

TARTU ÜLIKOOL
ÕIGUSTEADUSKOND
Avaliku õiguse osakond

Patricia Desiree Gutmann

**Krüptovara määratlus ja teabe avalikustamine investorkaitse meetmena
MiCA määruses**

Magistritöö

Juhendaja
dr. iur. Mario Rosentau

Tallinn
2025

Sisukord

Sissejuhatus	4
1. Krüptovarade regulatsiooni ulatus	9
1.1 Varasem regulatsioon	9
1.1.1 MiFID II	9
1.1.2 Siseriiklik õigus	11
1.2 Krüptovara määratlus	13
1.2.1 Krüptovara mõiste sisu	14
1.2.2 Finantsinstrumendi mõiste	16
1.2.3 Krüptovara alaliigid	19
1.3 Reguleerimata varatüübid	22
1.3.1 Hübriidtokenid	22
1.3.2 NFT-d	23
2. Investорitele avalikustatav teave	25
2.1 Teabe esitamise vajalikkus	25
2.2 Teabe avalikustamise nõuetega seotud isikud	27
2.3 Avalik pakkumine	29
2.3.1 Valge raamatu sisu	30
2.3.2. Valge raamatu kontroll	33
2.3.3. Teabe esitamise viisi efektiivsus	35
2.3.4 Vastutus teabe õigsuse eest	38
2.4. Turundusteave	40
2.4.1. Reklaamid	40
2.4.2 Info jagamine kolmandate isikute poolt	44

2.5 Krüptovarateenuse pakujate roll teabe jagamisel	47
Kokkuvõte	49
Qualification of Crypto-assets and Disclosure of Information as an Investor Protection Measure in the MiCA Regulation	54
Kasutatud allikad	59

Sissejuhatus

Krüptovara investeringute maht on pidevas tõusus, kuid pikka aega puudus seda igakülgselt reguleeriv üle-euroopaline õiguslik raamistik. Terviklikult krüptovara käsitleva regulatsiooni puudus tähendas aga seda, et mitmed finantsõiguse tavapärased kaitsemeetmed, mis on loodud sellesse investeerivate isikute kaitseks, krüptovarale ei kehtinud.¹ Samas on Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve (edaspidi ESMA) toonud välja, et jaeinvestorid võivad näha investeringuid krüptovaradesse võrdväärtsetena teiste varaklasside investeringutega.² Jaeinvestoriteks nimetatakse isikuid, kes investeerivad enda raha isiklikel eesmärkidel.³ Üle-euroopalise regulatsiooni puudus tähendas aga seda, et jaeinvestorid olid krüptovarasse investeerimisel ilma õigusliku kaitseta.⁴ Kuigi regulatiivne kaitse on krüptovara ja teiste varaklasside puhul erinev, on riskid nendesse investeerimisel sarnased. Sellest lähtuvalt on Euroopa Liidu järelevalveasutused on avaldanud mitmeid investoritele suunatud pöördumisi ja hoiatusi krüptovaraga kaasnevate riskide eest.⁵

2022. aastal avaldatud ESMA, Euroopa Pangandusjärelevalve (edaspidi EBA) ja Euroopa Kindlustus- ja Tööandjapensionide Järelevalve ühises pöördumises juhtisid järelevalveasutused eraldi tähelepanu asjaolule, et krüptovarade kohta avaldatakse eksitavaid reklaame ja jagatakse väär informatsiooni. Selle tõttu tuginevad investorid krüptovara investeringute tegemisel valele teabele, mõistmata sellega tegelikult kaasnevaid riske. Sealjuures on investorkaitsemeetmed krüptovarasse investeerimisel puudulikud.⁶ Kvaliteetse info olulisus tõhusaks investorkaitseks on tõestatud juba klassikaliste finantsinstrumentide puhul. Arvestades krüptovarade komplekssemat olemust, on selge info jagamine enne investeringu tegemist veelgi olulisem.⁷

¹ Euroopa Komisjon. Ettepanek: Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus, mis käsitleb krüptovaraturge ja millega muudetakse direktiivi (EL) 2019/1937. 24.09.2020. — <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020PC0593> (16.01.2025).

² European Securities and Markets Authority. Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 9 January 2019. — https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf (30.01.2025), lk 13.

³ Nasdaq. Retail investors. — <https://www.nasdaq.com/glossary/r/retail-investors> (19.04.2025).

⁴ European Securities and Markets Authority. Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, lk 39-40.

⁵ Euroopa Komisjon.

⁶ European Securities and Markets Authority, European Banking Authority, European Insurance and Occupational Pensions Authority. EU financial regulators warn consumers on the risks of crypto-assets. 2022. — https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esa_2022_15_joint_esas_warning_on_crypto-assets.pdf (12.04.2025), lk 2.

⁷ Huang, R.H., Yang, D., Loo, F. F. Y. The Development and Regulation of Cryptoassets: Hong Kong Experiences and a Comparative Analysis. — European Business Organization Law Review, volume 21, issue 2, 2020, lk 323.

Euroopa Liidus investeerib krüptovaradesse hinnanguliselt 10-20% jaeinvestoritest ning see arv on järjest kasvamas.⁸ Krüptovarasse investeerimisega kaasnevate riskide selge olemasolu, pidev jaeinvestorite arvu kasv ja krüptovarainvesteeringute olemuslik sarnasus investeeringutega teistesse finantsinstrumentidesse viitavad selgele vajadusele tagada ka krüptovaradesse investeerivatele jaeinvestoritele piisav regulatiivne kaitse.

31. mail 2023 aastal võeti vastu Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) 2023/1114, mis käsitleb krüptovaraturge (edaspidi MiCA määrus).⁹ Tegemist on esimese üle-euroopalise krüptovara tervikuna reguleeriva õigusaktiga, mis oli suureks sammuks valdkonna reguleerimisel.

Määruse põhjenduspunktides on toodud välja, et seadusandluse väljatöötamisel on peetud oluliseks luua keskkond, mis soodustab tehnoloogilist innovatsiooni ja võimaldab uute ärimudelite arengut, tagades samaaegselt jaeinvestorite kõrge kaitse. See tähendas, et õigusaktis tuli balansseerida mitmeid kohati vastastikuseid huve, mistõttu ei ole ilmselge, et määruse vastuvõtmisega on täielik investorkaitse kindlasti saavutatud.

Magistritöö eesmärgiks on esmalt analüüsida, millised krüptovarialiigid kuuluvad MiCA määruse kohaldamisalasse ning hinnata, kas määruse jõustumise järgselt on Euroopa Liidu regulatsiooni all kõik peamised krüptovarialiigid, millesse jaeinvestorid investeerivad. Seejärel on magistritöö eesmärgiks analüüsida, kuidas on MiCA määrukes käsitletud teabe avalikustamise kohustust kui investorkaitsemeetet ning kui efektiivne on regulatsioonis võetud lähenemine. Eeltoodu pinnalt on tuvastatavad Euroopa Liidu krüptovara investorkaitse võimalikud puudused ning teha ettepanekuid õigusaktidest tuleneva parema investorkaitse saavutamiseks.

⁸ European Securities and Markets Authority. Economic and Monetary Affairs Committee European Parliament. 08.04.2025. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-04/ESMA50-43599798-27866_Natasha_Cazenave_s_opening_statement_at_ECON_hearing_on_crypto-assets_and_financial_stability__8_April_2025.pdf (19.04.2025), lk 2.

⁹ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) 2023/1114, 31. mai 2023, mis käsitleb krüptovaraturge ning millega muudetakse määrusi (EL) nr 1093/2010 ja (EL) nr 1095/2010 ning direktiive 2013/36/EL ja (EL) 2019/1937. — ELT L 150, lk 40-205.

Eesmärgist lähtudes on magistritöös püsitatud järgnevad uurimisküsimused:

- Kas MiCA määruse kohaldamisalasse kuuluvad kõik eelnevalt reguleerimata krüptovarad, mida soetavad jaeinvestorid investeerimise eesmärgil?
- Kas MiCA määruses sätestatud teabe avalikustamist puudutavad kohustused on efektiivsed investorkaitse tagamisel?

Magistritöö on jaotatud kaheks peatükiks. Esimene peatükk käsitleb MiCA määruse järgselt Euroopa Liidu regulatsiooniga hõlmatud krüptovara liike. Investorkaitse meetmete piisavuse käsitlemiseks on esmajoonel vaja analüüsida, kas kehtivas regulatsioonis on kaetud piisavas ja mõistlikus ulatuses erinevaid krüptovara liike. Kui kõiki asjakohaseid krüptovarasid pole õigusaktidega hõlmatud, siis on endiselt krüptovarasid, mille suhtes pole jätkuvalt mitte mingil määral investorkaitse tagatud. Kaetuse kontrollimiseks on vajalik analüüsida varasemalt krüptovara reguleerinud Euroopa Liidu ja Eesti siseriiklikku õigust, et tuvastada selle alt välja jäänud krüptovara liigid, ning seejärel hinnatakse, kas MiCA määrusega on vastavad krüptovara liigid hõlmatud. Sealjuures on oluline analüüsida määruses kasutatud definitsioone, et hinnata nende asjakohasust tehnoloogiliste erisuste kirjeldamisel ning võimekust kaasas käia väga kiirelt muutuva keskkonnaga. Täiendavalt on efektiivse regulatsiooni tagamiseks vajalik selgus erinevate seaduste, määruste ja direktiivide kohaldumiseala piirides, kuivõrd sellest sõltub konkreetsele krüptovarale laienev investorkaitse raamistik.

Teises peatükis analüüsitakse investoritele avalikustatava teabe efektiivsust investorkaitse tagamisel. Selleks on vajalik hinnata, miks on krüptovara pakkujatele vajalik määrata kohustus avalikustada teatud ettemääratud ulatuses ja vormis teavet ning millised võivad olla teabe avalikustamata jätmise tagajärjed. Selle pinnalt on võimalik analüüsida, kas MiCA määruses sätestatud meetmed suudavad eesmärki täita. Edasi hinnatakse peatükis regulatsioonis kehtestatud nõudeid krüptovara avaliku pakkumise korral, täpsemalt valge raamatu koostamise kohustust, arvestades selles nõutud sisu ning teabe esitamise viisi efektiivsust. Laiemalt vaadates käsitletakse krüptovara turundamisele kehtestatud reegleid. Kõigi eeltoodud meetmete praktilise väärtuse hindamiseks tuleb analüüsida vastutust investorkaitsemeetmete järgimise eest, et kindlaks määrata nende tõhusus. Kuivõrd krüptovara investeeringute tegemisel on praktilises vaates võtmeroll ka krüptovarateenuse osutajatel, kelle kaudu jaeinvestorid tehinguid teha saavad, tuleb hinnata ka platvormidele kehtestatud kohustusi, mis puudutavad esitatava teabe selgust.

Eeltoodud küsimustele vastuste leidmiseks on kasutatud kvalitatiivset meetodit. Analüüsiks on kasutatud peamiselt Euroopa Liidu ja Eesti õigusakte ning järelevalveasutuste suuniseid, kuid ka õiguskirjandust ning veebilehti, mis käsitlevad probleemistiku praktilisi olukordi.

Investorkaitse teemat on varasemalt käsitletud Tartu Ülikoolis kaitstud magistritöodes „*Token*’ite kvalifitseerimine Eesti õiguse alusel ning kehtiva õiguse sobivus ICO-de reguleerimisel“¹⁰, „Investorkaitse tagamine kapitali kaasamisel *utility token*’ite avalikul pakkumisel“¹¹ ja „Krüptoraha platvormi kasutaja õiguste kaitse“¹². Kõik nimetatud magistritööd on kirjutatud ja kaitstud enne MiCA määruse ettepaneku esitamist 2020. aastal¹³, põhinedes seega täielikult määrusele eelnenud regulatiivsel raamistikul. Käesolev töö keskendub MiCA määrusest tulenevale regulatiivsele olukorrale ning käsitleb teisi õigusakte vaid ulatuses, milles see on vajalik MiCA määruse kohalduvuse analüüsimiseks. Endiselt on aga asjakohane käesoleva magistritööga sarnast teemat käsitlev magistritöö pealkirjaga „*Token*’i õiguslik kvalifikatsioon MiFID II direktiivi väärtpaberiks ning plokiahela tehnoloogia kasutamise võimalikkus väärtpaberiarveldussüsteemides.“¹⁴, kuna krüptovara regulatsiooni kohaldumisala on osaliselt sõltuv Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivist 2014/65/EL, finantsinstrumentide turgude kohta (edaspidi MiFID II)¹⁵. Erinevalt eelnimetatud magistritööst, käsitleb käesolev magistritöö MiFID II direktiivi kohaldamisalast välja jäävaid ehk väärtpaberiks mittekvalifitseeruvaid krüptovaraliike, analüüsides seega sama valdkonna teist külge. Käesoleva magistritöö analüüs puudutab mõningal määral ka MiFID II direktiivi, kuid seda ulatuses, mis on vajalik MiCA määruse kohalduvuse kindlaks tegemiseks, võttes sealjuures arvesse peale 2020. aastat tehtud täiendusi õigusaktides.

¹⁰ Saluste, K. *Token*’ite kvalifitseerimine Eesti õiguse alusel ning kehtiva õiguse sobivus ICO-de reguleerimisel. Magistritöö. Juhendaja Villu Kõve. Tartu: Tartu Ülikool 2018. – <https://dspace.ut.ee/server/api/core/bitstreams/06852d1a-b995-4937-85c4-371a7377e3e9/content> (12.01.2025).

¹¹ Gerretz, K. Investorkaitse tagamine kapitali kaasamisel *utility token*’ite avalikul pakkumisel. Magistritöö. Juhendaja Gerd Laub. Tallinn: Tartu Ülikool 2019. – <https://dspace.ut.ee/server/api/core/bitstreams/12943027-d6b4-4bb5-8498-5c47faf25c1e/content> (12.01.2025).

¹² Viikoja, S. Krüptoraha platvormi kasutaja õiguste kaitse. Magistritöö. Juhendaja Gerd Laub. Tallinn: Tartu Ülikool 2019. – <https://dspace.ut.ee/server/api/core/bitstreams/b4fb14db-ec91-4a97-8f96-a5be27a80382/content> (12.01.2025).

¹³ Euroopa Komisjon.

¹⁴ Vilderson, K. A. *Token*’i õiguslik kvalifikatsioon MiFID II direktiivi väärtpaberiks ning plokiahela tehnoloogia kasutamise võimalikkus väärtpaberiarveldussüsteemides. Juhendajad Reimo Hammerberg ja Piia Kalamees. Tallinn: Tartu Ülikool 2020. — <https://dspace.ut.ee/server/api/core/bitstreams/7bf9f4cd-0b73-4c21-89b6-b563d1e593f6/content> (12.01.2025).

¹⁵ Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL. — OJ L 173, lk 349-496.

MiCA määrusele eelnevalt puudus nii krüptovara kui sellega seotud terminite puhul ühetaoline käsitlus ja praktikas kasutati samade aspektide nimetamiseks suurel hulgal erinevaid mõisteid. Käesolevas magistritöös on kasutatud võimalikult suures ulatuses üksnes MiCA määruses sisalduvaid mõisteid, sealjuures määruse vastuvõtmisele eelnenud perioodi analüüsis, et tagada parem seostatavus ja mõistetavus probleemide kaardistamisel ning lahenduste analüüsimisel.

