlikku vääringut kui riigi ametlikku vääringut, mida emiteerib keskpank või muu rahaasutus. Ka põhjenduspunktides sätestab määrus, et tegemist on e-rahale väga sarnase instrumendiga ning et ka e-raha tokeneid kasutatakse tõenäoliselt maksete tegemiseks.

Järelikult on legaaldefiniitsiooni korral tegemist hajusraamatu tehnoloogial baseeruva instrumendiga, mille eesmärk on säilitada ühe ametliku vääringu väärtust, nt eurole või ameerika dollarile.

Ehkki vastavalt MiCA 19. põhjenduspunktile võivad e-raha ja ametlikku vääringut järgivad krüptovarad täita majanduslikult sarnast funktsiooni, erinevad need oluliselt õiguslikult. EMD2 kohaselt on e-raha omanikul alati nõudeõigus emitendi vastu ning õigus nõuda e-raha lunastamist nimiväärtuses igal ajal. Mitmed ametlikku vääringut järgivad krüptovarad aga sellist tagatud nõudeõigust varasemalt ei andnud või lunastusõigust omakorda piirasid, mistõttu ei kuulunud need krüptovarad e-raha direktiivi kohaldamisalasse. Nõudeõiguste puudumine või piiramine omakorda vähendas krüptovara omanike usaldust ning võisid tekitada regulatiivse lünga. Taoliste riskide vältimiseks käsitleb MiCA e-raha tokeneid laiapõhjaliselt ning näeb ette, et neid võivad emiteerida üksnes krediitiasutused või tegevusloaga e-raha asutused, ning et nende lunastamine peab igal hetkel olema võimaldatud väljaantud tokenite nimiväärtuses. Oluline on, et vastavalt MiCA artiklile 50 ei tohi e-raha tokeni emitent ega e-raha tokenitega seonduvate krüptovarateenuste osutaja maksta e-raha tokeni omanikule intressi.

Ka ESMA poolt avaldatud lakooniline teabedokument kirjeldab kokkuvõtlikult e-raha tokenit kui krüptovara, mis püüab hoida stabiilset väärtust ühe ametliku vääringu suhtes. Tokeni omanikul on õigus saada tokeni väljastajalt raha tagasi tokeni täies nimiväärtuses.⁷²

MiCA-st lähtuvalt on e-raha tokeni defineerimise kriteeriumid seega järgnevad:

- a) Token on loodud hajusraamatu tehnoloogial;
- b) Tokeni eesmärk on säilitada stabiilset väärtust;

⁷² EBA; EIOPA; ESMA. Joint ESAs factsheet on crypto-assets. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-10/Joint_ESAs_Factsheet_on_crypto-assets.pdf (22.02.2026).

- c) Token järgib üht ametlikku vääringut;
- d) Tokenit kasutatakse tõenäoliselt maksetehinguteks.

Kuigi MiCA käsitleb e-raha tokeneid krüptovara liigina, on nende funktsionaalne sarnasus EMD2 tähenduses e-rahaga siiski ilmne. Küsimus seisneb aga selles, kas tegemist on üksnes tehnoloogilise variatsiooniga samast õiguslikust institutsioonist või kujutab e-raha token endast kvalitatiivselt uut õigussubjekti. Regulaatiivsest perspektiivist on tegemist kahe erineva institutsiooniga, millel on väga sarnased omadused. Ka regulaatiivse järelevalve kui tegevusloa taotlemise perspektiivist on kriteeriumid sarnased. Lisaks käsitatakse MiCA artikli 48 lõige 2 kohaselt e-raha tokenit e-rahana.

2.3.2. Varapõhised tokenid (ART)

MiCA artikli 3 lõige 5 defineerib varapõhiseid tokeneid kui krüptovara liiki, mis ei ole e-raha token ja mille eesmärk on säilitada stabiilne väärtus, järgides mõnda muud väärtust või õigust või nende kombinatsiooni, sealhulgas üht või mitut ametlikku vääringut. Siinkohal tasub välja tuua, et MiCA-s on kasutatud varapõhise tokeni defineerimisel välistust e-raha tokeni kujul.

Varasemat kinnitab samuti ESMA juhised krüptovarade standardiseeritud klassifitseerimise osas, tuues välja, et kui krüptovara ei esinda üht ametlikku vääringut, vaid püüab säilitada stabiilset väärtust tuginedes mõne muule väärtusele või õigusele (või nende kombinatsioonile) või mitmele ametlikule vääringule, siis tuleb seda krüptovara käsitleda kui varapõhist tokenit.⁷³

MiCA põhjenduspunkt 40 kohaselt võidakse varapõhiseid tokeneid laialdaselt kasutusele võtta väärtuse ülekandmiseks, säilitamiseks ja vahetusvahenditeks mistõttu omavad seetõttu endas kõrgemat riski krüptovara omanikele.

Tasub toonitada, et Finantsinspektsiooni veebilehel pole veel käesoleval hetkel ühtegi varapõhise tokeni emitenti ei Eestis ega ülepiirilisel registreeritud turuosaliste registrisse, küll aga eksisteerib arvestades hulk ülepiirilisi krüptovarateenuse osutajaid, kellest visuaalselt enamik on registreeritud kas Iirimaal või Hollandis.⁷⁴

⁷³ EBA; EIOPA; ESMA. Guidelines on templates for explanations and opinions, and the standardised test for crypto-assets, under Article 97(1) of Regulation (EU) 2023/1114. JC 2024 28, 10.12.2024. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-03/JC_2024_28_Guidelines_on_explanations_and_opinions_and_the_standardised_test_for_crypto-assets_under_MiCA.pdf, lk 9-10 (20.02.2026).

⁷⁴ Finantsinspektsioon. Varapõhise tokeni emitendid. – <https://www.fi.ee/et/investeerimine/varapohise-tokeni-emitent/investeerimine-0/varapohise-tokeni-emitendid> (21.04.2026).

Tuntuimad varapõhised tokenid globaalsel tasandil on PAX Gold (PAXG), Tether Gold (XAUt) ja ajalooliselt Libra (Diem). Nagu ka PAXG ja XAUt'i täisnimed viitavad, on tegemist „tokeniseeritud kullaga“.

PAXG puhul on tegemist digitaalse varaga, kus ühe tokeni omamine esindab üht troojauntsi (*troy ounce*) reaalsest füüsilisest kullast, mida hoitakse varakambris Londonis. Kuna PAXG on tagatud reaalse füüsilise kullaga, järgib token samamoodi globaalset kulla hinda. PAXG on ülesseatud Ethereumi natiivsesse plokiahelasse. Kõik tehingud toimuvad nutilepingute poolt sätestatud reeglite alusel, eemaldades protsessist võimalikud inimtekkelised vead. Sarnaselt kõikidele Ethereumi plokiahela baasil loodud tokenitele, on PAXG ööpäevaringselt kättesaadav tehingute tegemiseks, erinevalt tavaliselt kullast, millega saab teha tehinguid ainult konkreetse kullaturu tavapärasel tööajal.⁷⁵

Sarnaselt PAXG-le on ka XAUt seotud füüsilise kullaga, ning on samuti asutatud Ethereumi natiivsest protokollist lähtudes. Küll aga tasub mainida, et XAUt pole Euroopa Liidu IP-aadressiga sisenedes internetikasutajale kättesaadav, andes viidet, et töö kirjutamise hetkeks pole vastav emitent Euroopa Liidus tegevuseks luba saanud või taotlenud.⁷⁶

Käsitletud näidetega võrreldes oli MiCA-s sätestatud varapõhiste tokenite definitsioonile kõige lähedasem Libra. Libra puhul oleks tegemist olnud globaalse makseinfrastruktuuri krüptovaraga. Libra't oleks hallanud Šveitsis, Genfis registreeritud mittetulundusühing Libra Association. Libra token oleks tagatud Libra reserve'i poolt, mis oleks koosnenud riigivõlakirjadest ning hoiustest erinevates valuutades (USD, EUR, YEN, jne). Libra väärtust oleks sisuliselt arvatud reservis olevatelt valuutade kaalutud keskmiselt, mis oleks omakorda jagatud eksisteerivate Libra tokenitega. Mis aga kõige olulisem, siis Libra oleks baseerunud hajusraamatu tehnoloogial.⁷⁷

Võttes arvesse, et vastavalt Rootsi Riksbanki koostatud memorandumile, oli 2019. aastal Facebookil 2,4 miljardit kasutajat, kujutas Libra endast globaalsele majandusele tol hetkel suurt ohtu. Tol hetkel olid sellele vastu nii Ameerika Ühendriigid, tuues välja puuduliku eksisteeriva regulatsiooni, kui ka Euroopa Liit, ning Libra vajus nn õiguslikku limbosse.⁷⁸

⁷⁵ Paxos. Paxos | Pax Gold (PAXG). – <https://www.paxos.com/pax-gold>, (*white paper*) (22.02.2026).

⁷⁶ Tether Gold. Tether Gold (XAUt) - digital token backed by physical gold. – <https://gold.tether.to/faq> (22.02.2026).

⁷⁷ Segendorf, B.; Eklöf, H.; Gustafsson, P.; Landelius, A.; Cicović, S. What is Libra? – Sveriges Riksbank Economic Commentaries, No. 9, 29.10.2019, lk 1-3.

⁷⁸ France Finance Minister Calls Facebook Libra a Threat to 'Monetary Sovereignty'. – News18, 13.09.2019. – <https://www.news18.com/news/tech/france-finance-minister-calls-facebook-libra-a-threat-to-monetary->

Vastavalt MiCA artiklile 16, peab varapõhiste tokenite emitent omandama asjakohaselt riiklikult asutuselt tegevusloa või juba omama krediidasutuse tegevusloa. Muu hulgas ei tohi ka varapõhiste tokenite emitent ega varapõhiste tokenitega seonduvate krüptovarateenuste osutaja MiCA artikli 40 alusel maksta varapõhiste tokenite hoidmise eest tokeni omanikule intressi.

Autor leiab, et „varapõhine token“ pole ingliskeelse termini *asset-referenced token*'i kõige täpsem eestikeelne vaste. Finantsõiguses kannab sõna *asset* spetsiifilisemat majanduslikku tähendust, mida sõna „vara“ eesti keeles täiel määral ei vahenda. Seetõttu võib eestikeelne termin jätta mõiste sisust esmapilgul eksitava või vähemalt ebapiisavalt täpse mulje.

Seega, kuigi esmapilgul võib mistahes vara, sh finantsinstrumentide, tokeniseerimine viidata varapõhiste tokenitele, pole selline järeldus korrektne. Varapõhiste tokenite kvalifitseerimine on kitsas, ning väljapoole emitendi poolt omatud varapõhiste tokenitele omistatud tagatisvara on igasugune seostamine finantsinstrumentidega n-ö. „keelatud“, sest sellisel juhul võiks tokenise kvalifitseeruda juba finantsinstrumendina ning kuuluda MiFID II kohaldamisalasse. Varapõhise tokeni keskseks tunnuseks on selle eesmärk säilitada stabiilne väärtus, tuginedes seejuures alus- või referentsvarale. Sellest lähtuvalt oleks autori hinnangul õigusselgus suurem, kui varapõhise tokeni eestikeelne määratlus seostuks täpsemalt just stabiilse referentsväärtuse ning selle kaudu juba teisel tasandil stabiilsuse säilitamise eesmärgiga. See võimaldaks mõistet selgemini piiritleda õigusakti enda tasandil.

Veel enam, kui MiCA ei sea varapõhiste tokenite määratlemisel oma olemuselt enam keskele kohale stabiilsuse mõistet, vaid just stabiilse referentsväärtusega seotuse, siis jääb ebaselgeks, kas nende kategooriate seaduslikud definitsioonid MiCA tasandil täidavad piisava selgusega hetkel oma funktsiooni.

2.4. Muud krüptovarad kui ART-d ja EMT-d ning kasutustokenid

MiCA kolmas põhikategooria hõlmab nn „muid krüptovarasid“ kui varapõhised tokenid ja e-raha tokeneid. Kategooria ilmne eesmärk on olla nii öelda. katuskategooriaks kõikidele tokenitele, mis ei ole seotud mingisuguse alus- või referentsvaraga. Muud krüptovarad ei anna üldjuhul sarnaselt teiste krüptovarialiikidega nõudeõigust emitendi vastu ning nende väärtus enamikes olukordades tuleneb turuosaliste spekulatsioonist. Muud krüptovarad MiCA

sovereignty-2307541.html (22.02.2026)., Murphy, H. Donald Trump hits out at Facebook's Libra and bitcoin. – Financial Times, 12.07.2019. – <https://www.ft.com/content/57692326-a452-11e9-974c-ad1c6ab5efd1> (22.02.2026).

tähenduses on eelduslikult kõige laiem kategooria. Huvitaval kombel on Euroopa Pangandus Instituut (EBI) samas sedastanud, et äärmiselt kahetsusväärne on asjaolu, et Bitcoin ei mahu MiCA raamidesse ära, võttes arvesse eriti seda, et tegemist on märkimisväärselt suurima kasutajaskonnaga krüptovaraga, isegi kui teenused, mis hõlmavad Bitcoin'i vahendamist, müümist vmt. on MiCA poolt hõlmatud.⁷⁹ Korduvalt on toonitatud, et sellel kategoorial on residuaalne väärtus, hõlmata kõiki muid tokeneid, mis ei tugine mõnele alusvarale.⁸⁰

Viimase eristusena terminite defineerimise tasandil eristab MiCA veel eraldi kasutustokenit. Tegemist pole siiski eraldi kategooriaga, vaid vastavalt MiCA põhjenduspunktile 18 kolmanda kategooria, muude krüptovarade, kui ART-ide ja EMT-de, poolt hõlmatud krüptovarialiigiga.

Muid krüptovarasid, kui ART-d ja EMT-d, saab emiteerida juriidiline isik, omamata selleks tegevusluba. Emiteerimise korral tuleb täita MiCA artikli 4 punktis 1 sätestatud loetelu. Muu hulgas sätestab vastav artikkel täiendava hulga välistusi, vastavalt tokeni omadustele, turu suurusele ning tokeni hinnale, võimaldades emitendi jaoks, võrreldes varapõhiste ning e-raha tokenite, veelgi lihtsamat emiteerimisprotsessi.

Kasutustokenid

MiCA artikli 3 lõike 1 punkt 9 defineerib kasutustokenit kui krüptovara liiki, mille ainus eesmärk on anda juurdepääs kaubale või teenusele, mida pakub või osutab selle emitent. Üldjuhul tähendab see ligipääsu- või kasutusõigust mingile funktsioonile, teenusele või rakendusele. Muu hulgas ühes MiCA varasemas redaktsioonis rõhutati, et kasutustokeni primaarne eesmärk on toetada digiplatvormi ökosüsteemis teenuste toimimist, mitte pakkuda klassikalist finantstulu.⁸¹

Kasutustokenite näitena saab tuua tokeneid, millega saab kasutada hajusraamatu tehnoloogiale baseeruvaid teenuseid, näiteks pilvelahendusi (Filecoin).⁸² Töö autori hinnangul on tähelepanuväärne, et mitmete plokiahelate natiivsed või siis nn „alustokenid“, nagu Ethereum, Cardano ja Binance Smart Chain Token võivad sisuliselt teisalt toimida ka kasutustokenitena, kuna need võimaldavad juurdepääsu oma plokiahela ökosüsteemi teenustele ja funktsioonidele. Ethereum ja Cardano kuuluvad muu hulgas kümne suurima turuväärtusega krüptovara⁸³ hulka

⁷⁹ Lehmann, M. (viide 5), lk 4.

⁸⁰ Sokol, M.; Rostáš, D. Sale of Crypto-Assets as an Alternative Form of Financing Business Companies. – International and Comparative Law Review 2025, Special Issue, lk 414.

⁸¹ van Oosten, M.; Hillen, L. MiCA: The Introduction of an EU-wide Regulatory Framework for Crypto-assets. – European Journal of Law Reform 2023/25(1–2), lk 135.

⁸² *ibid.*

⁸³ CoinMarketCap. *Cryptocurrency Prices, Charts And Market Capitalizations.*(viide18) (21.04.2026).

ning nende soetamine on suurele osale turust seotud pigem hüpoteetilise ja spekulatiivse finantstulu, kui millegi muuga.