Märksõnad: krüptovara, investorid, finantsregulatsioonid

1. Krüptovarade regulatsiooni ulatus

1.1 Varasem regulatsioon

Enne MiCA määruse jõustumist puudus Euroopa Liidus spetsiifiliselt krüptovara emiteerimist ja krüptovarateenuse pakkumist laiemalt reguleeriv ühtne regulatsioon. Kuigi ühtne raamistik puudus, siis mahtus krüptovara teatud piiratud osas olemasolevatesse õigusaktidesse, kuid see ei olnud täiuslik ja kõiki krüptovara liike hõlmav süsteem.

Tulenevalt krüptovarade väga erinevatele ülesehitustele ja varieeruvusele ei olnud erinevate õigusaktide pinnalt võimalik leida ühest vastust krüptovaradele kohalduva regulatsiooni osas.¹⁶ Seega on asjakohane esmalt analüüsida varasemalt kohaldunud õigusakte, et hinnata, millised krüptovarad kuulusid nende kohaldamisalasse ja millised krüptovarad regulatsiooni alt väljas olid. Seeläbi on võimalik tuvastada lüngad seadusandluses, mida tuli lahendada selleks, et krüptovara erinevad liigid oleksid piisavalt laias ulatuses hõlmatud. Sealjuures tuleb hinnata ka seda, kas varasem regulatsioon kehtib MiCA määruse järgselt paralleelselt edasi või asendas MiCA määrus eelneva täielikult.

1.1.1 MiFID II

Põhiliseks Euroopa Liidu õigusaktiks, mille kohaldamisalasse krüptovara teatud juhtudel kuuluda võis, on MiFID II. Juhul kui konkreetne krüptovara kvalifitseerus finantsinstrumendiks eeltoodud direktiivi mõistes, kuulus see MiFID II kohaldamisalasse ning rakendusid kõik antud õigusaktist ning sellega seotud regulatsioonidest tulenevad nõuded ja kaitsemeetmed. See tähendas mitmetest erinevatest Euroopa Liidu finantsraamistikku kuuluvatest määrustest ja direktiividest tulenevat väga laia investorkaitset.¹⁷

Täiendava kinnituse MiFID II direktiivi kohaldatavuse osas krüptovarade puhul tõi direktiivi finantsinstrumendi mõiste täiendamine 2022. aastal EL määruse 2022/858 artikli 18 p 1 alusel, mille kohaselt kuuluvad finantsinstrumentide alla “sealhulgas hajasraamatu tehnoloogia abil

¹⁶ European Securities and Markets Authority. Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, lk 4.

¹⁷ *Ibidem*, lk 5.

emiteeritud instrumendid”.¹⁸ Eelmainitud määruse põhjenduspunktis on välja toodud, et hajusraamatu tehnoloogial põhinevad finantsinstrumendid ei olnud seni sõnaselgelt MiFID II direktiivis sätestatud finantsinstrumendi mõistega hõlmatud, mille tõttu vastav täiendus sisse viidigi. Kuigi juba enne muudatust oli kirjanduses laialdaselt leitud, et krüptovara võib teatud juhtudel vastata finantsinstrumendi tunnustele, siis täienduse sisse viimisega sai kinnitust asjaolu, et teatud krüptovara võib kuuluda MiFID II reguleerimisalasse.

Arvestades seda, et MiFID II direktiivis kohaldamisalasse võivad kuuluda ka hajusraamatu tehnoloogial põhinevad instrumendid, olid mõned krüptovarad seega juba enne MiCA määruse vastu võtmist Euroopa Liidu üleselt õiguslikult reguleeritud. Investorid olid nendesse investeerimisel kaitstud seega samaväärselt teiste varaklassidega. Küll aga on ESMA poolt teostatud uuringus leitud, et hinnanguliselt ainult 10% kuni 30% krüptovaradest kvalifitseerusid uuringu läbiviimise ajal finantsinstrumentideks.¹⁹ Seega ei olnud MiFID II efektiivne hõlmamaks piisaval hulgal erinevaid krüptovara liike, millesse jaeinvestorid investeerivad.

Lisaks sellele, et MiFID II direktiivi finantsinstrumendi mõiste alla kuulus vaid väike hulk pakutavatest krüptovaradest, oli probleemiks ka liikmesriikide poolt võetud erinevad lähenemised mõiste siseriiklikkuse õigusesse üleviimisel, mistõttu puudusid liiduüleselt selged piirid krüptovara finantsinstrumendiks kvalifitseerimisel. See on tingitud asjaolust, et finantsinstrumendi definitsioon, mille alla kuulumisest sõltus senise Euroopa Liidu ülese tugeva finantsraamistiku kohaldumine, tuleneb direktiivist. Kuivõrd MiFID II direktiivis sätestatud mõiste ei ole liiduüleselt kehtiv, pidi iga liikmesriik finantsinstrumendi mõiste enda siseriiklikkuse õigusesse üle võtma. Praktikas ei ole seda tehtud ühetaoliselt ning seega ei valitse mõiste sisustamise osas täielikku harmooniat.²⁰ Finantsinstrumendi termini siseriiklikul defineerimisel on liikmesriikides kasutatud erinevaid lähenemisviise — sätestatud on nii suletud nimekiri investeerimisinstrumentidest kui ka kasutatud laiemat tõlgendusruumi pakkuvat kontseptisoonipõhist lähenemist. Kuigi finantsinstrumendi mõiste peab põhimõtteliselt lähtuma direktiivist tulenevast mõistest ja erisused ei saa olla väga suured, on

¹⁸ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määrus (EL) 2022/858, 30. mai 2022, mis käsitleb hajusraamatu tehnoloogial põhinevate turutaristute katsekorda ning millega muudetakse määrusi (EL) nr 600/2014 ja (EL) nr 909/2014 ning direktiivi 2014/65/EL. — OJ L 151, 2.6.2022, lk 1-33.

¹⁹ European Securities and Markets Authority. Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, lk 20.

²⁰ *Ibidem*, lk 5.

mõningate erisuste esinemine väga tõenäoline.²¹ See tähendab, et liikmesriikides võidakse sama krüptovara käsitleda erinevalt tulenevalt konkreetse riigi siseriikliku õiguse terminoloogiast.

Eestis on finantsinstrumendi definitsioon sisse viidud väärtpaberituru seadusesse (edaspidi VPTS)²², mille § 2 lg-s 1 on sätestatud loetelu väärtpaberiks klassifitseeruvatest instrumentidest. Eelmainitud MiFID II 2022. aastal tehtud täiendus hajusraamatu tehnoloogial põhinevate instrumentide hõlmamiseks lisati ka Eesti siseriiklikusse õigusesse, täiendades VPTS §-i 2 lg-ga 1¹, mille kohaselt võivad lg-s 1 nimetatud väärtpaberid olla emiteeritud hajusraamatu tehnoloogia abil.

Üle-euroopalise krüptovara regulatsiooni hõlmatus probleem oli seega mitmekülgne. Investorkaitse vaatest oli ilmselgelt probleemne see, et suur osa krüptovaradest ei kuulunud üldse ühegi õigusakti kohaldamisalasse. Lisaks sellele valitses ebaselgus, millised on olemasoleva regulatsiooni piirid ja millised krüptovarad on nendes hõlmatud. Kompleksust lisas täiendavalt juurde asjaolu, et liikmesriikide vahel on killustatus siseriiklikus finantsinstrumendi mõiste sisus, millest tulenevalt erines seadusest tulenev kaitse riikide vahel. Krüptovara potentsiaalselt varieeruv kaitse erinevates liikmesriikides ei pruugi olla investoritele ettenähtav. Selgete piiride puudumine tekitab sealjuures ka ohu, et krüptovara MiFID II kohaldamisalasse klassifitseerumine võidakse vaidluse korral tagantjärgi siseriiklike asutuste poolt ümber vaadata, muutes varasemalt kehtinud investorkaitse ulatust.

1.1.2 Siseriiklik õigus

MiFID II kohaldamisalast välja jääva krüptovara käsitlemiseks löid mõned liikmesriigid enne MiCA määruse jõustumist siseriiklikud seadused spetsiifiliselt selle regulatsiooniga hõlmamiseks.²³ Vaadeldes riike, kus krüptovara regulatsioon oli olemas, näha selgeid erisusi krüptovara definitsioonides ja seaduste sisus.²⁴ Ühtse õigusliku raamistiku puudumine tõi kaasa fragmentatsiooni, kuivõrd iga liikmesriik defineeris asjakohaseid termineid ja reguleeris

²¹ European Securities and Markets Authority. Final Report: Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments, 17 December 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 (12.02.2025), lk 6-7.

²² Väärtpaberituru seadus. — RT I, 07.01.2025, 4.

²³ European Securities and Markets Authority. Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, lk 48-49.

²⁴ Burilov, V. Regulation of Crypto Tokens and Initial Coin Offerings in the EU. De lege lata and de lege ferenda. — European Journal of Comparative Law and Governance, 6, 2019, lk 155.

nendega seonduvat mõneti erinevalt.²⁵ Eeltoodust tulenevalt kvalifitseerisid ka Euroopa Liidu finantsturu järelevalveasutused krüptovarasid erinevalt ja teemale lähenemisel puudus selgelt üksmeel.²⁶ Sellest tulenevalt võis üks ja sama krüptovara olla liikmesriigiti õiguslikult erinevalt reguleeritud.²⁷ Liidusiseselt oli killustatus nii selles osas, kas krüptovara oli üldse eraldi reguleeritud kui ka selles, mis viisil seda regulatsiooni olemasolu korral tehtud oli.

Krüptovarateenuse pakkujad ja krüptovara esmased avalikud pakkumised (edaspidi ka ICO-d) toimivad aga üldjuhul piiriülesest.²⁸ Seega oli tegemist vastuolulise olukorraga, kus Euroopa Liidu liikmesriigid võtsid vastu erinevaid siseriiklike seadusi, et reguleerida tegevusi, mis üldjuhul toimivad piiriülesest.²⁹ Selline vastuolu kahjustab investorite usaldust tugevalt, kuivõrd valitses selge õiguslik ebakindlus selle osas, kas ja millised mehhanismid investori huvide kaitseks tagatud on.³⁰ Turu killustatuse probleemile viidati ka MiCA ettepaneku seletuskirjas.³¹

Eesti siseriiklikus õiguses oli krüptovaradega seonduvat vähesel määral reguleeritud. Puudus spetsiifiliselt just krüptovarade reguleerimiseks loodud seadus. Ainus õigusakt, kus krüptovaradega seonduvat enne 30. juunit 2024 käsitleti, oli rahapesu ja terrorismi tõkestamise seadus (edaspidi RahaPTS).³² Krüptovaradele viitamiseks võeti seaduses kasutusele termin “virtuaalvääring” ja sealjuures on eraldi ka rõhutatud, et tegemist ei ole mõistega teatud Euroopa Liidu õigusaktide tähenduses.³³ Kuigi siseriiklikult oli Eestis krüptovara käsitlevad mõisted ja teatav regulatsioon olemas, mis tähendas teatavat eelist mõne teise liikmesriigi ees, ei olnud regulatsioon investorkaitse vaatest kindlasti piisav. Eelnimetatud seaduses keskenduti krüptovara reguleerimisel rahapesu tõkestamist puudutavatele aspektidele ehk siis investorkaitset seadus suuresti ei pakkunud. RahaPTS 01.07.2026 jõustuvast redaktsioonis on

²⁵ Burišov, V, lk 168.

²⁶ European Securities and Markets Authority. Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, lk 5.

²⁷ *Ibidem*, lk 37.

²⁸ Gikay, A.A. European Consumer Law and Blockchain based Financial Services: A Functional Approach against the Rhetoric of Regulatory Uncertainty. — *Tilburg Law Review*, 24 (1), 2019, lk 31.

²⁹ European Securities and Markets Authority. Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, lk 5.

³⁰ Gikay, A.A., lk 31.

³¹ Euroopa Komisjon.

³² Rahapesu ja terrorismi rahastamise tõkestamise seadus. — RT I, 21.06.2024, 51.

³³ RahaPTS § 3 p 9 kohaselt on virtuaalvääring digitaalsel kujul esitatud väärtus, mis on digitaalselt ülekantav, säilitatav või kaubeldav ja mida füüsilised või juriidilised isikud aktsepteerivad maksevahendina, kuid mis ei ole ühegi riigi seaduslik maksevahend ega rahaline vahend Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi (EL) 2015/2366 makseteenuste kohta siseturul, direktiivide 2002/65/EÜ, 2009/110/EÜ ning 2013/36/EL ja määruse (EL) nr 1093/2010 muutmise ning direktiivi 2007/64/EÜ kehtetuks tunnistamise kohta (ELT L 337, 23.12.2015, lk 35–127) artikli 4 punkti 25 tähenduses ega makseinstrument või maksetehing sama direktiivi artikli 3 punktide k ja l tähenduses.

virtuaalvääringu mõiste kehtetuks tunnistatud, seega kaotab antud seadus krüptovara siseriikliku defineerimise kontekstis relevanttsuse. 1. juulist 2024 jõustus Eestis uus krüptovara turu seadus³⁴ (edaspidi KrüTS), mille § 4 lg 1 kohaselt kasutatakse antud seaduses termineid MiCA määruse tähenduses, seega pole Eestis enam siseriiklikult eraldiseisvat definitsiooni krüptovara käsitlemiseks ning ka siseriiklikku regulatsiooni vaadatres lähtuda tuleb edasistes alapeatükkides analüüsivast, MiCA määrusest tulenevast krüptovara mõistetest.

Eesti ei olnud eeltoodud lähenemisel, mille kohaselt reguleeriti krüptovara just RahaPTS-is, Euroopa Liidus ainulaadne. MiCA ettepaneku seletuskirjas on märgitud, et EBA ja ESMA on juhtinud tähelepanu asjaolule, et suurem osa krüptovarasid olid liidus reguleeritud vaid rahapesu ja terrorismi tõkestamist käsitlevates õigusaktides, kuid krüptovarade investorite kaitse eesmärgiga regulatsioone üldjuhul liikmesriikides polnud.³⁵

1.2 Krüptovara määratlus

Eeltoodud krüptovara varasema regulatsiooni analüüsist nähtub, et krüptovarade regulatsioonis esines mitmeid probleeme. Lahendamist vajab nii probleem, et mõnes liikmesriigis puudus krüptovarade reguleerimiseks igasugune seadusandlus kui ka see, et selgete definitsiooni piiride puudumise tõttu võis kergelt tekkida olukord, kus sama krüptovara käsitleti riigiti erinevalt. Seega oli üks suuri ootusi MiCA määruse puhul kindlasti seni kaitse alt välja jäänud krüptovarade õigusliku raamistiku alla toomine ning selguse loomine, kuidas erinevaid krüptovarasid käsitleda ning mille pinnalt otsustada, milline õigusakt peab kohalduma.