Erinevalt varapõhistest tokenitest ning e-raha tokenitest, ei anna kasutustokenid üldjuhul lunastamisõuet emitendi vastu. Kasutustokeni eesmärk on ennekõike võimaldada kasutustokeni omanikule vastava tokeniga seotud natiivsele plokiahelale ja sellel võimaldatud teenustele ligipääs. Tokenite kasutusõigused võivad sõltuda erinevatest asjaoludest ja praktikas võib neid samuti mõjutada tokeni hind.⁸⁴

Ameerika Ühendriikides on selliseid krüptovarasid alternatiivselt nimetanud *digital commodity'teks*, defineerides neid kui krüptovarasid, millel puuduvad majanduslikud omadused või õigused, tuues näidetena juba ülalmainitud ETH, Cardano (ADA) ja ka Bitcoin (BTC).⁸⁵

MiCA kohaselt on kasutustokeni ainsaks keskseks omaduseks ligipääsu loomine hajusraamatu tehnoloogial baseeruvale hüvele või teenusele.

Paralleelselt leiab töö autor, et kasutustoken on MiCA-s liialt kitsalt defineeritud. MiCA kasutustokeni definitsioon eeldab, et tokeni ainus eesmärk on tagada juurdepääs kaubale või teenusele, mida pakub või osutab kasutustokeni emitent. Kasutustokenitel on praktikas tihti multifunktsionaalne otstarve – olla nii kasutustoken, kui samaaegselt väärtuse edasikandja. Näitena võib siinkohal tuua ETH, mille turuväärtus on seotud nii tema kasutuse, vajalikkuse, reaalse turuväärtuse kui ka FOMO-ga (*fear of missing out*). Lisaks väärtuse kandmisele, verifitseeritakse ETH abil ka Ethereum plokiahelates tehinguid. Peale subjektiivse väärtuse, omavad nad täiendavalt ka maksevahendi funktsiooni. Seega ei piirdu ETH roll üksnes subjektiivse väärtuse kandmisega, vaid sellel on ühtlasi maksevahendi ja võrgu toimimist tagava instrumendi funktsioon. Ka Ameerika Ühendriikide käsitle näitel on oluline märkida, et kuigi nimetatud krüptovarasid, nagu ETH, ADA ja BTC, käsitatakse kasutustokenitena, on nende omanike peamine majanduslik kasu praktikas sageli seotud spekulatiivse hinnatõusuga

2.5. MiCA kohaldamisala välistused

MiCA ilmselge eesmärk ei ole reguleerida kõiki digitaalsete või plokiahela-põhiseid varasid, vaid täita regulatiivne lünk nende krüptovarade osas, mis ei ole hõlmatud olemasoleva finantsõiguse raamistikuga. Seetõttu jäävad MiCA-st väljapoole: (i) krüptovarad, mis

⁸⁴ van Oosten; Hillen, lk 135.

⁸⁵ SEC; CFTC. Application of the Federal Securities Laws to Certain Types of Crypto Assets and Certain Transactions Involving Crypto Assets. Release Nos. 33-11412; 34-105020; File No. S7-2026-09, 2026, lk 14.

kvalifitseeruvad traditsiooniliste finantsinstrumentidena ja seega kuuluvad MiFID II-s kehtestatud regulatsiooni alla, mida töö raames käsitletakse 3. peatükis, (ii) ainulaadsed ja mitte-vahetatavad NFT-d, (iii) mitteülekantavad tokenid (nt lojaalsuspunktid), (iv) traditsioonilised finantspositsioonid nagu hoitud ja fondid ning (v) keskpankade poolt emiteeritud digitaalsed valuutad (ingl. *keeles Central Bank Digital Currency* ehk CBDC-d). Viimaseks hoidub MiCA ka täielikult detsentraliseeritud (DeFi) süsteemide, kus puudub tsentraliseeritud emitent või teenusepakkuja, käsitlemisest.⁸⁶

2.5.1. NFT-d

MiCA põhjenduspunkti 10 kohaselt ei tuleks kohaldada MiCA-t krüptovarade suhtes, mis pole asendatavad muu krüptovaraga, sealhulgas digitaalse kunsti ja kogumisobjektide suhtes (tuntud ka kui *NFT* d ehk *non fungible tokens*). Sama põhjenduspunkti teine pool sätestab, et MiCA-t ei tuleks samuti kohaldada krüptovarade suhtes, mis esindavad teenuseid või materiaalselt vara, mis on ainulaadsed ja mitteasendatavad, nagu tootegarantiid ja kinnisvara.

Seejuures on vastavalt MiCA põhjenduspunktile 11 leitud, et juhul kui asendamatu krüptovara saab murdosadeks jagada, pole nende murdosade puhul enam tegemist mitteasendatavate ja ainulaadsete krüptovaradega. Siinkohal on relevantne tuvastada, et asendamatus kriteeriumi üheks näitajaks on esiteks emiteeritava krüptovara kogus ja tunnuskoode, kuid ühtlasi ka selle krüptovara poolt esindatavad varad ja õigused.

Kuigi sarnaselt teiste krüptovaradega võivad NFT-d olla turul kaubeldavad ning neile võib olla omane nende väärtuse subjektiivsus, siis neil puudub asendatavuse kriteerium, mis on omane teistele krüptovaradele. Arvestades, et iga NFT on unikaalne, pole ühe NFT väärtust teisega võimalik võrrelda, luues seeläbi turu keskmise hinna ja väärtuse ning tekitades seeläbi turuosalistel usaldust. Sel samal põhjusel on ka Euroopa seadusandja otsustanud NFT-d jätta MiCA kohaldamisalast välja, hinnates, et nimetatud kriteeriumid piiravad NFT-de võimalikku kasutamist finantsotstarbel.⁸⁷

Muu hulgas on MiCA väljatöötamise käigus pädevad asutused mõõnnud, et kuigi ainulaadsed ja mitteasendatavad krüptovarad jäävad määruse kohaldamisalast üldjuhul välja, ei välista see nende võimalikku kvalifitseerimist finantsinstrumentidena.

⁸⁶ EBA; EIOPA; ESMA. Joint ESAs factsheet on crypto-assets. 06.10.2025. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-10/0b10e48a-1a95-404c-b771-8bdb6503aac1/Updated%20Joint%20ESAs%20Factsheet%20on%20crypto-assets_CY_EN.pdf (23.02.2026).

⁸⁷ van Oosten; Hillen, lk 127.

Seejuures tuleb arvestada, et MiCA võib kohalduda ka NFT-de fraktsioonidele ehk osadele, mis koos moodustavad ühe NFT. Kui sellised osad on oma olemuselt asendatavad, turul kaubeldavad ja hajusraamatu tehnoloogia abil ülekantavad, ei erine need õiguslikult relevantsete tunnuste poolest enam oluliselt muudest MiCA kohaldamisalasse kuuluvatest krüptovaraliikidest.⁸⁸

Autori hinnangul on küsitav MiCA lähenemine, mille kohaselt jäetakse NFT-d üldjuhul määruse kohaldamisalast välja, tuginedes eeskätt nende asendamatus ja ainulaadsuse tunnustele ning eeldusele, et neil puudub finantsotstarve. Praktika osutab siiski sellele, et teatavatel NFT-del võib olla märkimisväärne majanduslik väärtus ning nendega võivad kaasneda täiendavad õigused. Näiteks võõrandati 2021. aastal üks Bored Ape Yacht Club'i⁸⁹ kollektiooni kuuluv NFT ligikaudu 3,4 miljoni euro eest. Lisaks omandiõigusele NFT üle võivad sellised tokenid anda omanikule ligipääsu suletud kogukondadele, eriüritustele või muudele täiendavatele hüvedele.⁹⁰

Sellest tulenevalt tekib küsimus, kas NFT-de üldine väljajätmine MiCA kohaldamisalast on kõigil juhtudel põhjendatud. Kui teatavad NFT-d omavad märkimisväärset turuväärtust ning annavad oma omanikele lisaks NFT-ga seonduvale varalisele väärtusele ka konkreetseid õigusi või hüvesid, võib nende täielik välistamine krüptovaraõiguslikust raamistikust osutada regulatiivselt ebapiisavaks. Probleemi süvendab asjaolu, et sellisel juhul ei allu NFT-dega seotud turutegevus Euroopa Liidu tasandil ühtsele ja selgelt piiritletud finantsõiguslikule regulatsioonile.

2.5.2. Mitteülekantavad krüptovarad ja DeFi

MiCA põhjenduspunktist 17 tulenevalt krüptovara määratluse alla ka digitaalsed varad, mida ei saa teistele omanikele üle kanda. See tähendab, et ehkki tokenil võib esineda eespool kirjeldatud peatükkides käsitletud kolmele krüptovara kategooriale omaseid tunnuseid, on ta krüptovara definitsiooni alt välistatud, kui seda tokenit pole tehniliselt võimalik otse üle kanda kellelegi muule kui vastava digitaalse vara emitendile või pakkujale.

⁸⁸ *ibid.*

⁸⁹ Bored Ape Yacht Club – kollektioon Ethereumi plokiahelal loodud NFT-dest. Eelduslikult seni kuulsaim NFT-de kollektioon, mis sai palju meediakaja tänu suurele volatiilsusele.

⁹⁰ Asak, R. Most Expensive Bored Ape: Record-Breaking NFT Sales. – Coinpaper, 23.07.2024. – <https://coinpaper.com/4902/most-expensive-bored-ape-record-breaking-nft-sales> (22.02.2026).

Täielikult detsentraliseeritud krüptovarade kohta on MiCA põhjenduspunkti 22 sätestanud, et juhul kui krüptoval puudub tuvastatav emitent, ei peaks vastav krüptovara olema reguleeritud MiCA poolt. Samas kui nimetatud krüptovarade võimaldamine turuosalistele on hõlmatud tsentraliseeritud isiku poolt, siis saab öelda, et ka MiCA sellises olukorras kohaldub – ehk osaline tsentraliseeritus. Siinkohal on relevantne samuti mainida, et ESMA ei käsitle ühegi oma suunise raames detsentraliseeritud krüptovarasid.⁹¹

Arvestades, et suurima turuväärtusega krüptovara Bitcoin on oma olemuselt detsentraliseeritud, kuna tema emitent on tuvastamata, oleks MiCA regulatsioonile omase taksonoomia omamiseta just krüptovarateenuse pakkujate perspektiivist, turul märkimisväärne potentsiaalne ohukoht.

⁹¹ Sokol; Rostáň, lk 417.

3. Krüptovarade piiritlemine finantsinstrumentidest

Magistritöö seisukohalt on MiCA artikli 2 lõike 4 punkti a kohaselt keskse tähtsusega välistuseks finantsinstrumendid. Finantsinstrumendid on loetletud MiFID II I lisa C jaos ning nende pakkumist, emiteerimist ja nendega seotud teenuste osutamist reguleerib Euroopa Liidu finantsõiguse raamistik.

Kuigi MiCA põhineb suures osas finantsõiguse reeglitel, ning seda on teatud osades kirjeldatud isegi kui „*copy-paste*“ lähenemist, erineb see siiski mitmetes olulistes aspektides traditsioonilisest finantsõigusest. Näiteks on finantsinstrumentidele kehtivad prospektimääruse teabenõuded märksa rangemad kui MiCA kohased nõuded krüptovarade *white paper*'itele. Samuti on turukuritarvituste regulatsioon erinev: näiteks kui MAR⁹² kohustab emitente koostama siseteabe nimekirju, siis MiCA sellist kohustust ette ei näe. Seetõttu on EBI seisukohal, et traditsioonilise finantsõiguse piiritlemine MiCA-st on siinkohal võtmekohaks. Veel enam, kuna finantsõigus pole kaugeltki ühene selles, kuidas on defineeritud finantsinstrumendid, on ebaselgus jätkuv.⁹³

MiCA kehtestab finantsinstrumentide vaatest krüptovarade regulatiivse raamistiku eeldusel, et krüptovarad, mis kvalifitseeruvad finantsinstrumentideks MiFID II tähenduses, jäävad MiCA kohaldamisalast välja. Sellest tulenevalt on krüptovarade ja finantsinstrumentide piiritlemine MiCA süsteemis keskse tähtsusega. MiCA artikli 2 lõike 5 alusel anti ESMA-le mandaat täpsustada tingimusi ja kriteeriume, mille alusel krüptovara kvalifitseerub finantsinstrumendiks, ning ESMA on selle mandaadi täitmiseks koostanud suunised krüptovarade finantsinstrumentideks kvalifitseerimise tingimuste ja kriteeriumide kohta (edaspidi töö raames: **Suunised**).⁹⁴ 2026. aasta märtsis tuli ka Ameerika Ühendriikide väärtpaberi- ja börsikomisjon (U.S. Securities and Exchange Commission, edaspidi: SEC) välja tõlgendusega, mis selgitab, kuidas föderaalset väärtpaberiseadused kohalduvad teatud krüptovaradele ja nendega seotud tehingutele. Dokumendis esitatakse tokenite jaotus (nt digitaalsed kaubad, kolleksioneeritavad tokenid, stabiilsusmündid, digitaalsed väärtpaberid) ning selgitatakse, millistel juhtudel mitte-väärtpaberist krüptovarad võivad kuuluda

⁹² Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. aprill 2014, turukuritarvituste kohta (turukuritarvituste määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ.

⁹³ Lehmann, M., lk 6.

⁹⁴ESMA. Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments. ESMA75453128700-1323, 19.03.2025. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-03/ESMA75453128700-1323_Guidelines_on_the_conditions_and_criteria_for_the_qualification_of_CAs_as_FIs_ET.pdf (21.04.2026), lk 6.

investeeringulepingute alla ja millal vastav seos võib katkeda.⁹⁵ Kuigi magistritöö keskne fookus on finantsinstrumentide ja krüptovarade piiritlemisel Euroopa Liidu õiguses, pakub Ameerika Ühendriikide regulatiivne käsitlus SEC poolsete aktuaalsete selgitustega kasulikku võrdlusmomenti.

3.1. Piiritlemise metoodiline raamistik

Käesolevas töös kasutab autor Suuniseid metoodilist analüüsi abistava juhisenä. Ühtse piiritlemise eesmärgil lähtub autor kolmest omavahel seotud analüütilisest lähtealusest: (i) tokeniga seotud õigused, (ii) tokeni majanduslik funktsioon ning (iii) nende tunnuste suhestumine MiFID II finantsinstrumentide kategooriate ja MiCA regulatiivse süsteemiga.

Arvestades, et Suunised on ESMA poolt loodud MiCA-s sisalduva mandaadi alusel, on töö kirjutamise hetkel tegemist ühe kesksema iseloomuga ametliku dokumendiga, mis turuosalisi kvalifitseerimisel abistab. Seetõttu keskendub analüüs ennekõike Suunistes käsitletud neljale relevantseimale finantsinstrumentide kategooriale: vabalt võõrandatavate väärtpaberite kriteeriumidele, (ülekantavus, kapitaliturul kaubeldavus ja makseinstrumendi välistus), rahaturuinstrumentidele, investeerimisfondi osakutele, tuletislepingutele ning täiendavalt potentsiaalsetele hübriidtokenitele.

ESMA Suuniste puhul on tegemist Euroopa Liidu nn pehme õiguse ehk *soft law*'ga, mille praktiline kasulikkus sõltub suuresti konkreetse juhtumi asjaoludest. Õiguskirjanduses on märgitud, et kuigi ESMA juhendid on formaalselt soovitusliku iseloomuga ega kujuta endast siduvat õigusakti, võib nendel finantssektori eripära tõttu olla praktikas arvestatav mõju. Finantssektoris kujunenud regulatiivne keskkond soosib olukorda, kus pehme õiguse allikate tegelik tähendus võib osutada suuremaks, kui nende formaalne õiguslik laad esmapilgul eeldaks.⁹⁶

Tokeni kvalifitseerimisel kas krüptovaraks või finantsinstrumendiks, ei tohiks riigi- ja järelevalveasutused ning vastavate turgude osalised kvalifitseerimise esimese sammuna üldpõhimõtte kohaselt võtta arvesse konkreetse krüptovara tehnoloogilise esitlemise vormi, vaid arvestama „sisu üle vormi“ põhimõttega. Seetõttu ei tohiks juba eksisteeriva finantsinstrumendi täiendav tokeniseerimine muuta finantsinstrumenti krüptovaraks.

⁹⁵ SEC; CFTC. Application of the Federal Securities Laws to Certain Types of Crypto Assets and Certain Transactions Involving Crypto Assets. Release Nos. 33-11412; 34-105020; File No. S7-2026-09, 2026. – <https://www.sec.gov/files/rules/interp/2026/33-11412.pdf> (21.04.2026).

⁹⁶ Tammer, S. Soft law võidukäik finantssektoris: kas mittesiduv õigusel on võimalus tuua riigisiselt kaasa siduvaid õiguslikke tagajärgi? – *Juridica* 2023/8, lk 650.

Tehnoloogianeutraalsust on seadusandja ka MiCA põhjenduspunktides korduvalt toonitatud.⁹⁷ Järelikult tuleb ennetavalt toonitada, et see kuidas tokenit tehniliselt esitletakse või kuidas seda nimetatakse, pole selle analüüsi raames määrav.

Töös rakendatakse eelkirjeldatud metoodilist raamistikku järgnevate peatükkide raames, sidudes käsitletava finantsinstrumendi kategooria puhul tokeniga seotud õigused, selle majanduslik funktsioon ning lõplik normatiivne kvalifikatsioon.

3.2. Vabalt võõrandatavate finantsinstrumentide piiritlemine

Krüptovara kvalifitseerimine vabalt võõrandatavaks väärtpaberiks sõltub sellest, kas tokeni õiguslik-majanduslik ülesehitus vastab MiFID II artikli 4 lõike 1 punktis 44 sätestatud tunnustele. Küsimus ei ole tokeni tehnilises vormis, vaid selles, kas token kehastab õigusi, mis on võrreldavad aktsiate, võlakirjade või muude kapitaliturul kaubeldavate väärtpaberitega. Turuosalistel ning pädevatel asutustel on seega kohustus hinnata järgnevaid kriteeriume:

- Token ei tohi olla makseinstrument;
- Token on teatavat liiki väärtpaber; ning
- See väärtpaber on kapitaliturul vabalt kaubeldav.⁹⁸

Seega lihtsustatult öeldes, juhul kui krüptovara token hõlmab endas ülalmainitud õigusi ning omadusi, kvalifitseeritakse see token väärtpaberiks. Järelikult töös kasutatava metoodika alusel eeldab see väärtpaberilaadse õiguspositsiooni tuvastamist, investeerimisele- või kapitali kaasamisele suunatud majanduslikku funktsiooni ning normatiivse kvalifikatsiooni tasandil vastavust ülalmainitud kolmele MiFID II artikli 4 lõike 1 punktist 44 tulenevatele tunnustele.

Makseinstrumendi kriteerium

Regulatsiooni lähemal analüüsil ilmneb, et juhul, kui krüptovaral esinevad makseinstrumendile omased tunnused, tuleb seda käsitada maksevahendina kasutatava krüptovarana. Selle lähenemise aluseks on MiFID II süsteem, mille kohaselt on maksevahendid vabalt võõrandatavate väärtpaberite mõiste alt välistatud artikli 4 lõike 1 punkti 44 alusel. Kuna ei MiFID II ega MiCA sisalda makseinstrumendi autonoomset definitsiooni, tuleb selle mõiste sisustamisel lähtuda eelkõige PSD2 regulatsioonist ning samuti ESMA ja EBA vastavatest seisukohtadest ja juhistest. Olukorras, kus krüptovara ühendab endas mitmeid erinevaid

⁹⁷ESMA. Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments, lk 7 p 14.

⁹⁸ *ibid*, lk 7 p 14.

tunnuseid, sealhulgas makseinstrumendile omaseid elemente, tuleb selle õigusliku kvalifikatsiooni kindlaksmääramiseks läbi viia iga üksikjuhtumi põhine eraldi analüüs, et määrata kindlaks kõige täpsem õiguslik käsitus. Seega on makseinstrumendi välistuse kohaldamisel määrav, et token erineks investeerimisfunktsiooniga väärtpaberist nii talle omistatud õiguste kui ka majandusliku funktsiooni poolest ning seeläbi täidaks peamiselt makse- või kasutusfunktsiooni.

Väärtpaberi liigi kriteerium

Väärtpaberi liigi kriteeriumi hindamisel tuleb arvestada kahte peamist tunnust: (i) kas tokenid on välja antud sama emitendi poolt ning (ii) kas need tokenid on omavahel asendatavad, andes samaliigiliste tokenite omanikele võrdsed õigused ja kohustused. Siinkohal pole oluline, kui tokenite emiteerimise käigus väljastatakse teadlikult mitut tüüpi samasuguseid tokeneid või mitte, tingimusel, et erinevate tüüpide raames väljastatud tokenite õigused ja kohustused on selgelt eristatavad.⁹⁹

Kui on tuvastatud, et krüptovaral on eelnevalt mainitud kaks tunnust, tuleb järgmise sammuna hinnata, kas see vastab vabalt võõrandatava väärtpaberi tunnustele ning millise MiFID II artikli 4 lõike 1 punktis 44 alapunktides a kuni c loetletud väärtpaberiliigiga oleks see kõige võrreldavam. Selleks analüüsitakse, kas tokeniga kaasnevad õigused on sisult samaväärsed tavapärase väärtpaberite õigustega. Näiteks tokenid, mis annavad aktsiatele omaseid õigusi (osalus äriühingus, hääleõigus üldjuhtimise küsimustes, dividendiõigus või siis juba õigus likvideerimistulule), tuleks käsitada aktsialaadsete väärtpaberitena.¹⁰⁰ Järelikult on omatud õiguste tasandil määrav, et tokeniga kaasnevad õigused oleksid võrreldavad väärtpaberitest tulenevate õigustega.

Suunistes on konkreetselt välja toodud ka kasutustokenid, mis oma olemuselt on tihti asendamatud ning annavad tokeni omanikule samad õigused ja kohustused. Vastavalt Suunistele pole kasutustokenite puhul siiski üldjuhul tegemist vabalt võõrandavate väärtpaberitega, kui need ei paku finantsinstrumentidele omast finantstulu, isegi siis kui need on soetatud spekulatiivsel eesmärgil.¹⁰¹

Väärtpaberi tunnustele võivad viidata ka tokenid, mis annavad nende omanikule õiguse omandada või võõrandada traditsioonilisi väärtpabereid või mille väärtus või rahaline arveldus

⁹⁹ *ibid*, lk 8 p 18.

¹⁰⁰ *ibid*, lk 9 p 22.

¹⁰¹ *ibid*, lk 9, p 23.

sõltub alusvarast, nagu väärtpaberid, valuutad, intressimäärad, tootlused, kaubad või muud indeksid ja näitajad.¹⁰² Võlakirjasarnasteks väärtpaberiteks võib pidada ka selliseid krüptovarasid, mis sisuliselt väljendavad võlasuhet, näiteks olukorras, kus token esindab emitendi rahalist võlga tokeni hoidja ees.¹⁰³ Sama kehtib tokenite kohta, millega kaasneb lubadus maksta omanikule regulaarset intressi ja/või tagastada tulevikus põhiosa.¹⁰⁴ Lisaks tuleb arvestada, et sellised instrumendid võivad kuuluda ka MiFID II mõttes „muude väärtpaberite“ hulka, kui need annavad alust rahalisele arveldusele, mis määratakse viitega väärtpaberitele, valuutadele, intressimääradele, tootlustele, kaupadele või muudele indeksitele või näitajatele.^{105 106}

Sarnaselt Euroopa Liiduga, kuulub ka USA õiguses *security*'te (Euroopa Liidu ekvivalent sõnale „*financial instrument*“ ehk „finantsinstrumentidele) alla suur hulk vabalt kaubeldavaid väärtpabereid, muu hulgas osad, aktsiad, võlakirjad kui ka teised finantstooted nagu investeerimislepingud, jne.¹⁰⁷ Dokument sedastab, et USA finantsõigus pole mõeldud kohalduma instrumentidele, mis on soetatud tarbimiseks.

Seega ei ole määrav, et token on „token“, vaid et ta on standardiseeritud õiguste kandja. Mida enam meenutavad tokeniga seotud õigused aktsiast või võlakirjast tulenevaid õigusi, seda tugevam on argument vabalt võõrandatava väärtpaberi kvalifikatsiooni poole.

Kapitaliturul kaubeldavuse kriteerium

Kolmanda ning viimase kriteeriumina tuleb hinnata, kas krüptovara on kapitaliturul kaubeldav. Kui tokeni ülekandmisele kehtivad sisulised piirangud, mis takistavad või välistavad selle vabalt võõrandamise, näiteks kui ülekandmine on lubatud ainult emitendile või see on tehniliselt välistatud, ei saa sellist instrumenti pidada vabalt võõrandatavaks väärtpaberiks.¹⁰⁸

Krüptovara on kaubeldav, kui seda on võimalik vabalt üle anda või sellega vabalt kaubelda. Mõistet tõlgendatakse seejuures laialt: piisab juba võimalusest token üle kanda või sellega kaubelda. Sellest tulenevalt on MiFID II artikli 4 lõike 1 punktis 44 sätestatud kaubeldavuse

¹⁰² *ibid* lk 9, p 26.

¹⁰³ *ibid*, lk 9-10, p 25.

¹⁰⁴ *ibid* lk 10, p 26.

¹⁰⁵ *ibid*, lk 10, p 27.

¹⁰⁶ Vt. allpool, ptk. 3.4. CMC20.

¹⁰⁷ SEC; CFTC. Application of the Federal Securities Laws to Certain Types of Crypto Assets, lk 10.

¹⁰⁸ ESMA. Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments, lk 10, p 28.

kriteerium krüptovarade puhul üldjuhul alati täidetud, sest hajusraamatu tehnoloogia üks peamisi eesmärke on võimaldada omandiõiguse üleminekut müüjalt ostjale.¹⁰⁹

Eelmistes lõikudes käsitletud retoorika leidis nii positiivset kui negatiivset kriitikat Suunistele korraldatud avaliku konsultatsiooni raames, milles said õigus- ja konsultatsioonibürood, pangandussektori esindusorganisatsioonid, turuosalised, riikide pädevad asutused ja paljud teised Suunistele tagasisidet anda.¹¹⁰

Nimelt toetati tehnoloogianeutraalsust ning „sisu üle vormi“ stiilis lähenemist probleemile. Küll aga toodi välja, et vabalt võõrandatavus on liialt laialt defineeritud. Samuti mõningate asjaosaliste hinnangul ei tuleks krüptovara defineerida automaatselt finantsinstrumendiks, kui nad on vabalt kaubeldavad. ESMA sõnas, et eelnevalt mainitud kolme kriteeriumi tuleb kohaldada kumulatiivselt, eristamaks finantsinstrumente ning krüptovarasid.¹¹¹

Normatiivse kvalifikatsiooni tasandil ei ole seega kaubeldavus krüptovarade puhul enamasti keskne raskuskoht, määravamaks osutuvad tokeni poolt omatud õigused ja tokeni majanduslik funktsioon.

Autori hinnangul ei ole kõik MiFID II I Lisa C jaos toodud finantsinstrumendi kategooriad krüptovarade kontekstis võrdselt problemaatilised. Vabalt võõrandatavate väärtpaberite puhul on analüüs võrdlemisi klassikaline: kui token kehastab selgelt aktsia-, võlakirja- või muud väärtpaberilaadset õigust ning ta on ülekantav, peaks MiFID II loogika toimima ka hajusraamatu tehnoloogia puhul suhteliselt hästi. Täiendavalt, kuna ESMA on seadnud vabalt võõrandatavate väärtpaberite piiritlemiseks kolm kumulatiivset kriteeriumit, siis on nende piiritlemine koos metoodikaga eelduslikult teiste finantsinstrumentidega kergeim, kuna välistavaid kriteeriumeid on kõige rohkem. Suuremad piiritlemiskasused tekivad pigem seal, kus token ei võta üle traditsioonilise instrumendi tavapärasest õiguslikku vormi, vaid läheneb sellele läbi keerukama õigusliku konstruktsiooni ning majandusliku funktsiooni, nagu töös

¹⁰⁹ *ibid*, lk 10, p 29.

¹¹⁰ ESMA. Consultation Paper on the draft guidelines on reverse solicitation under the Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA). ESMA35-1872330276-1619, 29.01.2024. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-01/ESMA35-1872330276-1619_Consultation_Paper_on_the_draft_guidelines_on_reverse_solicitation_under_MiCA.pdf (23.02.2026).

¹¹¹ ESMA. Final Report: Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments. ESMA75453128700-1323, 17.12.2024. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-12/ESMA75453128700-1323_Final_Report_Guidelines_on_the_conditions_and_criteria_for_the_qualification_of_CAs_as_FIs.pdf (21.04.2026), lk 11, p 18.

järgnevalt käsitletavat rahaturuinstrumente, investeerimisfondi osakud, tuletisinstrumente ja muud hübriidtokenid.

3.3. Rahaturuinstrumentide, investeerimisfondi osakute ja tuletisinstrumentide piiritlemine

Rahaturuinstrumentide piiritlemine krüptovaradest

Rahaturuinstrumentina kvalifitseerumiseks peab token MiFID II artikli 4 lõike 1 punkti 17 tähenduses kuuluma selliste instrumentide hulka, millega tavapäraselt rahaturul kaubeldakse, ega tohi olla makseinstrument. Rahaturuinstrumentide normatiivsete tunnuste kohaselt peavad rahaturuinstrumentid olema rahaturul kaubeldavad, likviidsed ning sellise väärtusega, mida on võimalik igal ajal täpselt kindlaks määrata.¹¹²

Suunistes korratakse sama lähtekohta ja rõhutatakse, et rahaturuinstrumentina saab käsitada üksnes sellist krüptovara, mis vastab selle üldisele määratlusele.¹¹³ Hindamisel tuleb vaadata, kas krüptovaral on klassikalistele rahaturuinstrumentidele iseloomulikud tunnused, näiteks sarnasus lühiajaliste riigikassa võlakirjade, hoivesertifikaatide ja/või kommertsipaberitega. Rahaturuinstrumente iseloomustab eelkõige asjaolu, et tegemist on üldjuhul lühiajaliste ja kaubeldavate võlakohustustega, mille abil riigid, krediitiasutused või äriühingud kaasavad rahalisi vahendeid. Samuti peab krüptovara väljendama krediitdisaldot tõendavat nõuet ja samuti ka sisaldama tagasimaksekohustust, eristudes seejuures tavapärasest pangahoiusest.¹¹⁴ Täiendavalt on rahaturuinstrumentidele omane lühike tähtaeg. Seetõttu peab krüptovaral olema muu hulgas kindlaks määratud lunastus- või lõpptähtaeg või lühike jääktähtaeg, mis kattub rahaturuinstrumentide lühiajalisuse põhitunnusega.¹¹⁵ Õiguste tasandil on seega määrav, kas krüptovara annab omanikule emitendi vastu sellise nõude, mis on sisult võrreldav lühiajalise kohustusega.

Lähtudes varapõhiste tokenite ja e-raha tokenite kontseptsiooni ühest alusväärtusest, milleks on vastavate tokenite omanike igaaegne lunastamisõigus vastu emitenti, ei erine

¹¹² ESMA. Final Report: Technical advice to the European Commission on the review of the UCITS Eligible Assets Directive. ESMA34-2087785638-1548, 26.06.2025, p 109, lk 31. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-06/ESMA34-2087785638-1548_Final_report_on_the_Technical_Advice_on_the_review_of_the_UCITS_EAD.pdf (21.04.2026).

¹¹³ ESMA. Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments, lk 11, p 33.

¹¹⁴ *ibid.*, lk 11-12, p 34.

¹¹⁵ *ibid.*, lk 12, p 35.

rahaturuinstrumentid esmapilgul krüptovaradest. Samas pole varapõhiste tokenite ja e-raha tokenite majanduslik funktsioon kapitali teatud eesmärgil kaasata, erinevalt rahaturuinstrumentidest. Järelikult erinevad fundamentaalselt ka krüptovarade ning rahaturuinstrumentide majanduslikud funktsioonid.

SEC on alternatiivselt välja toonud, et fikseeritud lunastusõigus, üks ühele tagatus ega stabiilse väärtuse säilitamise eesmärk ei muuda instrumenti veel iseenesest väärtpaperiõiguslikuks investeerimisinstrumentiks. Määravaks jääb, kas instrument omab iseseisvat tootlus- või võlasuhet.¹¹⁶ Sama loogika kattub kohati ka ESMA seisukohaga, et stabiilsust säilitada püüdev token ei ole rahaturuinstrument pelgalt seetõttu, et selle väärtus on seotud rahalise referentsiga või et seda saab kindlatel tingimustel tagasi lunastada. Samas ei välista keegi seda, et turuosalised soetaksid varapõhiseid- või e-raha tokeneid eeldusel, et alusvara läheb kallimaks, nt deflatsiooni või muude globaalsete majandusnähtuste tõttu.