Maailmas on enam kui 8000 erinevat krüptovara, seega on neid kõiki hõlmavate definitsioonide väljatöötamine väljakutse. Samal ajal tuleb arvestada nii sellega, et loodavad definitsioonid oleksid piisavalt üldised, et katta ära laias valikus erinevaid krüptovarasid, kui ka sellega, et mõistete sõnastuses peab olema piisavalt täpne, et ei jääks nõrki kohti, mida saab ära kasutada regulatsioonist kõrvalehoidmiseks.³⁶ Investoritele õigusliku kaitse tagamiseks tuleks hõlmata pakutavad krüptovarad seadusandluses samaaegselt võimalikult laialt kui ka täpselt.

³⁴ Krüptovaraturu seadus. — RT I, 21.06.2024, 3.

³⁵ Euroopa Komisjon.

³⁶ Daudrikh, Y. The Legal Status of Crypto-Asset Issuers in the Light of the Proposed MiCA Regulation. — Legal Issues in the Digital Age, vol. 3, no. 2, 2022, lk 68.

Krüptovarade regulatsiooni kohaldamisala ulatuse hindamisel on oluline analüüsida, kas määrusega loodud mõisted hõlmavad endas kõiki investoritele pakutavaid krüptovara liike. Lisaks on oluline vaadata, kas mõisted on alagrupidesse liigitamiseks piisavalt selged, sest sellest sõltub edasi see, millised investorkaitse meetmed konkreetsele krüptovarale kohalduvad.

1.2.1 Krüptovara mõiste sisu

MiCA määruses on krüptovara defineeritud artikkel 3 lg 1 p-s 5, mille kohaselt on krüptovara väärtuse või õiguse digitaalne esitus, mida on võimalik üle kanda ja salvestada elektrooniliselt, kasutades hajusraamatu tehnoloogiat või muud sarnast tehnoloogiat. Tegemist on olemuslikult väga üldise ning laia definitsiooniga. Määruse põhjenduspunktist 16 nähtub, et see on taotluslik, et tagada maksimaalses ulatuses krüptovarade kaetus nii praegu kui tulevikus. Krüptovara definitsiooni alla mahub väga suur hulk erineva ülesehituse, eesmärgi ja olemusega võimalikke digitaalse vara liike.

Definitsiooni sõnastuses on juba ettevaatavalt arvestatud tehnoloogia kiire arenguga ning selle tõttu on mainitud krüptovara definitsioonis lisaks hajusraamatu tehnoloogial põhinevale ka muu hajusraamatule sarnane tehnoloogia. Täiendavalt annab määruse artikkel 3 lg 2 võimaluse täpsustada määruses kasutatud mõisteid, et neid kohandada vastavalt turu ja tehnoloogia arengule. See võiks aidata tagada finantsturu ja tehnoloogia arenguga kaasas käimist.³⁷ Seega on määruses alguses peale pööratud rõhku sellele, et mõisted ei hõlmaks mitte ainult kõiki hetkel pakutavaid krüptovarasid ja tehnoloogiaid, vaid et olemas oleks paindlikkus ja suutlikkus kohaneda uute samalaadsete tehnoloogiate ja arengutega, et regulatsioon jääks asjakohaseks ka tulevikus.

Küll aga ei tähenda eeltoodud krüptovara definitsiooni sõnastus seda, et kõik selliselt defineeritavad varad on reguleeritud MiCA määruse poolt. Regulatsiooni ülesehitusel on võetud lähenemine, kus krüptovara ise on defineeritud väga laiahaardeliselt ja võimalikult palju erinevaid liike hõlmavalt ning seejärel on esitatud välistavad asjaolud, mis viivad varad MiCA määruse kohaldumisalast välja. See ei tähenda, et tegemist ei oleks mõiste poolest krüptovaraga, vaid viitab ainult teise regulatsiooni kohaldumisele. Määruses loodi seega krüptovara käsitlemiseks definitsioon, mis on laiem kui määruse enda kohaldamisala. See on

³⁷ Cichon, S. All That Glitters Is Not Gold: The Regulation of Stablecoins under the MiCA Regulation - Between Innovation and Risk Mitigation. — Cambridge Law Review, vol. 9, no. 1, Spring 2024, lk 87.

positiivne, kuivõrd lahendab enne määruse loomist esinenud probleemi, kus puudus üldkasutatav mõiste krüptovarale viitamiseks, mistõttu kasutati tohutul hulgal erinevaid mõisteid nii igapäevases kõnes kui õigusaktides, isegi kui lõppkokkuvõttes räägiti samast asjast. Kindlust lisab juurde veel see, et mõiste on defineeritud just määruses ja on sellest tulenevalt liiduüleselt sama ega ei jäta ruumi mõnevõrra erinevaks siseriiklikuks defineerimiseks.

MiCA määruse kohaldamisalasse kuuluvat krüptovara on piiratud artikli 2 lg-s 4, kus on toodud loetelu definitsioonidest ja toodetest, millele MiCA määrus ei kohaldu.³⁸ Loetelus nimetatud krüptovarad on reguleeritud juba teiste regulatiivsete raamistikega. See tagab olukorra, kus juba varasemalt reguleeritud krüptovaradele kohalduvat regulatsiooni ei muudeta ning varad, mis eelnevalt juba kaitse all olid, jäävad samasse raamistikku edasi. Selline lähenemine on mõistlik, kuivõrd varem olid probleemiks just igasuguse regulatsiooni alt täielikult välja jäänud krüptovarad.

Kuigi määruse kohaldamisala on teistest regulatsioonidest tulenevate definitsioonidega piiratud, siis on selliste väga laiade mõistete nagu MiCA määruse krüptovara definitsiooni puhul oht, et õigusakti kohaldamisalasse langevad sellised plokiahelal põhinevad õigused, mille reguleerimine tegelikkuses eesmärgiks üldse ei olnudki. Tokenite ülesehitust kasutatakse praktikas ka muude kui investeerimis- või finantseesmärgil loodud lahenduste jaoks nagu näiteks lennumiilide kogumine, kaupluste lojaalsusprogrammid jms.³⁹ Sellised tokenid ei kvalifitseeru mõneks artikli 2 lg-s 4 toodud terminiks, mille tulemusel need kohaldamisalast selgelt välistatud oleks. Kui üksnes krüptovara definitsiooni vaadates võiksid taolised lahendused MiCA määruse alla kuuluda, siis aitab siinkohal probleemi lahendada määruse

³⁸ MiCA määruse artikkel 2 lg 4 kohaselt ei kohaldata määrust krüptovara suhtes, mis kvalifitseerub üheks või mitmeks järgmistest: finantsinstrumendid; hoiused, sealhulgas investeerimishoiused; raha, v.a kui see kvalifitseerub e-raha tokeniks; väärtpaperistamise positsioonid väärtpaperistamise kontekstis määruse (EL) 2017/2402 artikli 2 punkti 1 tähenduses; kahju- või elukindlustustooted, mis kuuluvad Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2009/138/EÜ I ja II lisas loetletud kindlustusliikidesse, või kõnealuses direktiivis osutatud edasikindlustus- või retrotsessioonilepingud; pensionitooted, mille esmane eesmärk on riigisisese õiguse kohaselt tagada investorile pensionipõlves sissetulek ning mis annavad investorile õiguse teatavatele hüvitistele; ametlikult tunnustatud tööandjapensioni skeemid, mis kuuluvad Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi (EL) 2016/2341 või direktiivi 2009/138/EÜ kohaldamisalasse; erapensionitooted, mille puhul riigisisese õiguse kohaselt nõutakse tööandja rahalist osalust ning tööandja ega töötaja ei saa pensionitoodet ega selle pakkujat valida; üleeuroopaline personaalne pensionitood Euroopa Parlamendi ja nõukogu määruse (EL) 2019/1238 artikli 2 punkti 2 tähenduses; sotsiaalkindlustussüsteemid, mis kuuluvad Euroopa Parlamendi ja nõukogu määruste (EÜ) nr 883/2004 ja (EÜ) nr 987/2009 kohaldamisalasse.

³⁹ Ferreira, A., Sandner, P. Eu search for regulatory answers to crypto assets and their place in the financial markets 'infrastructure. — Computer Law & Security Review 43 (2021), lk 13.

artikkel 2 lg 3, mille kohaselt on välistatud määruse kohaldatavus krüptovara suhtes, mis on ainulaadne ega ole asendatav muu krüptovaraga. Määruse põhjenduspunktis 17 on selgitatud, et krüptovara ei ole selline digitaalne vara, mida ei saa üle kanda teistele omanikele. Sealjuures on näitena välja toodud muuhulgas püsikliendiprogrammid, kus lojaalsuspunkte saab hüvede vastu vahetada ainult punkti emitendi või pakkuja juures.

Investorkaitse vaatest on seega MiCA määruse definitsioon üldjoontes piisavalt lai, et hõlmata suurt enamust investoritele pakutavat krüptovara, millest tulenevalt on eelduslikult enamust investeerimisvõimalusi vähemalt mingi õigusliku režiimi all. Kohaldamisala ulatuses on arvestatud just eesmärkidega täita ära senine lünk ja luua varasemalt reguleerimata krüptovarale õiguslik raamistik. Selleks, et määrata kindlaks, kas krüptovara on reguleeritud just MiCA määrusega, tuleb lisaks krüptovara enda definitsiooni kvalifitseerumiseks kindlaks teha, kas krüptovara on ainulaadne, mitte-asendatav muu krüptovaraga ning kas vara võib kvalifitseeruda samaaegselt mõneks artikkel 2 lg-s 4 sätestatud mõisteks, mille puhul kohaldub teine regulatiivne raamistik.

Milline konkreetne õiguslik raamistik igal üksikjuhtumil kohaldub, ei ole aga üldpildis nii selge kui üheks regulatsiooni eesmärgiks oli, seega on töö järgnevates alapeatükkides täpsemalt analüüsitud konkreetsemaid klassifitseerimise probleeme, kuivõrd see mõjutab otseselt investoritele rakenduvat õiguslikku kaitset.

1.2.2 Finantsinstrumendi mõiste

Nagu eelnevalt käsitletud, on MiCA määruse kohaldamisala määramisel kasutatud negatiivset defineerimist ehk määrus kohaldub juhul kui vara ei klassifitseeru samaaegselt mõneks teiseks artikkel 2 lg-s 4 nimetatud mõisteks. Selline lähenemine tekitab juba iseenesest MiCA määruse kohaldumisala piiritlemisele teatud ulatuses probleeme, sest määruses endas ei ole kohaldamisalast välistavaid mõisteid defineeritud, vaid need tulenevad teistest Euroopa Liidu õigusaktidest.⁴⁰ Kõik vastavad mõisted ei ole aga sätestatud kõigile liikmesriikidele otsekohalduvates määrustes, vaid ka direktiividest, mille puhul on liikmesriikidel olnud võimalus mõisteid pisut erinevalt sisustada. Enim küsimusi võib tekitada MiFID II direktiivist tulenev finantsinstrumendi definitsioon, kuivõrd finantsinstrumendid on olemuselt kõige

⁴⁰ Patti, F. P. The European MiCA Regulation: a New Era for Initial Coin Offerings. — Georgetown Journal of International Law, vol. 55, no. 3, Spring 2024, lk 404.

sarnasemad krüptovarale ning enne MiCA määruse jõustumist oli see peamiseks krüptovara puudutavaks Euroopa Liidu regulatsiooniks. Seega võib praktikas just selle mõistega kohaldamisala kaalumiskohti enim ette tulla.

MiCA ettepaneku avaldamise järgselt 2020. aastal juhiti tähelepanu probleemile, et ettepanekus esitatud muudatused ei loo ammendavat selgust MiCA määruse kohaldamisala, täpsemalt sellest välja jääva krüptovara osas, sest finantsinstrumendi mõiste tuleneb direktiivist, seega pole mõiste liikmesriikides otsekohalduv ega identne.⁴¹ Finantsinstrumendi mõiste on kirjas MiFID II artikkel 4 lg 1 punktis 15, mis omakorda viitab direktiivi lisas olevale nimekirjale.

MiCA määruse ettepanekus seoti määruses nimetatud finantsinstrumendi definitsioon otse MiFID II-ga.⁴² Sellises olukorras kandus ebaselgus MiFID II finantsinstrumendi mõiste osas otse üle MiCA krüptovara kvalifitseerimisse, kuivõrd need on omavahel seotud.⁴³ Vastu võetud MiCA määruse sõnastusest on eemaldatud määruse artikkel 2 lg 4 punktist a, mis käsitleb finantsinstrumente, otsene viide MiFID II-le. Määruse põhjenduspunkt nr 9 seob mõiste siiski otseselt MiFID II-ga ning arvestades, et Euroopa Liidus kasutatakse mõisteid direktiivide ja määruste üleselt samatähenduslikult, ei lahenda viite eemaldamine artiklist endast praktikas tekkivat probleemi. Küll aga lisati vastu võetud määruse artiklisse 2, mis käsitleb määruse kohaldamisala, erinevalt ettepaneku sõnastusest juurde lõige 5, mis kohustas ESMA-t 2024. aasta lõpuks välja andma suunised ja kriteeriumid selle kohta, millal kvalifitseerub krüptovara finantsinstrumendiks. Vastavad suunised avaldati 17. detsembril 2024.⁴⁴ ESMA on suuniste välja andmise põhjendustes MiFID II finantsinstrumendi liiduüleselt ühtse definitsiooni puudumisest tuleneva probleemi lahendamise ka eesmärgiks võtnud.⁴⁵

Krüptovara finantsinstrumendiks kvalifitseerimist käsitletavates suunistes on esimese aspektina täpsustatud seda, et krüptovara tehnoloogiline formaat ei tohiks mõjutada selle klassifitseerimist ning finantsinstrumendid, mis põhinevad plokiahelal, ehk tokeniseeritud finantsinstrumendid, on endiselt finantsinstrumendid.⁴⁶ Töö autori hinnangul see punkt otsest

⁴¹ Hobza, M. Crypto-asset services under the draft MiCA Regulation. — Skrabka, J., Gremlova, N. Challenges of Law in Business and Finance. Bucharest, Paris, Calgary: Adjuris, 2021, lk 15.

⁴² Euroopa Komisjon.

⁴³ Hobza, M., lk 15.

⁴⁴ European Securities and Markets Authority. Final Report: Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments.

⁴⁵ *Ibidem*, lk 4.

⁴⁶ *Ibidem*, lk 34.

lisaväärtust klassifitseerimisele ei anna, kuivõrd sama põhimõte on selgelt sätestatud juba nii MiCA määruse enda tekstis kui MiFID II finantsinstrumendi mõiste juures, nagu töös ka eelnevalt on kirjeldatud. Seega ei olnud vastava täpsustuse lisamine suuniste esimeseks kriteeriumiks otseselt vajalik.