Mõnel turul pakutakse ka krüptovaradega seotud lühiajalisi säästmislahendusi, mille eesmärk on säilitada krüptovaravara suhteline stabiilsus ning võimaldada omanikule tootlust. Juhul kui sellistel lahendustel on lühike tähtaeg ja tootluskomponent, võivad need teatud ulatuses sarnaneda rahaturuinstrumentidele omaste tunnustega.¹¹⁷

Näite korras toob ESMA Suuniste 36 punktis esile situatsiooni, kus äriühing emiteerib platvormil kaubeldava krüptovara tokeni, mis toimib lühiajalise laenuinstrumentina. Nimetatud token esindab kredidialdot, mille laenaja peab lühikese perioodi lõppedes koos intressiga tokeni omanikule tagasi maksma. Kuigi tokeni väärtus on stabiilsuse eesmärgil seotud euroga, võib hind intressi akumulatsiooni tõttu teatud määral kõikuda. Kui nimetatud tunnused ja teised asjakohased kriteeriumid on täidetud, tuleb sellist krüptovara käsitada omadustelt analoogsena lühiajalise võlakohustusega ning seega võib see kvalifitseeruda rahaturuinstrumentiks.¹¹⁸ Selle näite puhul viitab õiguste tasandil rahaturuinstrumentidele tokeni poolt väljendatav lühiajaline nõue emitendi vastu, majandusliku funktsiooni tasandil selle kasutamine lühiajalise rahastamisvahendina ning normatiivse kvalifikatsiooni tasandil selle sarnasus klassikalise lühiajalise võlakohustusega

¹¹⁶ SEC; CFTC. Application of the Federal Securities Laws to Certain Types of Crypto Assets, lk 55-58.

¹¹⁷ ESMA. Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments, lk 12, p 35.

¹¹⁸ *ibid*, lk 12, p 36.

Töö autori hinnangul ei seisne keerukus üksnes selles, kas konkreetne token oma tunnustelt sarnaneb rahaturuinstrumentidele, vaid eelkõige selles, kuidas suhestada rahaturuinstrumenti loogikat MiCA alusel reguleeritud varapõhiste ja e-raha tokenitega. Kuigi MiCA kohaselt võivad varapõhiste tokenite tagatisvarad hõlmata muu hulgas finantsinstrumente, sealhulgas vastavalt MiCA artikli 36 lõike 1-le ning artikkel 38-le kõrgelt likviidseid varasid, ei tähenda see, et selline token kvalifitseeruks automaatselt rahaturuinstrumentiks MiFID II artikli 4 lõike 1 punkti 17 tähenduses. Pigem võib kujuneda kihiline struktuur, kus alusvara koosneb finantsinstrumentidest, kuid tokeni enda õiguslik kvalifikatsioon sõltub sellest, kas ja milliseid õigusi see annab tokeni omanikule.

Seetõttu ei seisne probleem niivõrd MiCA ja MiFID II samaaegses kohaldumises sama instrumendi suhtes, vaid pigem vajaduses eristada tokeni kvalifikatsiooni selle reservi või tagatisvara struktuurist. Nii varapõhised tokenid kui ka e-raha tokenid annavad oma olemuselt omanikule nõudeõiguse — eelkõige õiguse token vastu emitenti lunastada. Samas ei saa pelgalt nõude olemasolust järeldada, et tegemist oleks rahaturuinstrumenti või muu finantsinstrumendiga, kuna taoline käsitlus eeldab täiendavalt ka muude kriteeriumide täidetust, sealhulgas instrumendi kuulumist vastavasse instrumentide liiki, tähtsajalisust ja selle kaubeldavuse võimalikkust rahaturul.

Lisaks ei määra nõude formaalne olemasolu selle tegelikku majanduslikku väärtust, kuna nõude realiseeritavus sõltub selle täitmise tingimustest, kuludest ning võlgniku maksevõimest. Seetõttu ei ole nõude olemasolu iseenesest piisav alus, et käsitada tokenit finantsinstrumendina, eriti olukorras, kus rahaturuinstrumenti väärtus peab igal hetkel olema tuvastatav.

Investeeringufondi osakute piiritlemine krüptovaradest

Krüptovara võib kvalifitseeruda investeeringufondi osakuks juhul, kui see võimaldab investoritel paigutada vahendeid digitaalsesse investeeringuskeemi ning annab tokeni omanikule õiguse saada proportsionaalne osa hallatava portfelli tootlusest ja lunastada tokeni portfelli väärtuse vastava osa vastu, ilma et hoidja osaleks investeeringusotsuste tegemises või investeeringustrateegia kujundamises.¹¹⁹ Kvalifikatsiooni vastu räägib aga see, millises ulatuses on tokeni omanikel kollektiivselt püsiv kaalutusõigus või kontroll fondi varade igapäevase valitsemise üle. Seejuures ei oma otsustavat tähtsust, kas juhtimisotsused tehakse

¹¹⁹ ESMA. Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments,, lk 13, p 38.

inimtegevuse, algoritmide või nutilepingute kaudu; määrav on hoopis see, kas valitsemine toimub rangelt etteantud investeerimispoliitika raamides.¹²⁰ Järelikult õiguste tasandil näitab investeerimisfondi osak omaniku õigust osale investeerimisfondi portfelli tootlusest ja/või õigust osalusele investeerimisfondist vastavas proportsioonis.

Krüptovara saab MiFID II tähenduses käsitada investeerimisfondi osakuna üksnes juhul, kui krüptovaraga seotud korraldus vastab kollektiivse investeerimise põhielementidele. Pädevad asutused ja finantsturu osalised peaksid hindama, kas projekt hõlmab:

- (i) mitme investori kapitali koondamist,
- (ii) selle kapitali investeerimist kindlaksmääratud investeerimispoliitika alusel ning
- (iii) eesmärki saavutada koondtulu investorite kasuks. Seejuures ei ole oluline, kas osalejad panustavad raha, sularahalisi ekvivalente või krüptovarasid.¹²¹

Majandusliku funktsiooni tasandil on seega määrav, et tokeni taga olev skeem teeniks kollektiivse investeerimise eesmärki.

Alternatiivselt sätestab ESMA teistes, AIMFD¹²² suunistes, et kollektiivse investeerimisega on tegemist, kui:

- (i) ettevõtjal ei ole üldist kaubanduslikku ega tööstuslikku eesmärki;
- (ii) ettevõtja koondab oma investoritelt kaasatud kapitali investeerimise eesmärgil, et teenida nende investorite jaoks ühist tootlust; ja
- (iii) ettevõtja osaku- või aktsiaomanikel kui kollektiivsel rühmal puudub igapäevane otsustusõigus või kontroll. Asjaolu, et ühele või mitmele, kuid mitte kõigile, nimetatud osaku- või aktsiaomanikule on antud igapäevane otsustusõigus või kontroll, ei tähenda, et ettevõtja ei oleks kollektiivne investeerimisettevõtja.¹²³

Suuniste punktis 40 tuuakse näitena esile ka likviidse panustamise (*staking*) olukorrad: kui token väljendab osa kogumisse panustatud varadest saadud panustamispreemiast, võib

¹²⁰ *ibid*, lk 13, p 39.

¹²¹ *ibid*, lk 12, p 37.

¹²² Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2011/61/EL, 8. juuni 2011, alternatiivsete investeerimisfondide valitsejate kohta ning millega muudetakse direktiive 2003/41/EÜ ja 2009/65/EÜ ning määrusi (EÜ) nr 1060/2009 ja (EL) nr 1095/2010.

¹²³ ESMA. Guidelines on key concepts of the AIFMD. ESMA/2013/611, 13.08.2013. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-611_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_-_en.pdf (21.04.2026), lk 5.

tekkida analüüsikoht investeerimisfondi sarnasuse osas. Kui aga puudub kolmanda isiku poolne kollektiivne valitsemine kindlaksmääratud investeerimispoliitika alusel ning kasutajatel säilib sisuline kontroll panustatud tokenite üle ning võimalus nendega (oluliste piiranguteta) kaubelda, ei tuleks sellist tokenit üldjuhul käsitada investeerimisfondi osakuna.¹²⁴

ESMA rõhutab, et investeerimisfondi osaku kvalifitseerimiseks ei ole määrav ei portfelli hajutatus ega osakute likviidsus. Otsustav on, et krüptovara eesmärk on anda investoritele koondtulu, mis tuleneb alusvarade omandamise, hoidmise või müügi kaudu tekkinud koondatud riskist, ning et investoritel on õigus saada oma osalusele vastav osa kasumist või kahjumist.¹²⁵ Kui krüptovara kvalifitseerub alternatiivse investeerimisfondi osakuks või aktsiaks, tuleb eeskätt hinnata, kas esineb kindlaksmääratud investeerimispoliitika ning kas projektil puudub üldine kaubanduslik või tööstuslik eesmärk, mis viitaks pigem äriprojektile kui investeerimisfondile.¹²⁶ Normatiivsest eesmärgist lähtuvalt ei ole seega otsustav tokeni nimetus või ülesehitus, vaid et selles esineksid kollektiivse investeerimis tunnused – omaniku õigus portfelli tootlusele ning majanduslik eesmärk teenida läbi selle tulu.

Töö autori hinnangul on MiFID II mõttes kollektiivse investeerimisettevõtja osaku ja MiCA alusel reguleeritud varapõhise tokeni vahel teatud struktuurne sarnasus, kuna mõlemal juhul on tegemist õigusega, mille väärtus on seotud alusvarade kogumiga. Lihtsustatud kujul annab investeerimisfondi osak õiguse osaleda fondi tootluses proportsionaalselt investori osalusega, samas kui varapõhise tokeni väärtus on seotud reserv- või alusvaradega. Oluline erinevus seisneb siiski nende instrumentide eesmärgis: varapõhise tokeni puhul on keskne väärtuse stabiilsuse säilitamine, investeerimisfondi osaku puhul aga tootluse kasvatamine. Lähtudes just majandusliku funktsiooni kvalifitseerimisest vastavalt metoodikale, on just see eesmärgierinevus piiritlemise raames keskse tähtsusega.

Alternatiivne piiritlemisküsimus võib tõusetuda *staking'u* korral. Kui isik annab oma krüptovara teatud perioodiks kolmanda isiku kontrolli alla eesmärgiga võimaldada selle kasutamist panustamismehhanismis ning saab selle eest tasu, võib see pealtnäha meenutada kollektiivset investeerimisskeemi. Sellest hoolimata ei saa *staking'ut* pidada investeerimisfondi laadseks üksnes põhjusel, et kasutaja saab tasu ja tema vahetu kontroll vara üle on ajutiselt piiratud. Õiguslikult määrav on küsimus, kas tegemist on kollektiivse

¹²⁴ *ibid.*, lk 13, p 40.

¹²⁵ *ibid.*, lk 13, p 41.

¹²⁶ *ibid.*, lk 13-14, p 42.

valitsemisega etteantud investeerimispoliitika alusel vastuvõetavate otsuste ja eesmärgipärase tootlusega, või pelgalt teenusega, mille raames kasutatakse krüptovara tasuna tehnilise funktsiooni täitmise eest.

Ka normitehnilisest vaatepunktist ei ole selline lahendus probleemivaba. AIFMD reguleerib eeskätt investeerimisfondide valitsejaid ja nende tegevust, samas kui Suunised ja MiCA keskenduvad peamiselt instrumendi enda kvalifitseerimisele. Seetõttu on lähenemine regulatiivsel tasandil paratamatult üldistav.

Suunistega on ESMA-le sisuliselt antud ülesanne täpsustada, kuidas eristada kollektiivseid investeerimisskeeme, mille osakud või aktsiad on finantsinstrumendid, sellistest krüptovaradest, mille puhul sarnane majanduslik positsioon on väljendatud tokeni vormis. Praktikast tähendab see, et turuosalised peavad tegema olulisi ja potentsiaalselt kõrge riskiga kvalifitseerimisotsuseid peamiselt *soft law* alusel. See võib omakorda suurendada õiguselgusetust, kuna ekslik kvalifitseerimine võib kaasa tuua tõsiseid õiguslikke tagajärgi. Täiendava probleemina võib veel välja tuua selle, et erinevad regulatiivsed käsitlused ei lähtu investeerimisfondi mõiste määratlemisel alati samast loogikast: ühes lähenemises nähakse fondi pigem organisatsioonilise struktuurina, teises aga selle sisuliste tunnuste ja toimimisloogika kaudu.

Tuletislepingute piiritlemine krüptovaradest

Viimase suurema kategooriana, on töö autor pidanud vajalikuks piiritleda tuletisinstrumente krüptovaradest. Tuletisinstrumentide puhul seisneb Suuniste peamine väärtus selles, et need eristavad kahte analüütiliselt erinevat olukorda. (i) Esiteks võib krüptovara olla tuletisinstrumendi alusvaraks olukorras, kus tuletislepingu väärtus seotakse krüptovara hinna või tootlusega. (ii) Teiseks võib krüptovara ise olla kujundatud viisil, mis vastab tuletisinstrumendi tunnustele, mistõttu tuleb hinnata, kas see kvalifitseerub finantsinstrumendiks MiFID II tähenduses.¹²⁷ Eristus on oluline, kuna esimesel juhul jääb krüptovara ise väljapoole tuletisinstrumendi kvalifikatsiooni, teisel juhul aga võib tokeni enda õiguslik vorm varjata selle tegelikku majanduslikku sisu. Seetõttu rõhutavad Suunised ka siin tehnoloogianeutraalsest ja „sisu üle vormi“ lähenemisest põimitud analüüsi.

¹²⁷ *ibid*, lk 14, p-d 44, 45 ja 48.

Esimeses olukorra tuleb asjakohastel isikutel kaaluda, kas krüptovara on üldse tuletisinstrumentide aluseks olevate tuletislepingute puhul kõlblik alusvara või mitte. Siinkohal peab alusvaraks olev krüptovara vastama MiFID II I Lisa C jao punktides 4-10 sätestatud kategooriatele. ESMA on näitena toonud olukorra, kus krüptovara suhtes on sõlmitud müügikokkulepe, mille kohaselt üks pool kohustub tulevikus ostma teiselt poolelt kindla koguse krüptovara eelnevalt määratud hinnaga. Seega hõlmab taoline instrument kohustust anda krüptovara lepingus määratud kuupäeval ja hinnaga üle teisele isikule, või maksta kinni kokkulepitud turuhinna vahe, hoolimata sellest, milline on turuhind.¹²⁸ Praktikas ei ole tegemist erandliku nähtusega, vaid laialdaselt kasutatava lahendusega, mida suuremad krüptovarateenuse pakkujad on juba pikemat aega pakkunud nt futuurilepingute vormis.¹²⁹ Muu hulgas sedastab ESMA Suuniste 47 punktis, et kui selline kokkulepe loob tulevikus täidetava kohustuse ning selle kohustuse väärtus sõltub alusvaraga seotud hinnaliikumisest, võib selline kokkulepe oma olemuselt vastata tuletislepingu tunnustele.¹³⁰

Teisel juhul on relevantne hinnata, kas krüptovara ise vastab tuletislepingu tunnustele. Suuniste kohaselt tuleks seega kontrollida eelkõige seda (i) kas tokeni omaniku õigused tulenevad tulevikukohustusel põhinevast lepingust (nt *forward*, optsoon, *swap* või varem mainitud futuur), mis eeldab ajalist vahet kokkuleppe ja lepingu täitmise vahel, või (ii) kas tokeni väärtus sõltub kindlaksmääratud alusvara väärtusest, ning (iii) kas arveldus (st. tootlus) toimub MiFID II I lisa C jao punktides 4-10 sätestatud instrumentides.¹³¹ Tokenil peab olema on selge võrdlusalus, kas siis intressimäära, indeksi, finantsinstrumendi enda või muu loetletud alusvara korras ning tuletisinstrumendi enda väärtus peab olema seotud alusvara väärtusega. Kui krüptovara ei tulene määratletud alusvarast, vaid on nn iseseisev krüptovara, tuleb seda tuletislepingust eristada.¹³²

Mõlemal juhul on määrav, et õiguste tasandil annaks token omanikule õiguse või kohustuse, mille sisu sõltub tulevikus täidetavast kriteeriumist või alusvara väärtuse muutusest. Majandusliku funktsiooni tasandil viitab tuletisinstrumendile see, kui tokeni eesmärk on anda

¹²⁸ *ibid.* lk 14, p-d 46-47.

¹²⁹ Vt. Binance. Cryptocurrency Futures, Crypto Futures Trading, Binance Futures. – <https://www.binance.com/en/futures/home> (21.04.2026). või Crypto.com. Futures Contract Trading Frequently Asked Questions (“FAQs”). – <https://help.crypto.com/en/articles/5311587-futures-contract-trading-frequently-asked-questions-faqs> (21.04.2026).

¹³⁰ ESMA. Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments, lk 14, p 47.

¹³¹ *ibid.* lk 15, p 48.

¹³² *ibid.* lk 15, p 49.

tokeni omanikule hinnapositsioon, tootlus või mõni muus seos alusvara suhtes, mitte toimida iseseisva krüptovarana.

Vähese konkreetse näitena on ESMA Suuniste raames toonud välja mitmeid eristusi just tuletisinstrumentide peatükis, näiteks varapõhiste tokenite osas, viidates, et kui tokeni väärtus määratakse kindlaks tagatisvara kaudu, tuleks seda käsitada varapõhise tokenina. Kui väärtus kujuneb vastupidiselt sünteetiliselt, st järgides mõnda muud vara, õigusi, väärtust või kõiki eelnevaid, võib olla tegemist tuletisinstrumentiga.¹³³ Metoodika vaates ei seisne siin küsimus mitte niivõrd alusvaraks oleva krüptovara enda kvalifitseerimises, vaid selles, et normatiivse kvalifikatsiooni tasandil võib tuletisinstrumenti staatuse omandada alusvarale viitav lepinguline positsioon.

Eelnev on ilmne näiteks indeksit jälgendavate krüptovarade puhul. Juhul kui token annab kokkulepitud perioodi jooksul õiguse konkreetse krüptovaraindeksi tootlusele või selle väärtus arveldatakse indeksi muutuse alusel, võib see oma olemuselt meenutada *swap*'i või *futuuri*.¹³⁴ Taolisel juhul viitab õiguste tasandil indeksipõhine väljamakse, majandusliku funktsiooni tasandil sünteetilise turupositsiooni loomine ja hoidmine, ning normatiivse kvalifikatsiooni tasandil sarnasus klassikalise tuletisinstrumentiga sellele, et tegemist võib olla finantsinstrumentiga MiFID II tähenduses.¹³⁵

Seega kokkuvõtlikult kui tuletislepingu alusvara on krüptovara või mõni muu vara, on tegemist varapõhise tokeniga. Kui aga tuletisleping baseerub millelgi välisel, näiteks konsensuse mehhanism arvutab omaniku tootlikkust, on tegemist tuletisinstrumentiga. Töö autor Suunistes tooduga siinkohal ei nõustu ning soovib täheldada, et MiCA artikli 37 kohaselt on varapõhiste tokenite emitendil kohustus säilitada likviidset tagatisvara, selleks et rahuldada varapõhiste tokenite omanike lunastamisõigusi. Muu hulgas sätestab sama artikli lõige 3 punkt c, et tagatisvara võib eksisteerida ka finantsinstrumentide kujul. Seega ehkki konkreetne varapõhine token pole ehitatud üles seotuna finantsinstrumentiga stabiilsuse säilitamiseks, võib finantsinstrument olla omakorda eelneva tagatiseks. Ebakõla tekib, kui varapõhiste tokenite omanik soovib lunastamise korral emitendilt oma rahalist panust tagasi saada, ent likviidsuse puudumise korral võidakse talle väljastada nimiväärtuses panustatud raha asemel hoopis finantsinstrumente. Eelneva põhjal võib teatud kriteeriumide ja asjaolude

¹³³ *ibid*, lk 15-16, p 50.

¹³⁴ *ibid*, lk 16, p 52.

¹³⁵ Vt. Lisaks ptk. 3.7, CMC20.

kokkusattumisel eeldada, et ka varapõhiseid tokeneid võib alusvara tagatisvarana luua finantsinstrumentidele, isegi kui nende väärtus ei kujune sünteetiliselt.

Viidatud potentsiaalse probleemi leevendamiseks on seadusandja toonud MiCA artikli 38 lõikes 1 välja, et varapõhiste tokenite emitent võib tagatisvara investeerida ainult väga likviidsetesse ning usaldusväärsetesse finantsinstrumentidesse ja seda ka piiratud ulatuses. Emitendil lasub kohustus finantsinstrumendid võõrandada likviidsustprobleemide korral. Kokkuvõtlikult on autor seisukohal, et MiCA ja MiFID II lähenemine on liialt dualistlik tuletisinstrumentide piiritlemisel krüptovaradest.

Autori seisukohta peegeldavad ka SEC juhised, mille kohaselt võivad mitmed *non-security crypto asset'id* (krüptovarad MiCA mõistes) toimida futuurilepingute alusvarana, ilma et see asjaolu muudaks alusvara ennast väärtpaperiks. SEC rõhutab seejuures sõnaselgelt, et futuurilepingu alusvaraks olemine ei ole iseenesest kriteerium, mis määraks krüptovara finantsinstrumendilise staatuse.¹³⁶

Kokkuvõttes kinnitab ka tuletisinstrumentide analüüs, et määrav ei ole tokeni tehniline vorm ega üksnes selle seos mõne alusvaraga, vaid selle omanikule antavad õigused, tokeni majanduslik funktsioon ning nende tunnuste vastavus tuletisinstrumendi normatiivsele kirjeldusele.

3.4. DLT-põhised finantsinstrumendid, hübriidtokenid ja piiripealsed juhtumid

DLTR-i on käesoleva magistritöö raames käsitletud varasemalt peatükis 1.3. DLT Pilot Regime (DLT katsekord, edaspidi: DLTP) kujutab endast Euroopa Liidu õiguses eraldiseisvat katsekorda turuinfrastruktuuridele, mis kasutavad hajusraamatu tehnoloogiat finantsinstrumentidega kauplemisel ja arveldamisel, ja mis on loodud DLTR-i alusel. DLTR ei reguleeri krüptovarasid MiCA mõistes, vaid võimaldab läbi DLTP turuosalistel katsetada hajusraamatu tehnoloogiale põhinevate turuinfrastruktuuridega üksnes nende instrumentide puhul, mis kvalifitseeruvad finantsinstrumentideks just MiFID II mõistes.¹³⁷

DLTR-i keskne eesmärk seisneb hajusraamatu tehnoloogial põhinevate turutaristute katsekorra loomises. Selleks reguleerib määrus selliste turutaristute tegevuslubade andmist ja kehtetuks tunnistamist, kehtestab nende tegevusele kohaldatavad nõuded ning näeb ette vabastused teatud tavapäraselt kohaldatavatest reeglitest. Lisaks sätestab DLTR katsekorraga seotud

¹³⁶ SEC; CFTC. Application of the Federal Securities Laws to Certain Types of Crypto Assets, lk 14 ning SEC joonealune viide 51.

¹³⁷ ESMA. DLT Pilot Regime, (02.03.2026).

järelevalve põhimõtted. Vastavalt DLTR-i artikli 3 lõikele 1 võimaldatakse DLTP raamis kauplemisele võtta järgnevad kolm finantsinstrumenti:

- a) aktsiad, mille emitendi turuväärtus või esialgne turuväärtus on alla 500 miljoni euro;
- b) võlakirjad, muus vormis väärtpaberistatud võlad, sealhulgas selliste väärtpaberite hoidmistunnistused, või rahaturuinstrumentid, mille emissioonimaht on alla 1 miljardi euro, välja arvatud need instrumendid, mis sisaldavad tuletisinstrumenti või on sellise struktuuriga, mis teeb kaasneva riski mõistmise kliendi jaoks keeruliseks, või
- c) MiFID II artikli 25 lõike 4 punkti a alapunkti IV kohaldamisalasse kuuluvad selliste investeerimisfondide osakud, mille valitsetavate varade turuväärtus on alla 500 miljoni euro.

Samaaegselt ei tohi DLTR artikli 3 lõike 2 alusel kõikide DLTP raames kaubeldavate finantsinstrumentide turuväärtuse agregeeritud maksimaalne väärtus ületada 6 miljardit eurot. Sarnaselt MiFID II-s kehtestatud alternatiivsetele turutüüpidele, on ka DLTP mõeldud kohalduma nii mitmepoolsetele hajusraamatu tehnoloogiale baseeruvatele turgudele, kui ka arveldus- ja kauplemissüsteemidele.¹³⁸ Ehkki lahenduse taustal olnud eesmärk oli kahtlemata ambitsioonikas ja innovatsiooni soodustav, tõdes ESMA 2024. aasta rakendusülevaates, et kõnealuseks ajaks ei olnud DLTP-s osalemiseks veel ühtegi eriluba antud.¹³⁹

DLTR ja DLTP sedastavad süsteemselt, et hajusraamatu tehnoloogia kasutamine ei määra instrumendi õiguslikku kvalifikatsiooni: sama tehnoloogia võib teenindada nii krüptovarasid kui ka MiFID II finantsinstrumente - kohalduv õigusakt sõltub krüptovara sisust, mitte tehnilisest vormist. Praktikast pole DLTP märkimisväärset kasutust leidnud, kas siis kõrgetest lävenditest, õiguslikust keerukusest või millestki muust lähtuvalt, mistõttu reaalelulist väärtust DLTP-l veel paraku pole. Eelnevat kinnitab täiendavalt ka OECD (*Organization for Economic Cooperation and Development*, eesti keeles Majandus Koostöö ja Arengu Organisatsioon), kes on sõnanud, et turu likviidsuse ning puuduva ökosüsteemi tõttu ei soovi turuosalised varasid

¹³⁸ *ibid.*

¹³⁹ ESMA. Report on the Functioning and Review of the DLTR – Pursuant to Article 14 of Regulation (EU) 2022/858. ESMA75-117376770-460, 25.06.2025. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-06/ESMA75-117376770-460_Report_on_the_functioning_and_review_of_the_DLTR_-_Art.14.pdf (02.03.2026); PwC Legal. EU's DLT Pilot Regime – where do we stand one year on and what's the outlook ahead? – <https://legal.pwc.de/en/news/articles/eus-dlt-pilot-regime-where-do-we-stand-one-year-on-and-whats-the-outlook-ahead> (02.03.2026).

tokeniseerida.¹⁴⁰ Lõpetuseks toodi välja, et isegi kui ökosüsteem eksisteerib, ei eksisteeri ta kooskõlas kehtiva õigusega.¹⁴¹

Hübriidtokenid ning muud piiripealsed juhtumid

Krüptovara hübriidsete tunnuste korral tuleb selle kvalifikatsioonis prioriteetselt kontrollida, kas tegemist võib olla finantsinstrumendiga. Juhul kui token kannab finantsinstrumendile iseloomulikke tunnuseid, on need liigitamisel määravad ning välistavad vajaduse lähtuda esmalt muudest võimalikest kvalifikatsioonidest, näiteks kasutustokeni omast.¹⁴² Selline lähenemine vastab ka MiCA põhjenduspunktis 9 väljendatud põhimõttele, et finantsinstrumendid jäävad selle määruse kohaldamisalast välja.

CoinMarketCap tõi koostöös Reserve Protocoliga 2025. aasta novembris turule uue krüptovara tokeni lühendiga CMC20 (CoinMarketCap 20 Index). CMC20 kajastab, sarnaselt aktsiaindeksiga, krüptovaraturu 20 suurima turuväärtusega krüptovara indekseeritud hindu. CMC20 indekseerimisel pole arvestusse võetud kahte suurimat MiCA alusel e-raha tokenina kvalifitseeritud tokenit, USDT'd ja USDC'd, mis kuuluvad 20 suurima turuväärtusega krüptovara hulka.¹⁴³ CMC20 on üles ehitatud BNB Smart Chainile.¹⁴⁴ Oma olemuselt on CMC20-l tugevad investeerimisfondi osaku laadsed tunnused.¹⁴⁵ Erinevus tekib sellest, et CMC20-l puudub keskne autoriteet, kes kokku n-ö. „*poolitud*“ rahaga otsuseid vastu võtab. Küll aga kuna BNB ploki ahel võimaldab samuti *stake'imist*, võib CMC20 alternatiivselt muutuda kaudselt investeerimisfondi osakuks, kui CMC20-e emitendid või CMC20-e *stakimist* võimaldavad krüptovarateenuse osutaja *stake'itud* varasid keskselt haldab. Emitendid ise siiski defineerivad CMC20-t krüptovarana.¹⁴⁶ Õiguste tasandil on seega oluline küsida, kas CMC20 annab selle omanikule osaluse kollektiivselt hallatavas varakogumis, nõude konkreetse alusvara suhtes või üksnes indeksi liikumist järgiva majandusliku positsiooni. Majandusliku

¹⁴⁰ Nassr, I. Tokenisation of assets and distributed ledger technologies in financial markets: Potential impediments to market development and policy implications. – OECD Business and Finance Policy Papers, No. 75. Paris: OECD 2025, lk 10–11. – https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2025/01/tokenisation-of-assets-and-distributed-ledger-technologies-in-financial-markets_be149012/40e7f217-en.pdf (05.04.2026), lk 10–11.

¹⁴¹ *ibid*, lk 12.

¹⁴² ESMA. Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments, lk 20, p 74.

¹⁴³ Sephton, C. CMC20 Token Launches: What Is It and How Has It Performed So Far? – Cryptonews, last updated 18.11.2025. – <https://cryptonews.com/exclusives/cmc20-token-launches-what-is-it-and-how-has-it-performed-so-far/> (08.04.2026).

¹⁴⁴ BNB Chain. BNB Smart Chain (BSC): Bring Smart Contracts to BNB Chain. – <https://www.bnbchain.org/en/bnb-smart-chain> (08.04.2026). – *BNB Smart Chain* on maailma suurima krüptovarateenuse osutaja Binance'i natiivne ploki ahel.

¹⁴⁵ Vt. peatükk 3.4..

¹⁴⁶ Reserve. DTF. – <https://dtf.reserve.org/cmc20sp> (08.04.2026).

funktsiooni tasandil ei näi CMC20 peamine eesmärk olevat maksmine ega stabiilsuse säilitamine, vaid investeerimislaadne kokkupuude laiemas krüptovaraturu üldise liikumisega. Normatiivse kvalifikatsiooni tasandil tuleb seetõttu hinnata, kas veenvam on võrrelda seda investeerimisfondi osaku, indeksipõhise vabalt võõrandatava väärtpaberi, tuletisinstrumenti või siiski MiCA mõistes muu krüptovaraga.

Kuigi CMC20 meenutab oma olemuselt varapõhist tokenit, erineb see viimasest eesmärgi poolest. Kui varapõhiste tokenite keskne funktsioon on väärtuse stabiilsuse tagamine läbi alusvaraga seotuse, siis CMC20 eesmärk on järgida krüptovaraturu üldist liikumist. Seetõttu on tegemist pigem kihilise indeksilaadse instrumendiga kui stabiilsust otsiva instrumendiga. Osutatud eesmärgierinevus on majandusliku funktsiooni tasandil keskne ning seob CMC20 olemuse pigem käesoleva töö peatükkides 3.2 ning 3.3. käsitletud kategooriatega kui varapõhiste tokenite loogikaga.

Tasub siiski täheldada, et CMC20-t ei saa hetkel üheltki suuremalt krüptovarateenuse osutajalt Euroopa Liidus soetada.¹⁴⁷

Veel enam, teeb CMC20 õiguslikult huvitavaks just asjaolu, et tokenil esinevad korraga mitme erineva finantsinstrumendi kategooriaga haakuvad tunnused. Eelnevale tuginedes leiab autor, et CMC20 puhul on veenvam rääkida mitte ühest finantsinstrumentide liigist, vaid sellest, et token võib kanda korraga nii indeksipõhise väärtpaberi- kui ka tuletisinstrumentiga seonduvaid tunnuseid.

Kui CMC20 on üles ehitatud BNB plokiahelale, siis ühe olulisema finantsindeksite pakkuja S&P 2025. aasta oktoobris avalikustatud DM50 (Digital Markets 50) koondab endas nii traditsioonilise finantsturu kui ka krüptovaraturu elemente. DM50 seostub Dinari Financial Networki tehnoloogilise taristuga ning ei ole suunatud kõigile turuosalistele, vaid kvalifitseeritud investoritele.¹⁴⁸ DM50 näide kinnitab, et indeksipõhiste tokenite ja tokeniseeritud finantsinstrumentide piir hägustub üha enam. Mida enam selline instrument annab standardiseeritud investeerimispositsiooni välise alusnäitaja suhtes, seda tugevam on vajadus hinnata seda mitte üksnes MiCA, vaid ka MiFID II loogika järgi, veel enam kui aluseks

¹⁴⁷ Binance. Buy CoinMarketCap 20 Index DTF (CMC20): Best Purchase Options & Alternatives. – <https://www.binance.com/en/how-to-buy/coinmarketcap-20-index> (08.04.2026. - Binance küll *listib* ta, ent ei paku ostmiseks.