Järgnevalt on suunistes täpsustatud krüptovara kvalifitseeritavust vabalt võõrandatava väärtpaberina MiFID II tähenduses, mille korral oleks tegemist finantsinstrumendiga. Selleks peab krüptovara täitma samaaegselt järgnevad kriteeriumid: tegemist ei tohi olla maksevahendiinstrumendiga, vara peab kuulub väärtpaberiklassi ja olema kaubeldav kapitaliturul.⁴⁷ Väärtpaberiklassi määramiseks on suunistes toodud praktilisi näiteid, viidates pidevalt MiFID II terminitele.⁴⁸ Kapitaliturul kaubeldavuse kriteeriumi osas on suunistes välja toodud, et tulenevalt juba hajusraamatu tehnoloogia olemuse täidab enamuse krüptovarasid selle kriteeriumi.⁴⁹ Maksevahendiinstrumentide välistatuse puhul on suunistes täheldatud, et seda terminit ei ole seadusandluses täpsemalt defineeritud. Lahtiseks on jäetud ka olukord, kui krüptovara on vaid mõne aspekti poolest makseinstrument, viidates sellisel juhul järelevalveasutuse kohustusele teostada igakordne analüüs, et leida konkreetsel juhul sobivaim kvalifikatsioon.⁵⁰ Muud liiki finantsinstrumentideks kui vabalt võõrandavateks väärtpaberiteks ehk rahaturuinstrumentideks, investeerimisfondi osakuteks, tuletislepinguteks või lubatud heitkoguse ühikukuks liigitamist käsitlevas osas on suunistes samuti küll läbivalt toodud praktilisi näiteid, kuid kasutatud sealjuures MiFID II termineid.⁵¹

Kuigi mõnel määral aitavad suunistes kindlasti selgust luua ja praktilised näited on kasulikud, siis tulenevalt sellest, et enamuse tekstis viidatakse MiFID II terminoloogiale, jääb fundamentaalne probleem osaliselt samaks. Kuivõrd suunistes kasutatud mõisted tulenevad direktiivist, siis ei ole tegemist üle-euroopaliselt harmoniseeritud definitsioonidega. Kuigi suuniste eesmärk oli luua liidu-ülene harmoniseeritud arusaam määrtlemisest, ei anna see lõplikult vastuseid mitmetele küsimustele ning isegi suunistes endis on paaril korral viidatud tagasi siseriiklike järelevalveasutuste kohustusele igakordselt hinnata sobivat kvalifikatsiooni, jättes seeläbi ikkagi alles ohu killustunud tõlgendusteks liidusiseselt.

⁴⁷ European Securities and Markets Authority. Final Report: Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments, lk 35.

⁴⁸ *Ibidem*, lk 36-38.

⁴⁹ *Ibidem*, lk 38.

⁵⁰ *Ibidem*, lk 35.

⁵¹ *Ibidem*, lk 39-45.

Finantsinstrumendi mõistest tulenevalt ei ole seega ühest selgust selles osas, millised varad kuuluvad MiCA määruse kohaldamisalasse. Seega ei ole siiani täielikult lahendatud probleemi regulatiivsest ebaselgusest ja raskustest tokenite õiguslikul klassifitseerimisel.⁵² Kuigi probleem on kaardistatud ning on astunud samme selle lahendamiseks, siis ei ole endiselt lõplikult selge, kumma õigusakti, kas MiCA määruse või MiFID II, kohaldamisalasse krüptovara kuulub. Küll aga on vastus sellele küsimusele oluline, kuivõrd sellest sõltub konkreetsele krüptovarale laieneva investorkaitse ulatus. Investoritele oleks oluline teada ja omada kindlust klassifitseerimise osas, et otsuste tegemisel oleks võimalik teha teadlik valik ja arvestada riskidega ka investorkaitse ulatuse osas. Mõningaid erisusi kahe õigusakti regulatsioonis on osaliselt välja toodud käesoleva töö teises peatükis.

1.2.3 Krüptovara alaliigid

MiCA määruses on lisaks üldisele krüptovara terminile määratletud kolm krüptovara alaliiki: varapõhine token, e-raha token ning kasutustoken. Määruses sõltuvad enamus nõudeid sellest, kas konkreetne krüptovara kvalifitseerub üheks eeltoodud alaliigiks või mitte. Seetõttu on lisaks analüüsile, kas krüptovara kuulub MiCA määruse kohaldamisalasse, vajalik kohe hinnata ka seda, kas tegemist võib olla mõne konkreetse krüptovara alaliigiga.

a) Kasutustoken

MiCA artikkel 3 lõige 1 punkt 9 defineerib kasutustokeni kui krüptovara liigi, mille ainus eesmärk on anda juurdepääs kaubale või teenusele, mida pakub või osutab selle emitent.

Kasutustokeni puhul tõestub peamiselt küsimus selles osas, mida täpsemalt juurdepääs kaubale või teenusele tähendab.⁵³ Enne MiCA määrust klassifitseeriti üldjuhul tokeneid erinevalt vastavalt sellele, kas kaup või teenus, milleks token loodi, oli tokeni emiteerimise ajal juba reaalselt olemas või mitte. Kui kaup või teenust praktikas veel ei olnud, siis tuli analüüsida finantsinstrumendiks kvalifitseerumist ning sobival juhul kohaldati vastavat õiguslikku raamistikku. Kui aga kaup või teenus oli tokeni emiteerimise hetkeks juba olemas, sarnanes

⁵² Patti, F. P., lk 402.

⁵³ *Ibidem*, lk 405.

olukord nähtavalt tavapärase tarbijalepingutega. Näiteks Šveitsi väärtpaberituru järelevalveasutus oli enda juhistes selgelt sätestanud, et kasutustoken ei ole väärtpaber üksnes juhul, kui kaup või teenus on esmase avaliku pakkumise hetkeks kättesaadav.⁵⁴ Seega ei peetud olemasolevale kaubale juurdepääsu andvat tokenit varasemalt üldse krüptovaraks ning seda käsitleti kui klassikalist toote või teenuse müüki.

MiCA määruse lähenemine on eeltoodud praktikast aga erinev, kuivõrd kasutustokeniks klassifitseerimist ei mõjuta see, kas kaup või teenus on emiteerimise hetkel olemas või mitte, määrus kohaldub mõlemal juhul. Küll aga sõltuvad kohati täpsemad nõuded sellest, kas kaup või teenus on emiteerimise juba olemas, kuid seda on käsitletud täpsemalt teises peatükis.

Kasutustokeniks klassifitseerimise puhul tuleb endiselt esimese sammuna kontrollida, kas konkreetne krüptovara on finantsinstrument. Juhul kui vara seda ei ole ning krüptovalal esinevad täiendavalt kasutustokeni definitsioonis määratletud omadused, reguleerib vara MiCA määrus ning kohalduvad selles olevad kasutustokeni spetsiifilised sätted. Sarnaselt krüptovara üldmõistega, on taaskord mõistete defineerimisel kasutatud väga laia varianti, hõlmates seega palju erinevaid varasid.

b) Varapõhine token ja e-raha token

Määruse väljatöötamise juures on pööratud tähelepanu sellele, et erinevat tüüpi stabiilset väärtust hoidvad krüptovara liigid oleksid regulatsiooniga kaetud.⁵⁵ Varapõhine token ja e-raha token on olemuslikult vasted enne MiCA määruse loomist enamlevinud nimetusele stabiilne krüptovara (ing. *stablecoins*). Küll aga ei võetud määruses kasutusele eeltoodud varasemalt tuntud ja laialt levinud terminit, vaid jagati selle mõiste alla kuuluv krüptovara terminoloogiliselt kaheks alaliigiks. Selle tulemuseks on investorite jaoks uued mõisted.

MiCA määruses on defineeritud e-raha token kui krüptovara liik, mille eesmärk on säilitada stabiilne väärtus, järgides ühe ametliku vääringu väärtust.⁵⁶ E-raha tokenite kõrval on Euroopa

⁵⁴ Patti, F. P., lk 406-407.

⁵⁵ Cichon, S., lk 87.

⁵⁶ MiCA määruse artikkel 3 lg 1 p 7.

Liidus eraldi reguleeritud ka e-raha, mida reguleerib direktiiv 2009/110/EÜ.⁵⁷ E-raha on olemuselt e-raha tokenile küll sarnane, kuid mitte päris identne. MiCA määrusele eelneval ajal kasutati ära asjaolu, et e-raha kohaldamisalasse langemise üheks kriteeriumiks oli e-raha omaniku nõue e-raha väljastaja vastu. Kui vastavat nõudeõigust krüptovara omanikele ei antud, välditi sellega direktiivist kohaldamisalasse langemist ja seeläbi sellest tulenevate nõuete täitmiskohustus. MiCA määrus sätestas samaväärse kohustuse aga ka e-raha tokeni emitentidele.⁵⁸ Vastav nõue on sätestatud MiCA määruse artikkel 49 lg-s 2. MiCA määrusega täideti seega senine e-raha tokeneid puudutav regulatiivne lünk.

Varapõhine token on määruse kohaselt krüptovara liik, mis ei ole e-raha token ja mille eesmärk on säilitada stabiilne väärtus, järgides mõnda muuda väärtust või õigust või nende kombinatsiooni, sealhulgas üht või mitut ametlikku vääringut⁵⁹. Kaks eeltoodud mõistet on omavahel tihedalt seotud. Nii selle poolest, et need on olemuselt sarnaseid krüptovarasid käsitlevad kui ka tulenevalt sellest, et e-raha tokeniks kvalifitseerumine välistab varapõhise tokeni määratluse alla kuulumise. E-raha token on varapõhise tokeni kitsam alaliik.

Kaks uut terminit, mida MiCA määruses kasutatakse stabiilse krüptovara termini asemel, võivad olla vähemalt algselt investorite jaoks mõneti eksitavad. Samas ei ole välistatud, et MiCA määruse termineid hakatakse tulevikus ülemaailmselt kasutama ja neist saavad tavapärased terminid.⁶⁰ Kuigi uute mõistete lisandumine ning juba tuttava termini kõrvale jätmine võib tekitada mõnevõrra segadust, ei ole see eelduslikult siiski laiemas vaates investorite kaitse jaoks väga suur probleem seni kuni vastavad varad on regulatsiooniga hõlmatud. Stabiilse krüptovara täpsem liigitamine võimaldab luua spetsiifilisi asjaolusid paremini arvestava ja seega ka täpsema regulatsiooni.

Siiski oleks kahele alaliigile ühise katusmõiste loomine aidanud lisaks varasemalt kasutusel oleva mõiste parema seostatavusega parandada muuhulgas määruse loetavust, kuivõrd määruses sätestatakse läbivalt suurel hulgal nõudeid “muu krüptovara kui varapõhiste tokenite või e-raha tokenite” jaoks. Seega mainitakse eeltoodud paari tihtipeale ühiselt ja ühesõnaline

⁵⁷ Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2009/110/EÜ, 16. september 2009, mis käsitleb e-raha asutuste asutamist ja tegevust ning usaldatavusnormatiivide täitmise järelevalvet ning millega muudetakse direktiive 2005/60/EÜ ja 2006/48/EÜ ning tunnistatakse kehtetuks direktiiv 2000/46/EÜ. — OJ L 267, lk 7-17.

⁵⁸ Lucchesi, M. Crypto-Assets: The Draft "MiCA" Regulation Aims for a New EU Regulation. — International Business Law Journal, vol. 2021, no. 2, 2021, lk 189.

⁵⁹ MiCA määruse artikkel 3 lg 1 p 6.

⁶⁰ Cichon, S., lk 88.

laiem mõiste oleks saanud palju kasutust. Eesti siseriiklikus õiguses on vastavat sõnastuslikku probleemi samuti täheldatud, kuid kasutusele pole võetud mitte stabiilset krüptovara ühiselt nimetavat mõistet, vaid KrüTS § 2 lg 3 kohaselt viidatakse antud seaduses krüptovarale, mis ei ole varapõhine token, ega e-raha tokeni lihtsalt kui „muu krüptovara“. Käesolevas magistritöös on edaspidi samuti MiCA määrusest tulenevate nõuete analüüsis kasutatud mõiste „muu krüptovara kui varapõhine token või e-raha token“ asemel lühendatud mõistet „muu krüptovara“.

1.3 Reguleerimata varatüübid

1.3.1 Hübriidtokenid

Õiguskirjanduses on käsitletud ühe tõusetuva probleemina asjaolu, et MiCA määrus ei loo ühest selgust olukorras, kus konkreetne krüptovara mahub samaaegselt mitme erineva krüptovara puudutava definitsiooni alla, olles olemuselt hübriidne krüptovara.⁶¹ Mitme erineva definitsiooni alla mahtumine on osaliselt põhjustatud eelnevalt käsitletud asjaolust, et määruses kasutatud terminid on väga üldsõnalised ja laiad. Kuigi sellisel lähenemisel on selgeid eeliseid, millest peamiseks on regulatsiooniga hõlmatud lai valik erinevaid varasid, toob see kaasa ka käesoleva probleemi. Ühe krüptovara mitme definitsiooni alla mahtumine võib kaasa tuua olukorra, kus sama vara võidakse käsitleda erinevates liikmesriikides näiteks e-rahana, finantsinstrumendina või turul kaubeldava varana. Selle tõttu ei ole üheselt selge, millised õigusaktid taolisele krüptovarale kohalduvad.⁶²

Eraldi tähelepanu on juhitud probleemsele olukorrale mis tekib juhul kui krüptovara on olemuselt nii finantsinstrument kui kasutustoken.⁶³ Kuigi MiCA määruses puudub selgesõnaline vastus eeltoodud probleemile, siis määruse üldist toimimispõhimõtet vaadates on lahendus probleemile vähemalt mõnel määral õigusaktist tõlgenduse abil leitav. Juhul kui krüptovara puhul on kindlaks määratud, et tegemist on samaaegselt nii finantsinstrumendi kui kasutustokeniga, siis oleks tegemist MiCA määruse artikkel 2 lg 4 p-s 1 sätestatud määruse kohaldumist välistava asjaoluga ning rakendada tuleks üksnes finantsinstrumentide õiguslikku raamistikku. Määruse loomisel on selgelt arvestatud asjaoluga, et finantsinstrumendid võivad

⁶¹ Patti, F. P., lk 408.

⁶² Daudrikh, Y., lk 67.

⁶³ Ferreira, A., Sandner, P., lk 13.

samaaegselt olla krüptovarad ja selgelt sätestatud, et sellisel juhul kohaldub krüptovarale üksnes finantsinstrumendi-spetsiifiline regulatsioon. Asjaolu, et finantsinstrumendil on krüptovara tunnuseid (konkreetses näites kasutustokeni), ei tohiks seega olla kohalduva õiguse määramise raskendavaks asjaoluks.

Lisaks määruse enda sõnastusest leitavale vastusele on ka ESMA suunistes öeldud, et juhul kui krüptovalal on mitmeid erinevaid klassifikatsiooni tunnuseid, peaks esmajärjekorras hindama seda, kas tegemist võib olla finantsinstrumendiga, enne kui hinnata muid klassifikatsioone nagu näiteks kasutustokeni.⁶⁴

Samas võib õige raamistiku määramine tekitada küsimusi ka olukorras, kus krüptovara emiteerimise hetkel oli vastus küll selge, kuid krüptovara omadused muutuvad selle käibel oleku aja jooksul sellisel määral, et kõne alla tuleb vajadus see ümber defineerida ja kohaldada teistsugust regulatsiooni.⁶⁵ ESMA suunistes on küll välja toodud, et isegi kui tegemist on tokeniga, mille sisu on ajas muutunud, siis kohalduv regulatsioon tuleb kindlaks määrata ikkagi tokeni sisu, mitte selle algse nimetuse järgi, aga täpsemaid juhiseid selle osas ei anta. Viidatud on vaid kohustusele tokeni sisu järgi hindamise nõudega arvestada.⁶⁶ Vastava probleemi lahendus ei ole seni veel seega regulatsioonist leitav ja võib tingida tulevikus määruse täiendusi juhul kui praktikas ilmneb vastav vajadus.

1.3.2 NFT-d

Eeltoodud erinevatele krüptovara liikidele lisaks on üheks hajasraamatu tehnoloogial põhinevaks varaliigiks mitteasendatavat vara esindavad NFT-d (ing. *non-fungible token*). Selle kasutusala on praktikas näiteks digitaalne kunst, moelooming või virtuaalne kinnisvara.⁶⁷ Kuigi NFT-d põhinevad sarnaselt eeltoodud krüptovara liikidele hajasraamatu tehnoloogial, ei kuulu need MiCA määruse kohaldamisalasse. Kohaldatavuse välistab asjaolu, et NFT-de puhul on tegemist unikaalse krüptovaraga, mis ei ole asendatav muu krüptovaraga. Määruse põhjenduspunktis 10 on seda täpsemalt ka selgitatud, sealjuures on eraldi välja toodud

⁶⁴ European Securities and Markets Authority. Final Report: Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments, lk 48.

⁶⁵ Ferreira, A., Sandner, P., lk 13.

⁶⁶ European Securities and Markets Authority. Final Report: Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments, lk 48.

⁶⁷ Finantsinspektsioon. NFT. 15.09.2022. — <https://www.fi.ee/et/finantsinspektsioon/innovatsioonikeskus/nft> (07.02.2025).

digitaalse kunsti ja kogumisobjektide välistus määruse kohaldamisalast. NFT-de määruse kohaldamisalast välja jäämine on seega taotluslik ja selge. Välistatus tuleneb sellest, et kuna NFT-sid ei kasutata peamiselt finantsilistel eesmärkidel, on neist tulenev risk väiksem nii tokeni omanikule kui ka üldisele finantsüsteemile.⁶⁸

Kuigi NFT varaliigina ei kuulu MiCA määruse kohaldamisalasse, võivad määruses hõlmatud olla NFT fraktsioonid, kuivõrd ainuüksi unikaalne identifikaator ei ole piisav määruse kohaldamisalast välistamiseks.⁶⁹ Näiteks, kui algselt unikaalne ja seetõttu MiCA määruse alt selgelt välistatud NFT pilt on jagatud sadadeks väiksemateks tokeniteks, ei pruugi need fraktsionaliseeritud osad eraldiseisvalt enam unikaalsuse kriteeriumi kui välistavale tingimusele vastata.⁷⁰

ESMA on finantsinstrumendi ja krüptovara erisusi käsitlevates suunistes kinnitanud ja rõhutanud sarnaselt üle, et kuigi NFT ei ole MiCA määruse kohaldamisalal, siis ei tähenda see seda, et teatud juhtudel ei pruugiks mõni konkreetne NFT MiFID II kohaldamisalasse langeda juhul, kui see vastab finantsinstrumendi kriteeriumitele.⁷¹ See on loogiline lähenemine, kuivõrd finantsinstrumendiks kvalifitseerumine tähendab seda, et tokeni omaniku risk kasvab ning finantsiline eesmärk ja olemus suurenevad.⁷²

Seega on ka NFT-de puhul siiski vajalik igakordselt analüüsida, kas sellele võib mõni investorkaitset pakkuv regulatsioon kohalduda. Olukorras, kus NFT-ga kauplemine võib tekitada investoritele suuremaid riske, peab vastavalt olema tagatud ka investorkaitse.

⁶⁸ Breszkovics, B. NFTs under the Framework of Mica. — *Regional Law Review*, 2024, lk 70.

⁶⁹ *Ibidem*, lk 71.

⁷⁰ European Securities and Markets Authority. Final Report: Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments, lk 48.

⁷¹ *Ibidem*, lk 47.

⁷² Breszkovics, B., lk 71.

2. Investoritele avalikustatav teave

2.1 Teabe esitamise vajalikkus

Väärtpaberidõiguse üheks üldiseks suureks eesmärgiks on tagada investoritele piisav, asjakohane ja täpne info finantsinstrumentide kohta. Seda saavutatakse läbi regulatsioonides sätestatud kohustuse avaldada ettenähtud ulatuses informatsiooni emitentide poolt pakutavate toodete kohta.⁷³ Standardiseeritud info esitamise viis aitab sealjuures hoida kokku kulusid, mida investorid muidu investeerimiseelse informatsiooni leidmiseks peaksid tegema.⁷⁴

Puuduliku info peamiseks tagajärjeks on see, et inimesed võivad soetada endale teadmata väga madala kvaliteediga krüptovarasid või nende jaoks tegelikult ebasobivaid tooteid.⁷⁵ Kui investoritel ei ole piisavalt informatsiooni toote riskisastme kohta, ei ole nad suutelised hindama seda, kas toode vastab nende soovitud riskitasemele.⁷⁶ Lisaks võib vähese informatsiooni olemasolu krüptovara kohta kaasa tuua olukorra, kus inimesed valivad krüptovara⁷⁷ mõne muu, neile tegelikult paremini sobiva ja turvalisema klassikalise investeerimistoote asemel, kuivõrd krüptovara kohta antav informatsioon ei ole mahult ning olemuselt võrdväärne teiste investeerimisinstrumentide kohta antava teabega.⁷⁸ Arvestades seda, et Euroopa Liidu finantsraamistiku alla juba varasemalt kuuluvate investeerimisvõimaluste kohta antav info on väga reguleeritud ja sisaldab rangeid nõudeid, võisid nende hulka kuuluvad finantsinstrumendid ekslikult jätta riskantsema mulje kui krüptovara, mille kohta teabe jagamise ulatus ja sisu oli enne MiCA määrust üksnes emitendi diskretsiooniõigus. Näiteks võib madala riskitaluvusvõimega jaeinvestori jaoks olla krüptovara asemel paremaks valikuks hajutatud investeerimisfond, kuid viimase kohta avalikustavates materjalides olev selge info riskide kohta võib jätta ekslikult mulje, et tegemist on krüptovarast riskantsema investeringuga.

⁷³ Gans, J.S. Cryptic Regulation of Crypto-Tokens. — Entrepreneurship and Innovation Policy and the Economy, volume 3, 2024, lk 151.

⁷⁴ Tjio, H., Hu, Y. Collective Investment: Land, Crypto and Coin Schemes: Regulatory 'Property' — European Business Organization Law Review, volume 21, issue 1, 2020, lk 193.

⁷⁵ HM Treasury, Financial Conduct Authority, Bank of England. Cryptoassets Taskforce: final report, October 2018.

https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5bd6d6f0e5274a6e11247059/cryptoassets_taskforce_final_report_final_web.pdf (25.01.2025), lk 34.

⁷⁶ Huang, R.H, Yang, D., Loo, F. F. Y., lk 323.

⁷⁷ Käesoleva töö teises peatükis on MiCA määrusest tuleneva investorkaitse analüüsis mõeldud krüptovara mõiste all üksnes seda krüptovara, mis kuulub MiCA määruse kohaldamisalasse.

⁷⁸ HM Treasury, Financial Conduct Authority, Bank of England, lk 34.

Ettenähtud kindlas ulatuses ja standardiseeritud viisil teabe avalikustamine aitab tõsisematel ja perspektiivikamatel krüptovarapakujatel välja paista suure hulga pakutavate investeerimisvõimaluste seast. Regulatsiooni olemasolu ja korrektne järgimine üksi ei taga loomulikult ärilist edu ega seda, et turule tuleksid vaid emitendid, kelle projektid õnnestuvad. Küll aga aitaks see vähemalt välja sõeluda ettevõtted, kellel on reaalne äriplaan. Isegi kui selliselt pole võimalik tagada finantsilist kasumlikkust, annab see investoritele teatava lisakindluse võrreldes olukorraga, kus enne investeerimingu tegemist ei ole mingit teavet avaldatud.⁷⁹

Esmasel avalikul pakkumisel avalikustatava teabe kindel sisu on vajalik ka selleks, et kaitsta investoreid pettuste eest, kuivõrd esmaste pakkumiste puhul on eriti selge informatsiooni asümmeetria investorite kahjuks.⁸⁰ Varem reguleerimata keskkond lõi olukorra, kus süsteemi kasutati tihti puhtalt petuskeemide jaoks, sest puudus järelevalveasutuste selge kontroll.⁸¹ Lähiminevikust on mitmeid näiteid investoritele pakutud krüptovara investeerimisvõimalustest, mille puhul tuvastati hiljem, et need projektid olid loodud üksnes isikutelt raha välja petmise eesmärgil, investeringu aluseks olevat lubatud tehnoloogiat ei olnud pakkumise tegemise hetkel tegelikult olemas ning puudus plaan seda tulevikus välja arendada. Üheks selliseks näiteks on BitPet projekt, mille tokeni esmase avaliku pakkumise raames kaasati investoritelt miljoneid ning mille turuväärtus küündis tippphetkel üle 800 miljoni USA dollari. Hiljem selgus, et tegelikult projekti, millesse investorid investeerisid, tehnoloogilist arendust selle elluviimiseks ei olnud erinevalt lubatust alustatud ning selle kohta avaldatud valge raamat andis üksnes häguseid lubadusi, mida ei täidetud. Pärast investoritelt suurel hulgal raha kaasamist kustutasid projekti loojad BitPet krüptovara kodulehekülje, eemaldasid kogu informatsioon projekti kohta kõigilt platvormidelt ning investoritel ei olnud võimalik enam raha tagasi saada.⁸² Kuivõrd projekti loomise hetkel ei olnud emitentidel seadusest tulenevat kohustust mingit informatsiooni avaldada, oli lihtne eksitada tulevase investoreid. Projekti loojatel oli õiguslik võimalus avaldada üksnes seda infot, mida nad soovisid. Selge ja otsene vastutus avaldatud teabe kvaliteedi eest puudus. Läbi ettenähtud teabe avaldamise kohustuse oleksid võimalikud ohumärgid selgemini näha olnud ning aidanud mõnevõrra takistada taoliste petuskeemide korraldamist.

⁷⁹ Tjio, H., Hu, Y., lk 192-193.

⁸⁰ Tjio, H., Hu, Y., lk 192.

⁸¹ Burišov, V., lk 148.

⁸² Binance Square. 5 Scam Coins in Crypto History: What Happened and How They Were Detected. 19.01.2025.—
<https://www.binance.com/en/square/post/19125977372114> (10.03.2025).

Krüptovarasse investeerivate isikute kaitse tagamiseks oli seega kindlasti oluline, et MiCA määrus investoritele avalikustatavat teavet efektiivselt reguleeriks. See on kriitilise tähtsusega investorkaitse tagamisel. Vaid õige ja piisava detailsusastmega info olemasolu korral on investoril võimalik teha teadlik valik, kas ja millisesse krüptovarasse ta investeerida soovib. Ka MiCA määruse põhjenduspunktis 24 on välja toodud, et krüptovara omadustest, funktsioonidest ja riskidest teavitamine on oluline jaeinvestori kaitse tagamiseks.

2.2 Teabe avalikustamise nõuetega seotud isikud

MiCA määruses on teabe avalikustamist puudutavate nõuete puhul kasutatud spetsiifilisi termineid osutamaks isikutele, kellel mõni sellesisuline kohustus lasub. Seetõttu on asjakohane enne konkreetsete nõuete analüüsi kõigepealt vaadelda erinevaid mõisteid, mida määruses kohustatud isikutele viitamisel kasutatakse. Seeläbi on hilisemal kohustuste hindamisel üheselt arusaadav, kellele praktikas nõuete täitmise kohustus ja vastutus langeb.

MiCA määruses kasutatavaid mõisteid käsitlevas artiklis 3 eristatakse krüptovara emitenti ja krüptovara pakkujat. Emitent on füüsiline või juriidiline isik või muu ettevõtja, kes emiteerib krüptovara.⁸³ Pakkuja on füüsiline või juriidiline isik või muu ettevõtja või emitent, kes avalikult pakub krüptovara.⁸⁴ Kuigi mõistetes on mõlema termini puhul täpsustatud, et tegemist võib olla nii füüsilise kui juriidilise isikuga, siis krüptovaraliikide spetsiifilistes nõuetes on seda kitsamalt reguleeritud. MiCA määruse artikkel 4 lg 1 p a kohaselt võib muud krüptovara kui varapõhist tokenit või e-raha tokenit pakkuda üksnes juriidiline isik. Varapõhist tokenit võib pakkuda määruse artikkel 16 lg 1 kohaselt krediidasutus, juriidiline isik või muu ettevõtja, kuid seda vaid juhul kui muu ettevõtja õiguslik vorm tagab kolmandatele isikutele samaväärse kaitse juriidiliste isikute poolt pakutavaga. E-raha tokenit võib määruse artikkel 48 lg 1 p a kohaselt pakkuda vaid krediidasutuse või e-raha asutuse tegevusloaga isik. Eesti siseriiklikus õiguses on sama aspekti veelgi täpsustatud ning KrüTS § 7 lg 1 kohaselt võib krüptovaraturu osaline⁸⁵ tegutseda üksnes osauhinguga või aktsiaseltsina. Vaadates varasemalt enimlevinud krüptovara,

⁸³ MiCA määruse artikkel 3 lg 1 p 10.

⁸⁴ MiCA määruse artikkel 3 lg 1 p 13.

⁸⁵ Krüptovaraturu osaline on KrüTS § 3 lg-s 1 defineeritud kui krüptovara teenuse osutaja, varapõhise tokeni emitent, e-raha tokeni emitent ja muu krüptovara emitent ning muu krüptovara pakkuja ja muu krüptovara kauplemisele võtmist taotlev isik, välja arvatud siis, kui ta ei kuulu MiCA määruse kohaldamisalasse.

on juriidilise isiku nõue tulevikus takistuseks näiteks Bitcoin-i-sarnaste krüptovarade pakkumisele Euroopa Liidus, sest Bitcoin-i puhul ei ole senini teada, kes selle looja on.⁸⁶

Üldjuhul võib seega krüptovara pakkuja Euroopa Liidus olla siiski ainult juriidiline isik. MiCA määruse järgselt tuleb füüsilise isiku poolt krüptovara pakkumine kõne alla ainult juhul, kui esineb mõni määruse artikkel 4 lg-s 3 sätestatud tingimus, mispuhul ei kohaldata pakkumisele määruse II jaotist. Üheks selliseks tingimuseks on näiteks krüptovara tasuta pakkumine. Teatud tingimustest vabastus ja seega leebemad nõuded on MiCA määruses sätestatud sellistele pakkumistele, mis ei ole üldjuhul avalikud ega jaainvestoritele suunatud, mistõttu ei kuulu need käesolevas magistritöös analüüsitavausse probleemistikku. Kui muu krüptovara pakkumisele kehtivad teatud tingimustel leebemad nõuded, nagu näiteks artikkel 4 lg-st 2 tulenev vabastus valge raamatu koostamise kohustusest juhul kui pakkumine jääb alla kindla mahupiirangu, siis juriidiliseks isikuks olemise kohustust see ei välista. Jaainvestoritele suunatud pakkumisi võivad seega reeglina teha ainult juriidilised isikud.