¹⁴⁸ Dinari. S&P Digital Markets 50 Index. – <https://dinari.com/spdm> (08.04.2026). Dinari pole klassikaline plokiahelateenuse pakkuja, vaid USA's baseeruv tokeniseerimist võimaldav äriühing.

olev investeerimispositsioon on seotud nii traditsiooniliste finantsinstrumentide kui ka traditsiooniliste krüptovaradega.

Hübriidtokenite olemus sõltub eelkõige sellest, millist majanduslikku eesmärki token täidab ning milliseid õigusi või ootusi see turuosalistele loob. Käesolevas töös käsitletud näited illustreerivad krüptovaraturu osaliste loovust ning seeläbi võimalust kujundada väga erinevate ülesehituste ja funktsioonidega tokeneid. Ka levinud krüptovarad, nagu näiteks ETH, täidavad praktikas mitut otstarvet. Samas on õigusliku kvalifikatsiooni seisukohalt oluline, et krüptovara ei saaks üldjuhul samaaegselt vastata mitme MiCA kategooria määratlevatele tunnustele, sest vastasel juhul muutuks ebaselgeks, milline regulatiivne raamistik, kaitsetase, tegevusluba ja sellega seotud kohustused konkreetsetel juhtudel kohalduma peaksid.

Seega kui varasemalt on töö raames konkretiseeritud, et krüptovarad, mis oma sisult sarnanevad klassikalistele finantsinstrumentidele, klassifitseeritakse üldjuhul finantsinstrumentideks, siis erinevate asjaolude kokkusattumisel eristatavus niivõrd lihtne pole. Seda ilmestab näiteks CMC20 token, mille puhul on näha, et ka suuremad turuosalistes katsetavad piire ja ei pruugi alati tegutseda kooskõlas kehtiva õiguse regulatiivse loogikaga.

Analüüsist nähtub, et krüptovarade finantsinstrumentidest piiritlemise tuum ei seisne üksnes finantsinstrumentide kategooriate kirjeldamises, vaid selles, et sama krüptovara token võib erinevates ülesehituse astmetes sarnaneda mitmele erinevale finantsinstrumendile korraga. Seetõttu toimib töös kasutatud meetodika hübriidjuhtumite puhul eeskätt süstematiseeriva vahendina, järjestades, millised õigused tokeniga kaasnevad, milline on selle tokeni majanduslik funktsioon ning milline normatiivne kvalifikatsioon on nende tunnuste pinnalt kõige põhjendatum.

Suuniste viimases punktis märgib ESMA, et „Riikide pädevad asutused ja finantsturu osalistes peaksid arvesse võtma, kas krüptovaral esineb hulk omadusi, mis muudavad selle liigitamise keerukaks (näiteks kas krüptovara täidab mitut rolli või ühendab erinevaid tunnuseid, nagu finantsinstrumendi, maksevahendi ja kasutustokeni aspektid; ning mil määral nende mitmekesiste omaduste ja funktsioonide olemasolu mõjutab krüptovara üldist määratlust)“.¹⁴⁹ Autori hinnangul jätab selline sõnastus lõpliku kvalifikatsiooni liialt avatuks ega paku piisavalt selgeid piiritlemiskriteeriume. Nii kandub märkimisväärne osa kvalifitseerimiskriteeriumidest praktikas

¹⁴⁹ ESMA. Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments, lk 21, p 76.

turuosalistele ja järelevalveasutustele, kes peavad õigusliku ebakindluse tingimustes tegema suure kaaluga otsuseid.

KOKKUVÕTE

Käesoleva magistritöö eesmärk oli selgitada krüptovarade õiguslikku kvalifitseerimist Euroopa Liidu finantsõiguses, keskendudes eeskätt MiCA määruses sätestatud krüptovara mõistele ja liigitusele ning krüptovarade piiritlemisele MiFID II tähenduses finantsinstrumentidest. Töö lähtekohaks oli tõdemus, et MiCA ei reguleeri krüptovarasid kõikehõlmavalt, vaid määratleb oma kohaldamisala olulisel määral välistuste kaudu. Seetõttu muutub krüptovarade õigusliku käsitluse seisukohalt keskseks küsimus, kas konkreetne token kuulub MiCA kohaldamisalasse või kvalifitseerub hoopis MiFID II tähenduses finantsinstrumendiks. Sellest sõltuvad omakorda nii turuosaliste tegevusload, teabe avalikustamise kohustused kui ka järelevalveasutuste pädevus.

Töös püstitati kaks uurimisküsimust:

- (i) millistel õiguslikel kriteeriumidel eristab MiCA krüptovaraliike ning millistel alustel eristuvad need finantsinstrumentidest MiFID II mõistes;
- (ii) millistel juhtudel võivad krüptovarad samaaegselt vastata nii MiCA-s sätestatud krüptovaradele omastele tunnustele kui ka MiFID II finantsinstrumentide tunnustele.

Metoodiliselt tugines töö õigusdogmaatilisele analüüsile, mida täiendati töös kasutatud metoodilise raamistikuga. Krüptovarade ja finantsinstrumentide piiritlemisel lähtus autor kolmest omavahel seotud analüütilisest kriteeriumist: tokeniga seotud õigustest, tokeni majanduslikust funktsioonist ning nende tunnuste suhestumisest MiFID II finantsinstrumentide kategooriate ja MiCA regulatiivse süsteemiga. Krüptovarade ja finantsinstrumentide piiritlemisel olid samuti instrumentaalseks järelevalveasutuste suunised ning juhendid, mida kasutati töös seejuures metoodilist analüüsi abistava toena.

Töö esimene peatükk täitis eeskätt kirjeldavat ja tausta loovat funktsiooni. Autor avas krüptovara kui nähtuse ajaloolise kujunemise, selle funktsionaalse olemuse ning hajusraamatu tehnoloogia rolli krüptovarade toimimises. Peatüki eesmärk oli luua vajalik tehnoloogiline ja majanduslik raamistik hilisemaks regulatiivseks analüüsiks.

Töö teisest peatükist ilmnes, et MiCA kehtestamise peamine eesmärk oli täita Euroopa Liidu finantsõiguses varem eksisteerinud regulatiivne tühimik. Enne MiCA kohaldumist oli krüptovarade käsitlus killustatud ning seotud peamiselt rahapesu tõkestamise raamistikuga või liikmesriikide erinevate siseriiklike lahendustega. Euroopa Komisjoni, EBA ja ESMA varasemad hinnangud näitasid, et suur osa krüptovarasid jäi finantsteenuste regulatsioonist

välja, kuigi nendega kaasnesid samasugused tarbija-, investori- ja turu terviklikkuse riskid nagu paljude traditsiooniliste finantstoodete puhul. MiCA lõi sellesse valdkonda märkimisväärselt suurema süsteemsuse ja ühtlustatuse, kuid ei asendanud olemasolevat finantsõiguslikku taksonoomiat. MiCA eesmärk oli ennekõike täita lünk seal, kus MiFID II ja teised varasemad finantsõiguslikud instrumendid ei kohaldu. Juba töö teise peatüki põhjal ilmnes, et MiCA loogika eeldab jätkuvalt keerukat piiritlemist selle ja MiFID II vahel.

Teises peatükis käsitletud, MiCA-le omaste, krüptovaraliikide võrdluses osutus kõige selgemini piiritletavaks kategooriaks e-raha token. Autor leidis, et e-raha tokenite puhul pole tegemist sisuliselt täiesti uue nähtusega, vaid suurel määral juba varem tuntud e-raha funktsiooni realiseerimisega hajusraamatu tehnoloogia keskkonnas. E-raha tokeni keskseks tunnuseks on eesmärk säilitada stabiilne väärtus, järgides ühe ametliku vääringu väärtust, ning selle funktsioon läheneb maksevahendina kasutatavale digitaalsele rahale. Seetõttu on autori hinnangul e-raha tokeni piiritlemine nii MiCA siseste kategooriate vahel kui ka traditsiooniliste makseinstrumentidega võrreldes suhteliselt arusaadav. Samal ajal tõstatas magistriritöö siiski küsimuse, miks ei soovinud Euroopa seadusandja selliseid tokeneid veel otsesemalt seostada juba varem eksisteerinud e-raha, režiimiga, arvestades et finantsinstrumentidega nii tehti.

Teine kategooria, varapõhised tokenid, hõlmab suures pildis kõiki teisi stabiilsusmehhanismidele tuginevaid krüptovarasid, mis oma omaduste poolest ei ole seotud MiFID II-ga. Töö autor on sedastanud, et ka definitsiooni seisukohast pole tegemist kõige õnnestunuma versiooniga, kuna *asset* või sõna „vara“ on väga laialt defineeritavad. Kui termin *asset-referenced* on iseenesest loogiline, siis „varapõhisus“ tekitab täiendavaid küsimusi just alusvara põhisuse osas. Kolmas kategooria on loodud kõikidele muudele krüptovaradele, mis turul võivad eksisteerida, mis ei kuulu e-raha tokenite ega varapõhiste tokenite hulka ja mis ei lange MiCA-s toodud välistuste alla, sealhulgas kasutustokenid.

MiCA normatiivne tekst liigitab krüptovarasid suures osas nende eesmärgist lähtuvalt. Stabiilsuse säilitamise eesmärgiga krüptovarasid reguleeritakse rangemalt kui teisi krüptovarasid, näiteks kasutustokeneid. Autori hinnangul väljendab eesmärgipõhisus siiski eelkõige seadusandja normatiivset ootust, mis ei pruugi alati kattuda turuosaliste tegeliku käitumisega, mistõttu ilmestavad autori hinnangul krüptovara liike MiCA-sisesel piiritlemisel kõige paremini hoopis nende poolt hõlmatud riskid. Asjakohaseks näiteks on Libra projekt, mis pälvis kiiresti nii Euroopa Liidu kui ka Ameerika Ühendriikide kriitilise tähelepanu, kuna selle võimalikke mõjusid globaalsel tasandil hinnati ulatuslikuks. MiCA regulatiivne loogika viitab

järelikult sellele, et seadusandja eesmärk on olnud kaitsta turuosalisi selliste krüptovarade eest, mida saab kasutada maksevahendina või milles saab väärtust talletada ning mille ebaõnnestumise korral võivad riskid mõjutada suurt hulka isikuid. Sellest tulenevalt saab järeldada, et MiCA on välja töötatud eeskätt just e-raha tokenite ja varapõhiste tokenite reguleerimiseks. Kolmas suurem kategooria, s.o muud krüptovarad, täidab seevastu suurel määral regulatiivse residuaalkategooria rolli.

Selle taustal tekib autoril küsimus MiCA regulatiivse ülesehituse põhjendatusest, arvestades, et globaalsel tasandil kuulub kümne suurima turuväärtusega krüptovara hulka vaid kaks krüptovara, millel on e-raha tokenile omased tunnused – Tether (USDT) ja USDC.¹⁵⁰ Suurima turuväärtusega krüptovarade hulgas ei esine samal ajal ühtegi varapõhist tokenit. Ülejäänud suure turuväärtusega krüptovarad on oma olemuselt pigem kasutustokeni laadsed. Nende peamine kokkupuude finantsturuga tuleneb aga just spekulatiivsest kasutusest. Ka avalikest allikatest nähtub, et kui jätta kõrvale Luna/Terra kollaps, ilmneb suur osa probleemsetest nähtustest just kolmanda krüptovarade kategooria raames. Eelnevast tulenevalt pole autori hinnangul turuosaliste kaitse MiCA-s piisavalt käsitletud, mistõttu võib juhtuda, et kaitse langeb hoopis teistele õigusaktidele, nt tarbijakaitse regulatsioonidele, mis oma olemuselt on tunduvalt leebemad kui finantsõiguslikud normid.

Töö kolmandas peatükis analüüsis autor krüptovarade piiritlemist finantsinstrumentidest MiFID II tähenduses. Autor lähtus seejuures töös korduvalt mainitud metoodilisest raamistikust, mille kohaselt tuleb esmalt hinnata tokeniga seotud õigusi, seejärel tokeni majanduslikku funktsiooni ning lõpuks nende tunnuste suhestumist MiFID II finantsinstrumentide kategooriate ja MiCA regulatiivse süsteemiga.

Autor leiab, et töö kolmandast peatükist ilmneb esmalt, et krüptovarade piiritlemine finantsinstrumentidest ei saa tugineda tokeni tehnilisele vormile ega emitendi valitud nimetusele, vaid peab lähtuma tokeni õiguslikust sisust, majanduslikust funktsioonist ja eesmärgipärasusest. Kirjeldatud metoodilisest lähtekohast vaadates osutub kõige selgemini piiritletavaks kategooriaks vabalt võõrandatavad väärtpaberid. Kui token annab omanikule aktsia-, võlakirja- või muu väärtpaberilaadse õiguse, täidab majanduslikult investeerimisfunktsiooni ega ole suunatud maksevahendina kasutamisele, on selle seos MiFID II-ga kõige veenvam. Autor järeldab, et sellistel juhtudel langevad tokeni õiguslikud tunnused

¹⁵⁰ CoinMarketCap. *Cryptocurrency Prices, Charts And Market Capitalizations*. [Cryptocurrency Prices, Charts And Market Capitalizations | CoinMarketCap](#) (21.04.2026).

ja selle majanduslik eesmärk suurel määral kokku, mistõttu on ka kvalifitseerimine võrdlemisi klassikaline.

Teisest küljest muutub olukord märksa keerulisemaks siis, kui token ei väljenda otsesõnu traditsioonilist finantsinstrumenti, vaid läheneb sellele oma majandusliku funktsiooni või eesmärgi kaudu. Just selline olukord ilmneb rahaturuinstrumentide, investeerimisfondi osakute ja tuletisinstrumentide puhul. Rahaturuinstrumentide korral ei piisa üksnes nõude olemasolust emitendi vastu, vaid hinnata tuleb ka seda, kas tokeni eesmärk on lühiajaline rahastamine ja kas see täidab majanduslikult rahaturule omast funktsiooni. Investeerimisfondi osakute puhul osutub keskseks küsimus, kas tokeni õiguslik ja majanduslik ülesehitus teenib kollektiivse investeerimise eesmärki, s.o kapitali koondamist ja investorite kasuks koondtulu saavutamist. Tuletisinstrumentide puhul tuleb omakorda hinnata, kas tokeni väärtus ja funktsioon on seotud välise alusnäitaja, hinnaliikumise või tulevikus täidetava kohustusega. Autor järeldab, et just nende kategooriate puhul omandab suurima tähtsuse meetodiline analüüs, milles õiguslikud tunnused, majanduslik funktsioon ja tokeni eesmärgipärasus ei pruugi kattuda ning kus kvalifitseerimine sõltub sellest, milline nendest omadustest on konkreetsel juhul õiguslikult domineeriv.

Seega saab kokkuvõtvalt kinnitada, et töö kolmandas peatükis käsitletud piiritlemine on taaskord reguleeritud läbi MiCA negatiivsete välistuste kontekstis. Järelevalveasutuste juhendid ning suunised viitavad korduvalt olukorrapõhisusele ja üksikjuhtumite analüüsile, andes läbivalt aimu, et kõiki esile kerkivaid lahendusi ei olegi võimalik ammendavalt defineerida ega kategoriseerida. Nii MiCA ise kui ka järelevalveasutused, konsultatsioonidokumendid ja muud tõlgendusallikad rõhutavad järjekindlalt tehnoloogianeutraalsuse ning „sisu üle vormi“ põhimõtet.

Töö autori hinnangul jätab selline lähenemine turuosalistele märkimisväärse kvalifitseerimisvastutuse, mis võib suurendada õiguslikku ebakindlust. Seetõttu võiks krüptovaraturu edasise „küpsemise“ ja praktika väljakujunemise järel osutada põhjendatuks täiendava kontrollnimekirja koostamine pädeva asutuse juhendi tasandil, et anda turuosalistele selgem raam kasutatavate instrumentide kvalifikatsiooni hindamisel. Samas tuleb samuti arvestada turuosaliste enda tahte ja tegevusega, mis hetkel viitab sellele, et turuosalised Euroopas finantsinstrumente tokeniseerida ei soovita.

Autor leiab, et kõige kriitilisemalt avalduvad piiritlemisraskused hübriidsete ja piiripealsete tokenite puhul. Töö käigus käsitletud näited kinnitasid, et üks ja sama token võib kanda

samaaegselt nii krüptovara kui ka finantsinstrumendi tunnuseid. Probleemaatiliseks näiteks osutus CMC20 token, mis oma majanduslikult sisult sarnaneb finantsinstrumendiga, kuid mille alusvaradeks on krüptovarad ning mida emitendid määratlevad siiski krüptovarana. Autor leiab, et sellised juhtumid näitavad selgelt, et määrav ei ole mitte tokeni nimetus ega üksnes selle tehniline ülesehitus, vaid see, milline tunnuste kogum ning majanduslik funktsioon sellel tokenil on.