Lisaks pakkuja ja emitendi mõistetele osutatakse MiCA määruses tihti ka isikule, kes on krüptovara kauplemisele võtmist taotlev isik.⁸⁷ Kauplemisele võtmist taotlevat isikut ei ole määruse mõisteid käsitlevas artiklis 3 defineeritud. Kauplemisele võtmise tegevuseks nimetatakse määruse artikkel 1 lg 2 p a kohaselt krüptovara kauplemisplatvormil kauplemisele võtmist. Seda tegevust läbi viia soovivat isikut tuleks seega pidada kauplemisele võtmist taotlevaks isikuks. Sarnasele käsitlusele viitab ka määruse artiklites 6 lg 3 ja 7 lg 1 sisalduvad täpsustused, mille kohaselt tuleb juhul, kui kohustuslikult avalikustavat teavet koostab ja avaldab pakkuja asemel kauplemisele võtmist taotlev isik, teha vastav sõnastuslik muudatus ning asendada määruses etteantud sõnastusega tekstides sõna „pakkuja“ mõistega „kauplemisele võtmist taotlev isik“. Kauplemisele võtmist taotleva isiku mõistet tuleks seega sisustada kui isikut, kes on alustanud protsessiga krüptovara pakkumiseks, kuid ei ole veel täitnud kõiki nõudeid, mis annaksid isikule pakkuja staatuse. Tegemist on krüptovara pakkujaks saamisele eelneva faasiga.

Praktikas mängib investeerimisel suurt rolli ka krüptovarateenuse osutaja, kelle platvormi või teenuseportaali kaudu on investoritel võimalik investeringuid teha. Kuigi järgnevate alapeatükkide analüüs keskendub suuresti emitendi ja pakkujate kohustustele, siis on mõnel

⁸⁶ Lucchesi, M., lk 184.

⁸⁷ Vastavale isikule on viidatud teiste seas näiteks MiCA määruse artiklites 6, 7, 14, 15, 79, 81 ja 87.

juhul MiCA määruses sätestatud avalikustatava teabe kohustusega seotud ka krüptovarateenuse osutaja. Krüptovarateenuse osutaja on artikkel 3 lg 1 p 15 kohaselt juriidiline isik või muu ettevõtja, kelle kutse- või äritegevus seisneb ühe või mitme krüptovarateenuse professionaalses osutamises kliendile ja kellele on lubatud osutada krüptovarateenuseid kooskõlas artikliga 59.

Lisaks krüptovarateenuse osutajale viidatakse määruses erinevate nõuete sätestamisel ka kauplemisplatvormi korraldajale. Määruse mõisteid defineerivas artiklis 3 sellist mõistet aga ei ole. Küll aga on artikkel 3 lg 1 p-s 18 defineeritud krüptovara kauplemisplatvormi korraldamine.⁸⁸ Seega peaks kauplemisplatvormi korraldaja olema eelnimetatud mõistes kirjeldatud tegevust läbi viiv isik. Arvestades seda, et krüptovara kauplemisplatvormi korraldus on krüptovarateenuse osutaja poolt läbiviidav tegevus ning asjaolu, et krüptovarateenuseid võib osutada üksnes juriidiline isik või muu ettevõtja, peaks kauplemisplatvormi korraldaja olema ka alati kas juriidiline isik või muu ettevõtja, seega välistatud on sellise rolli täitmine füüsilise isiku poolt.

MiCA määruses viidatakse nõuete täitmisel ja järelevalve teostamisel pädevale asutusele, kes on MiCA määruse artikkel 3 lg 1 p 35 kohaselt asutus, mille on iga liikmesriik määranud vastavalt artiklile 93 muu krüptovara pakujate või kauplemisele võtmist taotlevate isikute, varapõhiste tokenite emitentide või krüptovarateenuse osutajate järelevalveks ning asutus, mille iga liikmesriik on määranud direktiivi 2009/110/EÜ kohaldamiseks e-raha tokenite emitentide suhtes. Eestis on vastavaks pädevaks asutuseks KrÜTS § 26 lg 1 ja 2 kohaselt Finantsinspeksioon, kes teostab järelevalvet krüptovaraturu osaliste ja MiCA määruses sätestatud nõuete kohase täitmise kohta.

2.3 Avalik pakkumine

Enne MiCA määruse vastu võtmist ei olnud krüptovara esmane pakkumine Euroopa Liidu ega Eestis siseriiklikul tasandil reguleeritud.⁸⁹ Krüptovara esmase avaliku pakkumise korraldajal on aga selgelt rohkem informatsiooni emiteeritava krüptovara kohta kui selle potentsiaalsetel

⁸⁸ Määruse kohaselt on krüptovara kauplemisplatvormi korraldamine ühe või mitme sellise mitmepoolse süsteemi haldamine, millega viiakse kokku kolmandate isikute krüptovara ostu- või müügihiivid või hõlbustatakse nende kokkuviiimist süsteemis ja kooskõlas selle eeskirjadega viisil, mille tulemuseks on leping, vahetades krüptovara raha või või vahetades krüptovara muu krüptovara vastu.

⁸⁹ Finantsinspeksioon. Virtuaalraha (ICO), 29.03.2022. –

<https://www.fi.ee/et/finantsinspeksioon/innovatsioonikeskus/virtuaalraha-ico#virtuaalraha> (23.02.2025).

investoritel.⁹⁰ Selleks, et jaeinvestoril oleks võimalik kõiki investeerimisotsuse tegemiseks vajalikke aspekte kaaluda, peab asjakohane info olema kättesaadav ja korrektne.

2.3.1 Valge raamatu sisu

Enne MiCA määruse vastu võtmist oli krüptovara esmase avaliku pakkumise korraldamisel turupraktikaks välja anda valge raamat, mis sisaldas lühitutvustust krüptovara ülesehitusest, sellega seonduvatest plaanidest, projekti algatanud tiimist ning probleemidest, mida lahendada soovitakse. Tegemist oli sisuliselt krüptovara äriplaaniga. Valges raamatus sisalduva informatsiooni esitamisel puudus turuülene ühtne lähenemisviis ja see sõltus suuresti konkreetsest projektist.⁹¹ Valge raamatu sisu ei olnud juriidiliselt reguleeritud ja kvaliteet erinevate projektide lõikes oli seega varieeruv.

Praktikas on emitentide koostatud vabas vormis valged raamatud sisaldanud liialdatult positiivseid väiteid ning ka selgelt eksitavat informatsiooni.⁹² Lisaks on juhtumeid, kus sisu on olnud otseselt vale või ebapiisav informeeritud otsuse tegemiseks.⁹³ Kui valge raamatu sisu ei ole standardiseeritud, siis on investoritel eriti keeruline investeringuga kaasnevaid tegelikke riske hinnata. Selle tagajärjel ei pruugi investor aru saada sellest, et ta investeerib kõrge riskiga väga varajases staadiumis olevasse projekti, mis ei ole vastavuses tema tegeliku riskitaluvuse, finantstadmiste ja rahalise seisundiga.⁹⁴

Olukorras, kus emitendile ei ole ette nähtud kohustuslikku valge raamatu vormi ning selle sisu ja avalikustatava informatsiooni ulatus on pakkumise korraldaja diskretsioon, ei ole võimalik teha piisaval määral kaalutletud investeerimisotsuseid, sest puudulik on nii informatsiooni hulk kui ka kaheldav olemasoleva vähese teabe usaldusväärsus.

Lisaks sellele, et potentsiaalsetel investoritel puudus kindlus avaliku pakkumise käigus pakutava krüptovara tegeliku sisu osas, valitses ebakindlus ka krüptovara pakkujate seas. Raha kaasajaid hoidis krüptovara esmaste pakkumiste korraldamisest isegi eemale asjaolu, et

⁹⁰ Gans, J.S., lk 147.

⁹¹ Binance Academy. What Is a Cryptocurrency Whitepaper? Published Oct 31, 2022, updated June 16, 2023 – <https://academy.binance.com/en/articles/what-is-a-cryptocurrency-whitepaper> (23.02.2025).

⁹² HM Treasury, Financial Conduct Authority, Bank of England, lk 35.

⁹³ Huang, R.H, Yang, D., Loo, F. F. Y., lk 323.

⁹⁴ HM Treasury, Financial Conduct Authority, Bank of England, lk 35.

õiguslikke riske ei olnud võimalik etteulatuvalt hinnata, kuivõrd puudus selge regulatsioon. Õigusliku raamistiku loomine saab kaasa aidata ICO-de populaarsuse kasvule.⁹⁵

Eeltoodud probleemide lahendamiseks arvestati MiCA määruse välja töötamisel varasema praktikaga ning õigusakti viidi sisse valge raamatu koostamise kohustus. MiCA määruse järgselt loodava valge raamatu täpsem sisu sõltub sellest, mis liiki krüptovaraga konkreetsel juhul tegemist on. Erinevatele krüptovara liikidele erinevate nõuete kehtestamisega on võimalik arvestada konkreetse krüptovara liigi iseärasustega ning tagada kogu investori jaoks relevantse info avalikustamine valges raamatus.

Valge raamat tuleb koostada peaaegu kõigi krüptovarade pakkumiseks. Ainsana on valge raamatu koostamise kohustuse alt välistatud artikkel 4 lg 3 p c kohaselt kasutustoken, millega üleantav kaup või teenus on pakkumise hetkel juba olemas. Kuivõrd sellist tüüpi krüptovara puhul on juba pakkumise hetkel näha, millisele tootele või teenusele krüptovara juurdepääsu annab, ei ole sel puhul informatsiooni asümmeetria nii tuntav kui kõigi teiste krüptovaraliikide esmase pakkumise korral, kus enne esimest avalikku pakkumist ei ole eriti suurel hulgal teavet.⁹⁶

Teiste krüptovarade puhul on nõutud valge raamatu koostamine ja avaldamine. Määruses on valge raamatu kohustuslike osade kohta koostatud erinevad loetelud sõltuvalt sellest, kas krüptovara on varapõhine token (artikkel 19 lg 1), e-raha token (artikkel 51 lg 1) või on tegemist muu krüptovaraga (artikkel 6 lg 1). Kõik eeltoodud artiklites esitatud loetelud on pikemalt lahti kirjutatud määruse lisades I, II ja III.

Kõigi krüptovaraliikide valge raamat peab esmalt sisaldama detailset infot krüptovara emitendi enda kohta, sealhulgas infot tema viimase kolme aasta finantsseisundi kohta.⁹⁷ See võib olla investorile oluline indikaator emitendi usaldusväärsusest, kuivõrd finantsiline seis aitab hinnata seda, kui jätkusuutlik krüptovara projekt on. Antud detailsusaste on investori vaatest positiivne.

Järgnevalt peab suur osa valgest raamatust muidugi selgitama detailselt krüptovara enda detaile. Varapõhiste tokenite valge raamat peab erinevalt teist liiki krüptovaradest täiendavalt sisaldama

⁹⁵ Patti, F. P., lk 390.

⁹⁶ *Ibidem*, lk 407.

⁹⁷ MiCA määruse I lisa A osa punkt 10, II lisa A osa punkt 9 ja III lisa A osa punkt 12.

infot tagatisvara portfelli kohta.⁹⁸ Määruse lisade I, II ja III esitatud detailsemad loetelud on põhjalikud ja kohustavad avaliku pakkumise korraldajat või emitenti avaldama täpseid andmeid kogu emiteerimise protsessi kohta. Lisaks on pandud pakkujale või emitendile kohustus mitmekülgsest kirjeldada ära riskid, millega investor investearingu tegemisel arvestama peab. Muu krüptovara valges raamatus tuleb määruse I lisa I osa kohaselt kirjeldada nii krüptovara avaliku pakkumise või kauplemisele võtmisega seotud riske, emitendiga seotud riske, juhul kui emitent ei ole pakkuja või kauplemisele võtmist taotlev isik, krüptovaraga seotud riske, projekti rakendamise seotud riske ja kasutatava tehnoloogiaga seotud riske ning ka riskide maandamise meetmeid nende olemasolu korral. Sarnased nõuded on kehtestatud ka varapõhisele tokenile II lisa F osas ning e-raha tokenile III lisa F osas, kuigi viimase nõuete kirjeldus on üldisem.

Samuti on määrukses sõnastatud selgelt kohustus, et valges raamatus esitatav teave peab olema tõene, selge ja mitteeksitav ning keelatud on sellest olulise teabe välja jätmine.⁹⁹ Enam ei ole emitentidel võimalik esitada valges raamatus vaid sellist teavet, mis näitab krüptovara üksnes positiivsest aspektist, jättes teadlikult mainimata riskantsemad asjaolud. Valge raamatu kohustusliku sisu sätestamise läbi tagatakse investoritele põhjalikus ulatuses informatsiooni kättesaadavus, mis on kindlasti suur samm investorkaitse tagamisel.

Eeltoodud arvestades on MiCA määrus lahendanud varasema probleemi, kus krüptovara esmase pakkumise puhul ei pruukinud investoril kogu vajalik info investearimisotsuse tegemiseks kättesaadav olla. Eelkõige aitab kehtestatud valge raamatu kohustus selgelt parandada informatsiooni asümmeetriat emitendi ja investorite vahel.

Kui võrrelda krüptovara avaliku pakkumise raames avalikustatava teabe kohustust teiste investearimisvõimaluste kohta avaldatava teabe avaldamise kohustusega, siis on MiCA määrukses sisalduv avalikustamiskohustus olemuslikult küllaltki sarnane finantsinstrumentidele kohalduva regulatsiooniga.¹⁰⁰ Finantsinstrumentide pakkumisele tuleneb teabe avalikustamiskohustus Euroopa Parlamendi ja nõukogu määruse (EL) 2017/1129 (edaspidi

⁹⁸ MiCA määruse artikkel 19 lg 1 p g

⁹⁹ MiCA määruse artikkel 6 lg 2, artikkel 19 lg 2 ja artikkel 51 lg 2.

¹⁰⁰ Giudici, P., Ferrarini, G. Digital Offerings and Mandatory Disclosure: A Market-Based Critique of MiCA. — Avgouleas, E., Marjosola, H. Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance ECFR Special Volume 5. Berlin/Boston: Walter de Gruyter GmbH, 2022, lk 104.

prospektimäärus)¹⁰¹ artiklist 3. Krüptovara ja finantsinstrumentide avalikul pakkumisel avalikustatava teabe kohustustes leidub ka mitmeid olulisi erinevusi ning võrreldes krüptovara regulatsiooniga ning prospektimäärust, siis on MiCA määrus ennekõike mõnes osas vähem paindlik.¹⁰²

Prospektimääruse artikkel 3 lg 2 annab liikmesriikidele õiguse vabastada prospekti avalikustamise kohustusest pakkumised, mille müügihind ei ületa 12-kuulise perioodi jooksul 8 miljonit eurot, samas kui MiCA määruse artikkel 4 lg 2 p b kohaselt on krüptovarale sarnase vabastuse piirmääraks kuni 1 miljoni euro suurune kogumaht ehk oluliselt madalam summa.

Finantsinstrumentide pakkumise puhul ei ole kohustuslik prospekti koostada ka juhul, kui väärtpaberipakkumine on suunatud ainult kutselistele investoritele ja väärtpaberit ei võeta kauplemiseks reguleeritud turule.¹⁰³ Ka MiCA määruse artikkel 4 lg 2 p c annab krüptovara pakkujatele vabastuse valge raamatu koostamisest juhul, kui krüptovara pakkumine on suunatud üksnes kutselistele investoritele ja krüptovara võivad ka omada ainult kutselised investorid.

Investorkaitse vaatest tähendab eeltoodu aga seda, et teabe avalikustamise kohustus laieneb krüptovarade puhul pakkumiste kogumahu poolest isegi suuremale osale esmastest pakkumistest kui finantsinstrumentide prospekti koostamise kohustus finantsinstrumentide pakkumise korral ning jaainvestoritele on tagatud kõrgem kaitse võrreldes kutseliste investoritega.

2.3.2. Valge raamatu kontroll

Kuigi valge raamatu sisu on määruses piisavas ulatuses ja selgelt sätestatud, siis ei ole alati enne selle potentsiaalsetele investoritele avaldamist kohustuslik valge raamatu ülevaatus ja heakskiit järelevalveasutuse või mõne muu neutraalse osapoole poolt. Eelneva kontrolli nõude puhul mängib taaskord suurt rolli krüptovara klassifikatsioon, sest erinevat tüüpi krüptovara valgetele raamatutele on sätestatud erinevad nõuded, mida tuleb enne selle avaldamist täita.

¹⁰¹ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) 2017/1129, 14. juuni 2017, mis käsitleb väärtpaberite avalikul pakkumisel või reguleeritud turul kauplemisele võtmisel avaldatavat prospekti ning millega tunnistatakse kehtetuks direktiiv 2003/71/EÜ — OJ L 168, lk 12-82.

¹⁰² Lucchesi, M., lk 184.

¹⁰³ Giudici, P., Ferrarini, G., lk 90.

Varapõhise tokeni valge raamat vajab alati pädeva asutuse eelnevat heakskiitu. Vastav kohustus on sätestatud krediitiasutustele MiCA määruse artikkel 17 lg 1 p-s a ja muudele emitentidele artikkel 21 lg-s 1.

Lähtuvalt MiCA määruse artikkel 8 lg-st 1 tuleb muu krüptovara valgest raamatust kohalikku järelevalveasutust üksnes teavitada ja see ei vaja eelnevat kinnitamist. Teavitus valge raamatu olemasolu kohta tuleb edastada üksnes päritoluliikmesriigi asutusele. Sama artikli lg 3 kohaselt on isegi otseselt öeldud, et järelevalveasutused ei tohi nõuda valge raamatu heakskiitmist nende poolt enne selle avaldamist. Selline lähenemine võib aga mõnel määral vähendada investorkaitset, kuivõrd valget raamatut ei kontrollita neutraalse osapoole poolt üle enne selle avaldamist, mis tähendab, et kõigi regulatiivsete nõuete järgmine ei ole tagatud.¹⁰⁴ Samuti ei ole määruse artikkel 51 lg 11 kohaselt lubatud nõuda e-raha tokeni valge raamatu eelnevat heakskiitu ning sellest tuleb vaid järelevalveasutust teavitada. Arvestades määruses sätestatud eelneva heakskiidu keelde on huvitav, et Eestis on Finantsinspeksioon enda kodulehel märkinud, et Finantsinspeksioon võib nõuda valge raamatu täiendamist või keelata krüptovara pakkumise või kauplemisele võtmise juhul, kui see ei vasta nende hinnangul nõuetele.¹⁰⁵ Vastav tegevus tundub olevat vastuolus määruse mõttega.

Valge raamatu eelneva kinnitamise nõude puudumise näol on tegemist kompromissiga MiCA määruse erinevate huvide tasakaalustamiseks. Juhul kui reeglistik oleks Euroopa Liidus oluliselt karmim kui mujal maailmas, suunaks see krüptovara pakkujaid viima projekte läbi hoopis nõrgema regulatiivse koormusega piirkondades väljaspool Euroopa Liitu. Samal ajal oleks Euroopa Liidust väljaspool tegutsevatel krüptovara pakkujatel selge konkurentsiline eelis tulenevalt kokkuhoitud aja- ja finantsressursist, mida valge raamatu eelnev kinnitamine nõuaks.¹⁰⁶ Investorite suurema kaitse tagamiseks on oluline luua liidusiselt piisavalt atraktiivne keskkond ka krüptovara pakkujatele, et nad oleksid valmis siinsete regulatiivsete nõuete järgi avalikke pakkumisi korraldama. Nii on Euroopa Liidu kodanikel rohkem valikuvõimalusi MiCA määruse nõuetele vastavatesse krüptovaradesse investeerimiseks. Seega

¹⁰⁴ Patti, F. P., lk 426.

¹⁰⁵ Finantsinspeksioon. Teave krüptovara emitentidele valge raamatu kohta, 17.03.2025. – <https://fi.ee/et/investeerimine/investeerimisvaldkonna-tegevuslubade-taotlemine/teave-krüptovara-emitentidele-valge-raamatu-kohta> (01.04.2025).

¹⁰⁶ Patti, F. P., lk 427.

kaudsemalt vaadates võib leida regulatsiooni nõuete karmuse ja paindlikkuse vahel tasakaalu otsimise juures positiivseid külgi ka investorite kaitse vaatest.

Määruses on pööratud tähelepanu ka sellele, et valge raamatu sisu oleks õige mitte üksnes selle väljaandmise hetkel, vaid ka edaspidi. Juhul kui ilmneb uus oluline asjaolu, oluline viga või oluline ebatäpsus, mis võib mõjutada krüptovara hindamist, tuleb juba avaldatud valget raamatut uuendada, et seal oleks kõige õigem informatsioon. Muu krüptovara puhul on valge raamatu uuendamise kohustus sätestatud MiCA määruse artikkel 12 lg-s 1. Sama sätte lg 2 kohaselt tuleb uuendatud valgest raamatust järelevalveasutust teavitada, kuid sarnaselt algsele avaldamisele ei vaja see heakskiitu. Varapõhise tokenit puudutava olulise informatsiooni muutmine on rangemalt reguleeritud ning määruse artikkel 25 lg 1 ja 2 kohaselt tuleb järelevalveasutusele anda teada kavandatud muudatustest ärimudelisis, mida soovitakse teha peale tegevusloa saamist või valge raamatu kinnitamist ja, millel on tõenäoliselt oluline mõju varapõhiste tokenite omanike või tulevaste omanike ostuotsustele. Määruses on seega tagatud, et valges raamatus oleks alati võimalikult ajakohane ja korrektne info ning see liiguks ajaga kaasa.

2.3.3. Teabe esitamise viisi efektiivsus

Investorkaitse tagamiseks on lisaks teabe olemasolule tähtis, et see oleks jaeinvestori jaoks esitatud viisil, mis on spetsiifilisi eriteadmisi omamata mõistetav. Isegi kui määrata karmid nõuded avalikustatava teabe hulgalet, ei oleks selles praktikas kasu, kui investorid selle infoga isegi ei tutvut.

Seni praktikas kasutusel olnud investeerimisvõimaluste kohta esitatud teabe reaalne kasu ja efektiivsus investorkaitse tagamisel on kahtluse alla seatud. Mitmed analüüsid on jõudnud järeldusele, et senine finantsraamistiku lähenemine teemale on olnud suur läbikukkumine, kuivõrd inimesed ei loe üldjuhul seadusjärgselt kohustuslikus korras avalikustatavaid dokumente läbi. Uuringutes ei ole leidnud kinnitust see, et kohustusliku teabe avaldamine tegelikkuses kasu avaldab ning järjest enamlevinud arvamus on, et sellest ei ole üldsusele abi.¹⁰⁷ Selleks, et esmaseks pakkumiseks koostatav dokument vastaks järelevalveasutuste ootusele, on tulemuseks sageli väga õiguslikult sõnastatud tekst, mis on jaeinvestorile raskesti loetav. Nagu

¹⁰⁷ Giudici, P., Ferrarini, G., lk 91-92.

juba valgele raamatule olemuslikult suuresti sarnanevate prospektide näitel on näha olnud, on neis esitatav teave praktikas tavainimese jaoks liiga keeruline. On tõenäoline, et sama juhtub ka krüptovara kohta esitatava teabega ning valge raamat, mida regulatsioonieelselt koostati just tegelikku investorit silmas pidades, peamiseks eesmärgiks tulevikus on puhtalt määrusest tulenevate kriteeriumite täitmine.¹⁰⁸

Kirjanduses on pakutud eeltoodud probleemi lahenduseks panustada pigem jaeinvestorite omaalgatuslikule teabe otsimisele. Seeläbi saaks iga isik teha seda endale mugavaimal viisil, selle asemel, et eeldada investoritelt sadu lehekülgi pika ja keeruliselt sõnastatud prospekti läbi töötamist, mille koostamine ja järelevalve toob sealjuures ka teistele osapooltele kaasa suure koormuse. Kutselised investorid kasutavad enda investeerimisvõimaluste analüüsis mitmeid alternatiivseid allikaid, sh sotsiaalmeediapostitusi, kindlustuspoliise jm, seega võiks sama põhimõtet juurutada ka jaeinvestorite seas. Krüptovara esmaste pakkumiste puhul oli juba enne regulatsiooni näha sarnast trendi.¹⁰⁹ Hea kvaliteediga raha kaasavad ettevõtted on juba varem suutnud enda usaldusväärset ja pakkumise väärtust tõestada läbi alternatiivsete allikate.¹¹⁰ Esmase pakkumise regulatsioon oleks saanud olla siinkohal teerajaja uue standardi loomisel info jagamiseks, liikudes eemale senisest prospekti koostamise lahendusest.¹¹¹ Töö autori hinnangul ei oleks selline lähenemine aga investorkaitse vaatest parem kui määruses valitud lähenemine. Enne regulatsiooni oli eelnimetatud viis ainsaks informatsiooni hankimise võimaluseks ja on selgelt näha, et sellest ei piisanud tegeliku kaitse tagamiseks. Samuti ei välista määrusega kohustuslikus korras avalikustatava info kehtestamine ka edaspidi alternatiivsetest allikatest informatsiooni leidmist. Kuigi emitentide ja järelevalveasutuste töömahu vaatest võib eeltoodud argument omada kaalu, siis puhtalt investorkaitse vaatest ei saa öelda, et valge raamatu olemasolu investorile teabe omandamist keerulisemaks teeb. Pigem on peamine probleemkoht selles, kas investoril on olemas koht, kust saada usaldusväärset ja samas arusaadavas keeles esitatud teavet. Investorkaitse tagamiseks on vajalik, et emitentidel oleks kohustus teatavas minimaalses ulatuses teavet avalikustada selleks, et investor saaks teha teadliku valiku. Valge raamatu kohustuse loomisega on vähemalt olemas õiguslikku jõudu omav allikas, kuhu on kokku koondatud oluline teave. Küll aga on õigustatud kriitika selle sisu võimaliku keerulise sõnastuse üle, mis vähendaks valge raamatu väärtust.

¹⁰⁸ Giudici, P., Ferrarini, lk 104.

¹⁰⁹ *Ibidem*, lk 99.

¹¹⁰ *Ibidem*, lk 97.

¹¹¹ *Ibidem*, lk 99.

Kõik MiCA määruses valgele raamatule kehtestatud nõuded viivad siiski selleni, et valge raamatu tekstid on tõenäoliselt väga pikad ja mahukad. Sellele probleemile on juba määruse koostamisel tähelepanu pööratud. Kõigi krüptovaraliikide valge raamatute nõuetes peab kogu eeltoodud kohustusliku ja detailse teabe lõpus olema lühidalt ja mittetehnilises keeles koostatud kokkuvõtte eelnevast.¹¹² Siiski ei pruugi olla välistatud, et ka kokkuvõtte jääb keeleliselt raskesti mõistetavaks, kuivõrd põhirõhk pannakse sellele, et emitendile ei saaks ette heita eksitava info esitamist.

Üheks lahenduseks võiks siinkohal olla kokkuvõttele leebemate nõuete kehtestamine. Mõnevõrra on seda ka määruses tehtud, sest pakkujate, emitentide ja teenusepakkujate vastutus on välistatud määruse artikkel 15 lg 5, artikkel 26 lg 4 ja artikkel 52 lg 4 kohaselt kokkuvõttes oleva info osas. Vastutuse välistamise tingimuseks on, et kokkuvõtte ei oleks eksitav, ebatäpne või muude valge raamatu osadega vastuolus ning seal oli investeerimisotsuse tegemiseks vajalikus mahus põhiteavet. Sisuliselt jääb seega alles risk, et ka kokkuvõtte on keeruliselt sõnastatud, sest isegi kui vastutus kokkuvõtte eest on leebem, siis üldine nõue täpseks ja mitteeksitavaks tekstiks on sama. Teisest küljest ei ole täpse ja õige info nõudest kokkuvõtte juures loobumine ka mõeldav, sest see jällegi suurendaks riski, et investorid ei tugine investeerimisotsuste tegemisel õigele ja piisavale teabele. Tasakaalu teabe täpse sõnastuse ja selguse vahel ei ole praktikas lihtne luua.

Lisaks on mõnevõrra huvitav lähenemine määruse koostajate poolt see, et kokkuvõtte koostamist käsitlevates artiklites on detailselt sätestatud just kohustus koostada kokkuvõtte, mis tuleb lisada eelnevates artiklites ära toodud kohustusliku info järele, kuid samal ajal peab antud kokkuvõtte sisaldama hoiatust selle kohta, et kokkuvõtet tuleb lugeda valge raamatu sissejuhatusena. Otstarbekam ja investorile teksti info omandamise lihtsustamiseks oleks olnud mugavam, kui kokkuvõtliku sissejuhatus võiks esitada pigem valge raamatu alguses. Nii on see kiiremini leitav ning võib lihtsustada sellele järgneva keerulisema teksti mõistmist.

Kõike eeltoodut arvestades jääb valge raamatu puhul alles oht, et selle kasutegurit viib alla nii nõuetest tulenev pikkus kui ka keeruline sõnastus. Vaatamata sellele, et määrus nõuab

¹¹² MiCA määruse artikkel 6 lg 7, artikkel 19 lg 6 ja artikkel 51 lg 6.

kokkuvõtte koostamist, võib ka selle sõnastus olla keeruline, kuna ka selle koostamisel võidakse mõelda pigem järelevalveasutuse kontrollile kui üksikinvestorile.

Regulatsiooni eelselt olid edukamad need krüptovara esmase pakkumise projektid, mille valge raamatu sisu oli loetavam. Liialt tehnilise sisuga valge raamat vähendas raha kaasamise edukust.¹¹³ Antud kausaalsus võiks olla ka tulevikus ettevõtete jaoks motiveeriv asjaolu ja panna krüptovara pakkujaid pingutama selle nimel, et valge raamatu tekst oleks sõnastuse poolest jaeinvestorile loetav.