Euroopa Liidu lähenemine on normitehniliselt tehnoloogianeutraalne, kuid konkreetne kvalifitseerimine sõltub sageli siiski tehnoloogiliselt realiseeruvatest õigustest, piirangutest ja mehhanismidest. Tähelepanuta ei saa jätta ka *soft law* rolli krüptovaradega seonduva õiguse kujundamisel - sellel puudub formaalselt siduv jõud samal viisil nagu määrusel või direktiivil, kuid sellel on finantsjärelevalve valdkonnas oluline praktiline ja tõlgenduslik mõju.

Kui Euroopa Liidu lähenemine on valdavalt instrumendipõhine, siis Ameerika Ühendriikide käsitus on suuremas ulatuses skeempõhine. Analoogne lähenemine võimaldab võrreldavates olukordades suuremat paindlikkust. SEC-i käsitus pakub seetõttu teatavat tõlgenduslikku avarust, eriti investeerimislepingu laadsete skeemide puhul. Samas tuleb arvestada, et nii MiCA põhjenduspunktid kui ka selle üldine ülesehitus lähtuvad arusaamast, et keskne probleem seisneb jätkuvalt innovatsioonis ja turuosaliste leidlikkuses. Autor leiab, et sellest tulenevalt võivad ka tulevikus tekkida uued tõlgendusprobleemid, kui seadusandja neid teadlikult lahendada ei soovi.

Lõpetuseks järeltab autor, et kehtiv regulatiivne raamistik võimaldab küll suure osa juhtudest lahendada, kuid ei taga kõikides piiripealsetes olukordades täielikku õiguskindlust, mistõttu võib põhjendatud olla eelnevalt mainitud kontrollnimekirja väljatöötamine. Seetõttu sõltub edasine areng mitte üksnes MiCA ja MiFID II normiteksti kohaldamisest, vaid ka sellest, kuidas kujuneb välja ühtlasem tõlgendus- ja järelevalvepraktika Euroopa Liidu tasandil. Veel enam, arvestades, et finantsinstrumendid võivad MiFID II õigusliku iseloomu tõttu olla defineeritud liikmesriigiti erinevalt, ei pruugi täieliku õigusselguse loomine liidu tasandil üldse võimalik olla. Seega võib käesoleva magistritöö põhjal järeltada, et Euroopa Liidu krüptovaraõiguse keskne küsimus ei ole enam see, kas krüptovarasid tuleb reguleerida, vaid see, kuidas ja millise õigusliku loogika alusel neid õigesti kvalifitseerida.

LEGAL QUALIFICATION OF CRYPTO-ASSETS IN EUROPEAN UNION FINANCIAL LAW AND THEIR DELIMITATION FROM FINANCIAL INSTRUMENTS

Abstract

The widespread adoption and rapid development of crypto-assets on financial markets over the past decade has introduced significant challenges for European Union financial law. Initially regarded as technological innovation, crypto-assets have developed into an economically significant class of assets that may function as a means of payment, an investment object, or a component of various technological ecosystems. At the same time, crypto-assets have not fit within the traditional categories of financial law. Before the adoption of a harmonised EU framework, Member States followed divergent regulatory approaches: some required crypto-asset service providers to obtain traditional financial licences, while others largely refrained from developing a distinct regulatory regime. The adoption and application of Regulation (EU) 2023/1114 on markets in crypto-assets (MiCA) has reshaped this landscape by creating, for the first time, a unified regulatory framework for the issuance of crypto-assets, the provision of crypto-asset services, and the prevention of market abuse on crypto-asset markets in the European Union. Nevertheless, MiCA does not regulate all crypto-assets comprehensively. Instead, its scope is defined to a significant extent through exclusions, most notably regarding instruments that qualify as financial instruments within the meaning of Directive 2014/65/EU (MiFID II). Consequently, one of the central legal questions in EU crypto-asset law remains whether a particular token falls within the scope of MiCA or whether it must instead be treated as a financial instrument under MiFID II.

The aim of this master's thesis was to clarify the legal qualification of crypto-assets in European Union financial law, focusing on the concept and categories of crypto-assets under MiCA and on the delimitation of crypto-assets from financial instruments within the meaning of MiFID II. The thesis examined upon which legal criteria the distinction between crypto-assets under MiCA is based, in which borderline situations the greatest qualification difficulties arise, and to what extent the current regulatory framework ensures legal certainty for market participants and supervisory authorities. Two interlinked hypothesis' helped structure the thesis. Firstly, on which legal criterion does MiCA distinguish different categories of crypto-assets, and on what basis are these distinguished from financial instruments under MiFID II. Secondly, in which situations may crypto-assets simultaneously display characteristics of both crypto-assets under MiCA and financial instruments under MiFID II.

Methodologically, the thesis was based primarily on legal-dogmatic analysis. It examined the wording, structure and objectives of MiCA and MiFID II, together with interpretative materials that are important for qualification practice, including consultation papers, assessments and guidelines issued by ESMA and EBA. In delimiting crypto-assets from financial instruments, the thesis relied on three interrelated analytical criteria: the rights attached to a token, the token's economic function, and the relationship between those features and the categories of financial instruments under MiFID II and the regulatory logic of MiCA. For comparative purposes, the thesis also referred to recent guidance adopted in the United States concerning the classification of crypto-assets.

The first chapter of the thesis served a descriptive function. It examined the historical development of crypto-assets, their functional nature and the role of distributed ledger technology as their technological basis. The chapter demonstrated that crypto-assets cannot be understood solely through their technical form. The economic and practical functions of crypto-assets may overlap: the same crypto-asset may simultaneously be used as a means of payment, as a speculative asset, and as a technical instrument necessary for the functioning of a blockchain-based network, as shown with ETH. The chapter further showed that distributed ledger technology is not merely a neutral background technology but enables the emergence of rights, obligations and yield-generating mechanisms that may later become legally relevant for regulatory qualification in delimitating crypto-assets from financial instruments.

The second chapter analysed the regulatory treatment of crypto-assets in the European Union under MiCA. It concluded that MiCA was introduced to fill a regulatory gap that had existed in EU financial law before its adoption. Prior to MiCA, most crypto-assets remained outside the traditional financial services framework, even though they created risks comparable to those associated with many conventional financial products. The thesis found that, within MiCA's internal classification, e-money tokens (EMTs) constitute the clearest category. In essence, EMTs do not represent an entirely new phenomenon, but rather a technologically updated version of the already known legal and economic logic of e-money. Their defining feature is the aim of maintaining a stable value by referencing a single official currency, and their practical function closely resembles that of a digital means of payment. At the same time, the thesis raised the question why the EU legislator chose not to subject EMTs more directly to the pre-existing e-money regime, despite their functional similarity.

The thesis further found that asset-referenced tokens (ARTs) and the category of “other crypto-assets” are substantially more problematic. ARTs encompass, in broad terms, other crypto-assets designed to preserve value through a stabilisation mechanism, yet the terminology and structure of this category are not entirely satisfactory. The Estonian term corresponding to “asset-referenced” may itself create ambiguity, since the notion of an “asset” is very broad in the Estonian language. More importantly, MiCA classifies crypto-assets largely according to their intended purpose. In the author’s view, however, this purpose-oriented approach primarily reflects the legislator’s normative expectations and does not always correspond to actual market behaviour. The thesis therefore argues that, within MiCA’s internal system, the most important criterion is often not the declared purpose of a token but the risks it comprehends. From this perspective, MiCA appears to have been designed mainly with EMTs and ARTs in mind, whereas the category of “other crypto-assets” functions more as a residual category than anything else. This is particularly important because the largest crypto-assets by market capitalisation are generally not ARTs nor EMT’s, but “other crypto-assets”, which points that broader risks are addressed by softer legislation.

The third chapter addressed the second central problem of the thesis - the delimitation of crypto-assets from financial instruments under MiFID II. The thesis concluded that such delimitation is not dependent on the technical form of a token or on the terminology chosen by its issuer, but it must instead be based on the legal substance of the token, its economic function, and its intended role. From this methodological perspective, transferable securities proved to be the clearest and most classical category. In case a token grants rights comparable to shares, bonds or other securities, serves an investment function in economic terms, is transferable and is not designed as a payment instrument, the argument for treating it as a MiFID II financial instrument is particularly strong and, in most cases obvious. In the aforementioned cases, the token’s legal characteristics and its economic objective largely coincide.

The analysis was more complex in relation to money-market instruments, units in collective investment undertakings, and derivative contracts. In these cases, the token does not necessarily reproduce the traditional legal form of a financial instrument, yet it may approach such an instrument through its economic structure and function. In the case of money-market instruments, the mere existence of a claim against the issuer is not sufficient; it must also be assessed whether the token serves a short-term financing purpose and performs a function characteristic of money markets. In relation to collective investment undertakings, the crucial question is whether the legal and economic structure of the token serves the purpose of

collective investment, namely the pooling of capital and the generation of pooled returns for investors, guided by central guidelines. In relation to derivatives, it becomes necessary to assess whether the value and function of the token depend on an external underlying reference, price movement, or a future obligation. The thesis concludes that precisely in these categories the methodological framework becomes most important, since legal characteristics, economic function and intended purpose may diverge, and qualification depends on which of these elements is dominant in which specific case.

The thesis also examined DLT-based financial instruments, the DLT Pilot Regime, and hybrid or borderline tokens. It found that the most difficult qualification problems arise precisely in hybrid cases, where the same token may simultaneously display characteristics associated with both crypto-assets and financial instruments. The example of the CMC20 token illustrated this especially well. Although it is presented as a crypto-asset and is based on crypto-assets as underlying components, its economic structure resembles that of a financial instrument. Such cases demonstrate that the decisive issue is not the token's label or technical architecture, but the overall bundle of rights, functions and economic expectations attached to it. For this reason, the thesis regards the ESMA guidelines as useful but ultimately insufficient. They provide a methodological orientation and reinforce the principles of technological neutrality and substance over form, yet they do not eliminate the interpretative uncertainty inherent in hybrid cases. A significant part of the qualification risk therefore remains with market participants and supervisory authorities.

In conclusion, the thesis found that MiCA has significantly increased the degree of systematisation and harmonisation in EU crypto-asset regulation compared with the pre-MiCA situation. At the same time, it has not removed the need for complex legal qualification. On the contrary, MiCA's residual structure makes the issue of qualification even more central, because the practical question is often no longer whether crypto-assets should be regulated at all, but rather whether a given instrument falls within MiCA or instead within MiFID II. The current regulatory framework makes it possible to resolve a variety of relevant cases, yet it does not guarantee full legal certainty in all borderline situations. The further development of the field therefore depends not only on the wording of MiCA and MiFID II, but also on the emergence of a more uniform interpretative and supervisory practice at the level of the European Union. In the author's view, greater legal certainty would require more precise methodological guidance, clearer delimitation within MiCA's own categories, and, in the longer term, the possible development of a supplementary checklist at the level of supervisory guidance in order

to reduce qualification related uncertainty for market participants. In the end, the central question of EU crypto-asset law is no longer whether crypto-assets must be regulated, but how and according to which legal logic they should be qualified to do it correctly.

KASUTATUD LÜHENDID

AIFMD – alternatiivsete investeerimisfondide valitsejate direktiiv

AMLD5 – viies rahapesuvastane direktiiv

ART – varapõhine token

BTC – Bitcoin

CMC20 – CoinMarketCap 20 Index

DeFi – detsentraliseeritud rahandus

DLT – hajusraamatu tehnoloogia

DLTP – DLT katsekord, DLT Pilot Regime

DLTR – hajusraamatu tehnoloogial põhinevate turuinfrastruktuuride katsekorda käsitlev määrus

DM50 - S&P Digital Markets 50 Index

DORA – finantssektori digitaalset tegevuskerksust käsitlev määrus

EBA – Euroopa Pangandusjärelevalve

EL – Euroopa Liit

EMD2 – teine e-raha direktiiv

EMT – e-raha token

ESMA – Euroopa Väärtpaberiturgude Järelevalve Asutus

ETH – Ether

MAD – turukuritarvituste direktiiv

MAR – turukuritarvituste määrus

MiCA – krüptovaraturgude määrus

MiFID II – finantsinstrumentide turgude direktiiv

MiFIR – finantsinstrumentide turgude määrus

NFT – mitteasendatav token

OECD – Majanduskoostöö ja Arengu Organisatsioon

PAXG – Pax Gold

PSD2 – teine makseteenuste direktiiv

SEC – Ameerika Ühendriikide väärtpaberi- ja börsikomisjon

USDC – USD Coin

USDT – Tether USD₯

XAUt – Tether Gold

KASUTATUD ALLIKAD

Kasutatud kirjandus

1. Auer, R.; Cornelli, G.; Doerr, S.; Frost, J.; Gambacorta, L.; Garratt, R.; Liu, H.; O'Neill, P.; Prestipino, A.; Schrimpf, A.; Shin, H. S.; Sturluson, J. Project Atlas: Mapping the world of decentralised finance. Basel: Bank for International Settlements 2023. – <https://www.bis.org/publ/othp76.pdf> (21.04.2026).
2. Auer, R.; Haslhofer, B.; Kitzler, S.; Saggese, P.; Victor, F. The Technology of Decentralized Finance (DeFi). – BIS Working Papers No 1066. Basel: Bank for International Settlements 2023. – <https://www.bis.org/publ/work1066.pdf> (21.04.2026).
3. Cengiz, F. Stablecoins and their regulation: a Hayekian approach. – *Journal of International Economic Law* 2025/28(2), lk 204–223.
4. Chodorow, A. Rethinking Basis in the Age of Virtual Currencies. – *Virginia Tax Review* 2017/36, nr 3, lk 371–421.
5. Diedrich, D. Distributed Ledger Technology. – *Georgetown Law Technology Review* 2020/4(2), lk 673–683.
6. ESMA. Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments. ESMA75453128700-1323, 19.03.2025. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-03/ESMA75453128700-1323_Guidelines_on_the_conditions_and_criteria_for_the_qualification_of_CAs_as_FIs_ET.pdf (21.04.2026).
7. Euroopa Komisjoni ettepanek: Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937, COM(2020) 593 final. – <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020PC0593> (21.04.2026).
8. European Commission. Commission staff working document impact assessment accompanying the proposal for a Regulation on Markets in Crypto-assets, SWD(2020) 201 final. 24.09.2020.
9. Garrido, J. M. Digital Tokens: A Legal Perspective. – IMF Working Paper WP/23/151. Washington, D.C.: International Monetary Fund 2023. – <https://www.imf.org/-/media/files/publications/wp/2023/english/wpiea2023151-print-pdf.pdf> (21.04.2026).
10. Lacroix, F.; Kouyaté, H.; d'Ormesson, P. France leads the way with a dedicated legal regime for digital assets and ICOs. – Clifford Chance Briefing, November 2019. –

- <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2019/07/france-leads-the-way-with-a-dedicated-legal-regime-for-digital-assets-and-icos.pdf> (03.03.2026).
11. Lehmann, M. MiCAR – Gold Standard or Regulatory Poison for the Crypto Industry? EBI Working Paper Series 2024, no 160, lk 2.
 12. Madrid Parra, A. Electronic Money Tokens Under the MiCA Regulation. – Pastor Sempere, C. (toim). Governance and Control of Data and Digital Economy in the European Single Market. Cham: Springer 2025, lk 199–232.
 13. Makarov, I.; Schoar, A. Cryptocurrencies and Decentralised Finance (DeFi). – BIS Working Papers No 1061. Basel: Bank for International Settlements 2022. – <https://www.bis.org/publ/work1061.pdf> (21.04.2026).
 14. Meinert, M.; Stamm, H. German regulatory framework for market participants in crypto assets. – AIMA Journal Edition 129, 2022, lk 64–70. – <https://www.dechert.com/content/dam/dechert%20files/knowledge/publication/German-Regulatory-Framework-for-Market-Participants-in-Crypto-Assets.pdf> (03.03.2026).
 15. Nassr, I. Tokenisation of assets and distributed ledger technologies in financial markets: Potential impediments to market development and policy implications. – OECD Business and Finance Policy Papers, No. 75. Paris: OECD 2025, lk 10–11. – https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2025/01/tokenisation-of-assets-and-distributed-ledger-technologies-in-financial-markets_be149012/40e7f217-en.pdf (05.04.2026).
 16. Nassr, I. Understanding the tokenisation of assets in financial markets. – OECD Going Digital Toolkit Notes, No. 19. Paris: OECD Publishing 2021.
 17. Panda, S. K.; Elngar, A. A.; Balas, V. E.; Kayed, M. (toim). Bitcoin and Blockchain: History and Current Applications. Boca Raton: CRC Press 2020.
 18. Panetta, F. The two sides of the (stable)coin. Speech by Fabio Panetta, Member of the Executive Board of the ECB, at Il Salone dei Pagamenti 2020, Frankfurt am Main, 4 November 2020. – <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp201104~7908460f0d.en.html> (10.03.2026).
 19. Read, O.; Schäfer, S. Libra Project: Regulators Act on Global Stablecoins. – Intereconomics 2020/55, lk 392–398.
 20. Segendorf, B.; Eklöf, H.; Gustafsson, P.; Landelius, A.; Cicović, S. What is Libra? – Sveriges Riksbank Economic Commentaries, No. 9, 29.10.2019.

21. Sokol, M.; Rostáš, D. Sale of Crypto-Assets as an Alternative Form of Financing Business Companies. – *International and Comparative Law Review* 2025, Special Issue, lk 408–428.
22. Tammer, S. Soft law võidukäik finantssektoris: kas mittesiduval õigusel on võimalus tuua riigisisesele kaasa siduvaid õiguslikke tagajärgi? – *Juridica* 2023/8, lk 644–656.
23. UK Government Chief Scientific Adviser. *Distributed Ledger Technology: beyond block chain*. London: Government Office for Science 2016.
24. van Oosten, M.; Hillen, L. MiCA: The Introduction of an EU-wide Regulatory Framework for Crypto-assets. – *European Journal of Law Reform* 2023/25(1–2), lk 123–142.
25. Wosiak, K. Definitional delineation between MiCAR tokens and traces of MiCAR's technological bias. – *Capital Markets Law Journal* 2025/20(2).

Kasutatud õigusaktid

26. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv (EL) 2015/2366, 25. november 2015, makseteenuste kohta siseturul, millega muudetakse direktiive 2002/65/EÜ, 2009/110/EÜ ja 2013/36/EL ning määrust (EL) nr 1093/2010 ja tunnistatakse kehtetuks direktiiv 2007/64/EÜ. – *ELT L* 337, 23.12.2015, lk 35–127.
27. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv (EL) 2018/843, 30. mai 2018, millega muudetakse direktiivi (EL) 2015/849 rahandussüsteemi rahapesu või terrorismi rahastamise eesmärgil kasutamise tõkestamise kohta ning direktiive 2009/138/EÜ ja 2013/36/EL.
28. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. aprill 2014, turukuritarvituste kohta (turukuritarvituste määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ. – *ELT L* 173, 12.06.2014, lk 1–61.
29. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2009/110/EÜ, 16. september 2009, mis käsitleb e-raha asutuste asutamist, tegevust ja usaldatavusnormatiive, millega muudetakse direktiive 2005/60/EÜ ja 2006/48/EÜ ning tunnistatakse kehtetuks direktiiv 2000/46/EÜ.
30. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiivi 2002/92/EÜ ja direktiivi 2011/61/EL.
31. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määrus (EL) 2022/858, 30. mai 2022, hajuksraamatu tehnoloogial põhinevate turuinfrastruktuuride katsekorra kohta ning millega muudetakse määruseid (EL) nr 600/2014 ja (EL) nr 909/2014 ning direktiivi 2014/65/EL.

32. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määrus (EL) 2023/1114, 31. mai 2023, mis käsitleb krüptovaraturge ning millega muudetakse määruseid (EL) nr 1093/2010 ja (EL) nr 1095/2010 ning direktiive 2013/36/EL ja (EL) 2019/1937.
33. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2011/61/EL, 8. juuni 2011, alternatiivsete investeerimisfondide valitsejate kohta ning millega muudetakse direktiive 2003/41/EÜ ja 2009/65/EÜ ning määrusi (EÜ) nr 1060/2009 ja (EL) nr 1095/2010.
34. Krüptovaraturu seadus – RT I, 21.06.2024, 3.
35. Rahapesu ja terrorismi rahastamise tõkestamise seadus – RT I, 14.03.2025, 23.

Kasutatud muud allikad:

36. Asak, R. Most Expensive Bored Ape: Record-Breaking NFT Sales. – Coinpaper, 23.07.2024. – <https://coinpaper.com/4902/most-expensive-bored-ape-record-breaking-nft-sales> (22.02.2026).
37. Binance. Buy CoinMarketCap 20 Index DTF (CMC20): Best Purchase Options & Alternatives. – <https://www.binance.com/en/how-to-buy/coinmarketcap-20-index> (08.04.2026).
38. Binance. Cryptocurrency Futures, Crypto Futures Trading, Binance Futures. – <https://www.binance.com/en/futures/home> (21.04.2026).
39. BNB Chain. BNB Smart Chain (BSC): Bring Smart Contracts to BNB Chain. – <https://www.bnbchain.org/en/bnb-smart-chain> (08.04.2026).
40. CoinMarketCap. Bitcoin price today, BTC to USD live price, marketcap and chart | CoinMarketCap. – <https://coinmarketcap.com/currencies/bitcoin/> (28.04.2026).
41. CoinMarketCap. *Cryptocurrency Prices, Charts And Market Capitalizations*. – <https://coinmarketcap.com/> (21.04.2026).
42. Crypto.com. Futures Contract Trading Frequently Asked Questions (“FAQs”). – <https://help.crypto.com/en/articles/5311587-futures-contract-trading-frequently-asked-questions-faqs> (21.04.2026).
43. Dinari. S&P Digital Markets 50 Index. – <https://dinari.com/spdm> (08.04.2026).
44. EBA; EIOPA; ESMA. Guidelines on templates for explanations and opinions, and the standardised test for crypto-assets, under Article 97(1) of Regulation (EU) 2023/1114. JC 2024 28, 10.12.2024. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-03/JC_2024_28_Guidelines_on_explanations_and_opinions__and_the_standardised_test_for_crypto-assets_under_MiCA.pdf (21.04.2026).

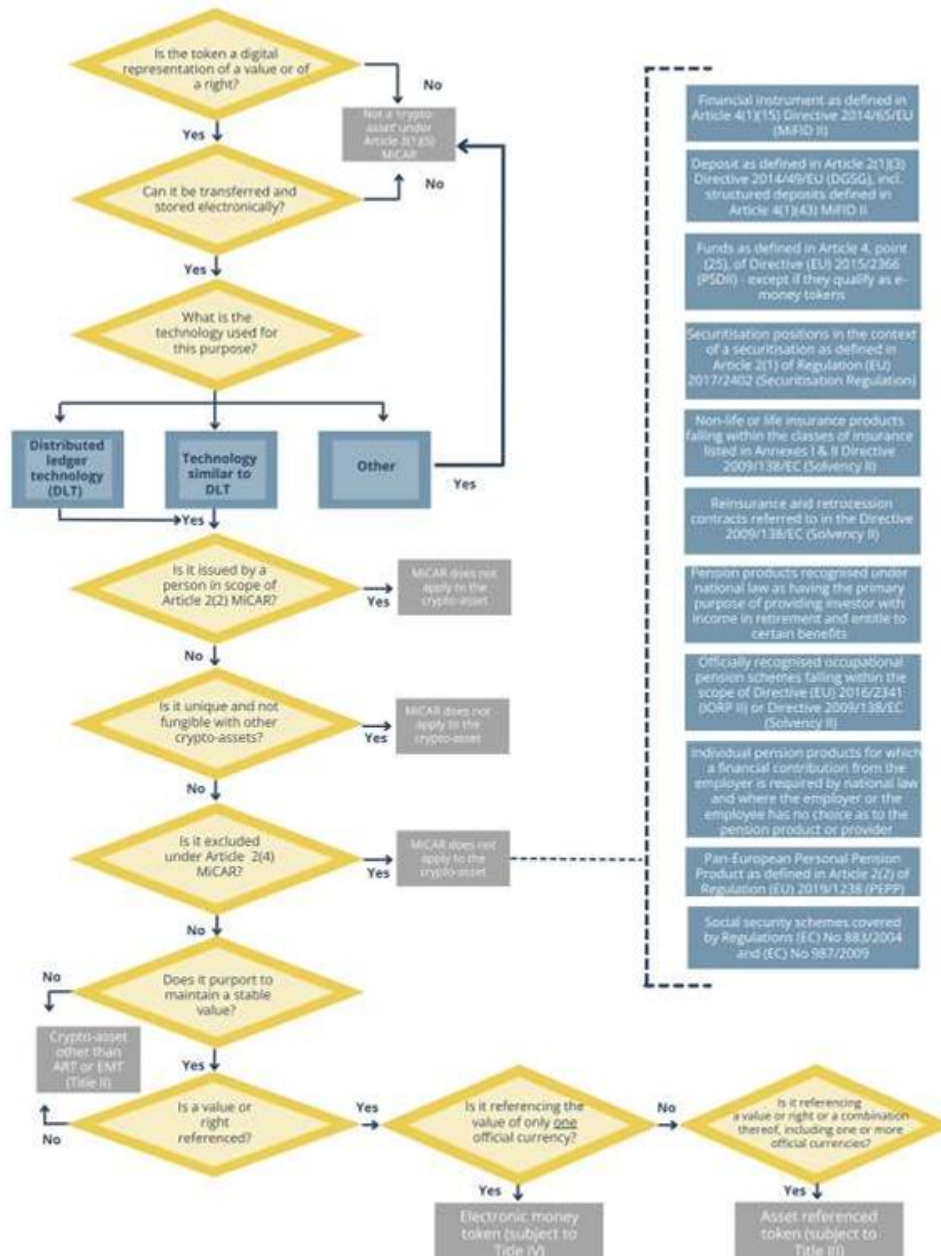
45. EBA; EIOPA; ESMA. Joint ESAs factsheet on crypto-assets. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-10/Joint_ESAs_Factsheet_on_crypto-assets.pdf (22.02.2026).
46. EBA; EIOPA; ESMA. Joint ESAs factsheet on crypto-assets. 06.10.2025. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-10/0b10e48a-1a95-404c-b771-8bdb6503aac1/Updated%20Joint%20ESAs%20Factsheet%20on%20crypto-assets_CY_EN.pdf (23.02.2026).
47. EBA; ESMA. EBA-ESMA Factsheet: crypto lending and staking. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-01/EBA-ESMA_crypto_lending_and_staking.pdf (21.04.2026).
48. ESMA. Consultation Paper on the draft guidelines on reverse solicitation under the Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA). ESMA35-1872330276-1619, 29.01.2024. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-01/ESMA35-1872330276-1619_Consultation_Paper_on_the_draft_guidelines_on_reverse_solicitation_under_MiCA.pdf (23.02.2026).
49. ESMA. Consultation paper on the draft Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments. ESMA75-453128700-52, 29.01.2024. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-01/ESMA75-453128700-52_MiCA_Consultation_Paper_-_Guidelines_on_the_qualification_of_crypto-assets_as_financial_instruments.pdf.
50. ESMA. DLT Pilot Regime. – <https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/digital-finance-and-innovation/dlt-pilot-regime> (08.04.2026).
51. ESMA. Final Report: Technical advice to the European Commission on the review of the UCITS Eligible Assets Directive. ESMA34-2087785638-1548, 26.06.2025. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-06/ESMA34-2087785638-1548_Final_report_on_the_Technical_Advice_on_the_review_of_the_UCITS_EAD.pdf (21.04.2026).
52. ESMA. Report on the Functioning and Review of the DLTR – Pursuant to Article 14 of Regulation (EU) 2022/858. ESMA75-117376770-460, 25.06.2025. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-06/ESMA75-117376770-460_Report_on_the_functioning_and_review_of_the_DLTR_-_Art.14.pdf (02.03.2026).
53. ethereum.org. Technical intro to Ethereum. – <https://ethereum.org/developers/docs/intro-to-ethereum/> (07.04.2026).
54. ethereum.org. What is Ether (ETH)? – <https://ethereum.org/what-is-ether/> (07.04.2026).

55. European Central Bank. Tokenisation and DLT. – <https://www.ecb.europa.eu/paym/dlt/html/index.en.html> (04.04.2026).
56. European Commission. Digital finance package. – https://finance.ec.europa.eu/publications/digital-finance-package_en (21.04.2026).
57. Finantsinspektsioon. Varapõhise tokeni emitendid. – <https://www.fi.ee/et/investeerimine/varapohise-tokeni-emitent/investeerimine-0/varapohise-tokeni-emitendid> (21.04.2026).
58. France Finance Minister Calls Facebook Libra a Threat to ‘Monetary Sovereignty’. – News18, 13.09.2019. – <https://www.news18.com/news/tech/france-finance-minister-calls-facebook-libra-a-threat-to-monetary-sovereignty-2307541.html> (22.02.2026).
59. Hashcash. – <https://www.hashcash.org/> (20.02.2026).
60. Krüptovaraturu seaduse eelnõu seletuskiri. – Krüptovaraturu seadus, Valitsuse eelnõude infosüsteem (EIS) (20.02.2026).
61. Majandustegevuse register (MTR), Otsing:Tegevusala:Virtuaalvääringu teenus – <https://mtr.ttja.ee/> (21.04.2026).
62. Murphy, H. Donald Trump hits out at Facebook’s Libra and bitcoin. – Financial Times, 12.07.2019. – <https://www.ft.com/content/57692326-a452-11e9-974c-ad1c6ab5efd1> (22.02.2026).
63. Nakamoto, S. Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System. 2008. – <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf> (20.02.2026).
64. Paxos. Paxos | Pax Gold (PAXG). – <https://www.paxos.com/pax-gold> (22.02.2026).
65. PwC Legal. EU’s DLT Pilot Regime – where do we stand one year on and what’s the outlook ahead? – <https://legal.pwc.de/en/news/articles/eus-dlt-pilot-regime-where-do-we-stand-one-year-on-and-whats-the-outlook-ahead> (02.03.2026).
66. Reserve. Reserve | DTF. – <https://dtf.reserve.org/cmc20sp> (08.04.2026).
67. Samradni. Top Cryptocurrency Trends to Watch in 2025. – Analytics Insight, 09.07.2025. – <https://www.analyticsinsight.net/cryptocurrency-analytics-insight/top-cryptocurrency-trends-to-watch-in-2025> (02.04.2026).
68. Sephton, C. CMC20 Token Launches: What Is It and How Has It Performed So Far? – Cryptonews, last updated 18.11.2025. – <https://cryptonews.com/exclusives/cmc20-token-launches-what-is-it-and-how-has-it-performed-so-far/> (08.04.2026).
69. Tether Gold. Tether Gold (XAUt) - digital token backed by physical gold. – <https://gold.tether.to/faq> (22.02.2026).
70. Tether. Tether – Official Home of Tether. – <https://tether.to/en/> (02.04.2026).

71. USDC. USDC | The world's largest regulated digital dollar. – <https://www.usdc.com/> (02.04.2026).
72. ESMA. Final Report: Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments. ESMA75453128700-1323, 17.12.2024. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-12/ESMA75453128700-1323_Final_Report_Guidelines_on_the_conditions_and_criteria_for_the_qualification_of_CAs_as_FIs.pdf (21.04.2026).

LISAD

LISA 1



Lisa 1 – Vooskeem. EBA; EIOPA; ESMA. Guidelines on templates for explanations and opinions, and the standardised test for crypto-assets, under Article 97(1) of Regulation (EU) 2023/1114. JC 2024. Annex C – Flow Chart, lk 30.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Johann Zeiger ,

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) minu loodud teose

Krüptovarade kvalifitseerimine Euroopa Liidu finantsõiguses ning nende ,
piiritlemine finantsinstrumentidest

mille juhendajad on Aleksei Kelli ja Siim Tammer ,

reprodutseerimiseks eesmärgiga seda säilitada, sealhulgas lisada Tartu Ülikooli digitaalarhiivi kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni;

2. annan Tartu Ülikoolile loa teha punktis 1 nimetatud teos üldsusele kättesaadavaks Tartu Ülikooli veebikeskkonna, sealhulgas digitaalarhiivi kaudu Creative Commons'i litsentsiga CC BY NC ND 4.0, mis lubab autorile viidates teost reprodutseerida, levitada ja üldsusele suunata ning keelab luua tuletatud teost ja kasutada teost ärieesmärgil, kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni;
3. olen teadlik, et punktides 1 ja 2 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile;
4. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei riku ma teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse õigusaktidest tulenevaid õigusi.

Johann Zeiger

29.04.2026