Kõigi Euroopa Liidus välja antavate valgete raamatute jaoks lõi ESMA MiCA määruse artikkel 109 alusel ühise registri, kuhu kantakse kõik järelevalveasutustele edastatud valged raamatud ning nende uuendatud viimased versioonid. Teoreetiliselt võiks see olla hea koht investoritele, kust kontrollida üle, kas valge raamat on ikka Euroopa Liidu õigusest lähtuvalt välja antud ja vähemalt kohalikule järelevalveasutusele edastatud. Kui aga vaadata, milline vastav ESMA register¹¹⁴ praktikas välja näeb, siis vähemalt praegusel juhul jääb selle potentsiaal täiel määral kasutamata puuduliku kasutajasõbralikkuse tõttu. Leheküljel, kus register asub, ei ole lihtsasti leitav ning selle tähtsust ei ole lehel ka täpsemalt lahti kirjutatud. Nimekiri avaldatud valgetest raamatutest on Exceli faili formaadis ning selles ei ole isegi eraldi tulpadesse jaotatud erinevaid andmeid. Pika tekstirea seest tuleb tuletada, millise krüptovaraga tegu on ja otsida sellest link valgele raamatule.¹¹⁵

2.3.4 Vastutus teabe õigsuse eest

Lisaks valges raamatu kohustusliku sisu ja tõese teabe avaldamise nõudele on piisava investorkaitse tagamiseks vajalik, et juhul kui nõudeid rikutakse, on investoril selleks õiguslikke kaitsemeetmeid. Vastutuse regulatsiooni efektiivsus on seda olulisem, et valge raamatu sisu ei nõua kõigil juhtudel järelevalveasutuste eelnevat heakskiitu, mistõttu peab krüptovara emitendi või pakkuja vastutus olema piisavalt selge selleks, et aidata võimalikult suures ulatuses kaasa regulatsiooni korrektsele järgimisele ja ettenähtud kohustuste täitmisele.

¹¹³ Giudici, P., Ferrarini, G., lk 97.

¹¹⁴ European Securities Market Authority. Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA). Interim MiCA Register – <https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/digital-finance-and-innovation/markets-crypto-assets-regulation-mica#InterimMiCARegister> (21.03.2025).

¹¹⁵ 26.04.2025 seisuga on ESMA avaldatud muu krüptovara valge raamatu register järgnev: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-12/OTHER.csv>

Vastutus valges raamatus sisalduva informatsiooni eest on MiCA määrusega sätestatud Euroopa Liidu tasandil. Selle poolest erineb krüptovara regulatsioon näiteks prospektimäärusest, mille puhul sõltub vastutus prospekti sisu eest siseriiklikust õigusest.¹¹⁶ Samas on ka MiCA määruses toodud välja, et määrusest tulenev vastutuse regulatsioon ei piira muid riigisisest õigusest tulenevaid tsiviilvastutuse režiime.¹¹⁷

Sarnaselt lähenemisele, mis on MiCA määruses võetud valge raamatu sisu reguleerimisel, sõltub vastutuse regulatsioon sellest, mis tüüpi krüptovaraga tegemist on. Muu krüptovara valge raamatus ebaõige, eksitava või puuduliku informatsiooni esitamise eest on vastutus sätestatud MiCA määruse artiklis 15, mille kohaselt vastutatakse krüptovara omaniku ees sellega tekitatud kahju eest. Sätte lõike 1 kohaselt võivad sellisel juhul vastutada pakkuja, kauplemisele võtmist taotlev isik või ka kauplemisplatvormi korraldaja ja tema haldus-, juhtimis-, või järelevalveorgani liikmed. Potentsiaalselt vastutavate isikute ring on seega määratud laialt. Varapõhiste tokenite ja e-raha tokenite valges raamatus sisalduva teabe nõuete rikkumise eest vastutavad vastavalt määruse artikkel 26 lg 1 ning artikkel 52 lg 1 tokeni emitent ja tema haldus-, juhtimis-, ja järelevalveorgani liikmed. Investорitele lisab kindlust juurde asjaolu, et kõigi eeltoodud artiklite lõike 2 kohaselt on õigustühised lepingulised sätted, millega tsiviilvastutus piiratakse või välistatakse.

Asjaolu, et krüptovara võivad välja anda ainult juriidilised isikud, soodustab eeltoodud nõuete täitmist.¹¹⁸ Ka MiCA määruse põhjenduspunktis 23 on välja toodud, et muu krüptovara avalikke pakkumisi peavad korraldama just juriidilised isikud selleks, et tagada järelevalveasutustele võimalus nõuete jälgimiseks ja kontrollimiseks. Investорitele valesst või eksitavast infost tulenenud kahju nõuete edukusele lisab kindlust juurde ka asjaolu, et MiCA määruse kohaselt on välistatud tokenite pakkumine detsentraliseeritud emitentide ja vahendajate poolt.¹¹⁹ Siin on jällegi kompromiss võimalike uuenduslike lahenduste ja investorkaitse vahel, kus praegusel juhul on investorite huvi esikohale seatud. Kui ei ole teada, kes on krüptovara pakkuja või emitent, ei ole võimalik efektiivselt nõuet esitada ning investorid oleksid selles osas kaitseta.

¹¹⁶ Patti, F. P., lk 431.

¹¹⁷ MiCA määruse artikkel 15 lg 6, artikkel 26 lg 5 ja artikkel 52 lg 5.

¹¹⁸ Cichon, S., lk 96.

¹¹⁹ *Ibidem*, lk 96.

Juriidiliseks isikuks olemise nõue erineb näiteks finantsinstrumentidele kohalduvatest nõuetest, sest prospektimääruses ei ole kirjas, et finantsinstrumenti võib välja anda üksnes juriidiline isik.¹²⁰

Kuigi vastutavate isikute ring on MiCA määruses sätestatud piisavalt laialt, võib praktikas investorkaitse meetme kasutamise keeruliseks teha määruses sätestatud tõendamiskoormus. Artikkel 15 lõige 4, artikkel 26 lg 4 ja artikkel 52 lg 4 kohaselt peab just investor tõendama nii rikkumise olemasolu kui ka asjaolu, et just see teave, mis ei vasta määruse nõuetele, mõjutas tema investeerimisotsust. See vähendab investorite jaoks oluliselt vastutuse regulatsiooni väärtust, kuivõrd praktikas võib neid asjaolusid olla keeruline tõendada. Tõendamiskoormuse taoline jaotus läheb otseselt vastuollu regulatsiooni eesmärgiga suurendada investorite kaitset.¹²¹ Investorite olukorda tõendamisel muudaks tulevikus paremaks see, kui valges raamatule tuginemisest tekkinud kahju puhul kujuneb aja jooksul teatav põhjusliku seose eeldus, nagu see on tekkinud teiste õigusvaldkondade tsiviilvastutuse hindamisel.¹²² Kuivõrd regulatsioon on väga uus, siis ei ole hetkel veel näiteid vastavasisulistest vaidlustest, kust nähtuks ka põhjusliku seose hindamine ning tõendamine, seega tuleb selle osas jälgida tuleviku arenguid.

Kuigi valge raamatu õiguslik raamistik on nõuete poolest üpris tugev, jäävad investorkaitse vaatest nõrgaks selle jõustamise meetmed.¹²³

2.4. Turundusteave

2.4.1. Reklaamid

Krüptovarade reklaamid on üldiselt suunatud jaeinvestoritele.¹²⁴ Investoritele suunatava teabe reguleerimisel on seega väga oluline vaadata lisaks avalikule pakkumisele sätestatud kohustuslikule teabele seda, millised nõuded on kehtestatud krüptovara turunduslikel eesmärkidel jagatavale infole. Valge raamatu kohustuse kehtestamisest üksi ei oleks

¹²⁰ Cichon, S., lk 183.

¹²¹ Giudici, P., Ferrarini, G., lk 105-106.

¹²² Patti, F. P., lk 432.

¹²³ Giudici, P., Ferrarini, G., lk 106.

¹²⁴ HM Treasury, Financial Conduct Authority, Bank of England, lk 35.

investorkaitse tagamisel palju abi, kui muudes kanalites levitav info võib olla sellega vastuolus.

Varasemalt levitatud krüptovara reklaamide puhul on leitud, et neis esitatav info ei ole olnud selge ega üheselt mõistetav, olles seega potentsiaalseid investoreid eksitav. Reklaamide põhirõhk on olnud krüptovara plusside presenteerimisel, kuid sageli on puudu hoiatus nii varaklassi volatiilsuse kohta kui oht, et krüptovarasse investeerimisel võib kogu investeeritud raha kaotada. Reklaamide sihtrühmale ei pruukinud olla teada asjaolu, et krüptovara reklaamid ei olnud reguleeritud ja seetõttu võisid need olla eksitavad. Olukorda tegi segasemaks asjaolu, et krüptovara turustamisega tegelesid ettevõtted, kes paralleelselt krüptovarareklaamidega turundasid ka klassikalisi finantsteenuseid. Taolised ettevõtted olid finantsteenuste pakkumise poolest õiguslikult reguleeritud ning järelevalve all, kuid krüptovara turustamise pool ettevõttest mitte. Paralleelne reklaam sellise asutuse poolt võis jätta eksitava mulje finantsinstrumentide ja krüptovara võrdsest reguleeritusest.¹²⁵

Teiste varaklasside kui krüptovara kohta jagatavale infole, sealhulgas reklaamidele, on sätestatud suur hulk nõudeid komisjoni delegeeritud määruses 2017/565, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2014/65/EL seoses investeerimisühingute suhtes kohaldatavate organisatsiooniliste nõuete ja tegutsemistingimustega ning nimetatud direktiivi jaoks määratletud mõistetega.¹²⁶ Sealjuures tuleb näiteks eelnimetatud määruse artikkel 44 lg-st 2 kohustus igasuguse teabe jagamise korral hoiatada kliente investeerimisega kaasnevate riskide eest. Kuivõrd investoritele ei pruugi finantsinstrumentide ja krüptovara olemuslik erinevus ilmselge olla, oleks piisava investorkaitse tagamiseks vajalik, et nende turundamisele kohalduksid sarnased või vähemalt võrdväärsed nõuded. Juhul kui krüptovara turundamise nõuded on leebemad, võib investoritele jääda eksitav mulje, nagu oleks see varaklass vähem riskantne, kuivõrd teabes on esitatud vähem hoiatusi.

Reklaami sisu reguleerimisel on MiCA määruses taaskord kasutatud lähenemist, kus erinevatele krüptovara liikidele on sätestatud nõuded eraldi. Vastavalt krüptovaraliigile on

¹²⁵ HM Treasury, Financial Conduct Authority, Bank of England, lk 35.

¹²⁶ Komisjoni delegeeritud määrus (EL) 2017/565, 25. aprill 2016, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2014/65/EL seoses investeerimisühingute suhtes kohaldatavate organisatsiooniliste nõuete ja tegutsemistingimustega ning nimetatud direktiivi jaoks määratletud mõistetega. – OJ L 87, lk 1-83.

reklaamteavet puudutavad nõuded sätestatud MiCA määruse artiklites 7 lg 1, 29 lg 1 või 53 lg 1.

Turundusteabe nõuete loomisel on võetud arvesse seda, kuidas varasemalt oli välja kujunenud info levitamine krüptovaraprojektide kohta – seda ei tehtud mitte läbi juriidiliste dokumentide, vaid veebilehtede ja sotsiaalmeedia.¹²⁷ MiCA määruse põhjenduspunktis 24 on eraldi mainitud ka sotsiaalmeediaplatforme kui kohta, kus avaldatava info puhul on oluline, et esitatav teave oleks tõene, selge ja mitteeksitav. Samas ei ole MiCA määrus selge selles osas, kuidas käsitleda kolmandate isikute, eelkõige sotsiaalmeedia mõjuisikute ja kuulsuste poolt tehtavat reklaami krüptovarale. Eriti tugevalt võib selline reklaam mõjutada noori inimesi, mistõttu on varasemalt selle reguleerimatus olnud probleemiks. Investorkaitse tagamiseks oleks oluline, et ka sellisel juhul reklaamile kehtestatud reeglid kehtiksid.¹²⁸

Kui MiFID II kohaldamisalasse kuuluvate finantsinstrumentide puhul on delegeeritud määruse artiklis 44 sätestatud kohustus esitada infot õiglaselt, selgelt ja mitte-eksitavalt kogu teabes, sealhulgas reklaamteadetes, siis MiCA määruses pole sarnane turundusmaterjalide sisu puudutav kohustus sätestatud MiCA artiklites 7 lg 1, 29 lg 1 ja 53 lg 1 mitte kogu teabele, vaid spetsiifiliselt üksnes reklaamteadetele. Krüptovara puudutava teabe sisule esitatud nõuded on seega selgelt kitsendatumalt sõnastatud kui finantsinstrumentide kohta avalikustatava teabe nõuded, mis viitab lüngale krüptovara investorite kaitse täielikkuses. Eelkõige tekib siinkohal küsimus krüptovara pakkuja kodulehel esitatava informatsiooni osas. MiCA määruses ei ole reklaami terminit eraldi sisustatud. Kui vaadata aga Eesti siseriiklikku reklaamiseadust (edaspidi RekS)¹²⁹, ei käsitleta § 2 lg 2 p kohaselt reklaamina majandus- või kutsetegevuse kohas antavat teavet, milleks võib krüptovara pakkuja kodulehte lugeda. Seega ei tulene määruses selgelt välja kohustust, et igasugune krüptovara pakkumise kohta esitatav teave peab olema tõene, selge ja mitteeksitav. Otseselt on see nõue kehtestatud vaid reklaamidele ja valgele raamatule.

Reklaamide sisu poolest on üldjoontes nõuded kõigi krüptovaraliikide puhul samad – reklaamid peavad olema selgelt sellena identifitseeritavad, neis olev teave peab olema tõene, selge ja mitteeksitav, teave peab olema kooskõlas valges raamatus esitatud teabega ning sisaldama

¹²⁷ Patti, F. P., lk 428-429.

¹²⁸ *Ibidem*, lk 429.

¹²⁹ Reklaamiseadus. – RT I, 20.11.2024, 5.

sellekohast viidet, lisatud peab olema isegi emitendi telefoninumber ja e-posti aadress.¹³⁰ Vastavalt varapõhise tokeni ja e-raha tokeni olemusele peab nende krüptovaraliikide reklaam täiendavalt sisaldama märget selle kohta, et tokeni omanikul on igal ajal õigus nõuda vastava tokeni lunastamist.¹³¹ Muu krüptovara reklaamteade peab täiendavalt sisaldama hoiatust selle kohta, et reklaami ei ole pädeva asutuse poolt heaks kiidetud ning selle sisu eest vastutab ainult krüptovara pakkuja.¹³² Lisaks eeltoodud sisulistele nõuetele ei ole lubatud reklaamteateid enne valge raamatu avaldamist isegi levitada.¹³³ Eeltoodud nõudeid arvestades võiks olla reklaamis sisalduva teabe õigsus piisaval määral tagatud. Alates MiCA määruse jõustumisest ei ole enam nii suurt riski, et krüptovara avaliku pakkumise reklaamid on jaeinvestorite jaoks otseselt eksitavad.

Samas ei sätesta MiCA määrus kohustust reklaamis hoiatada investoreid krüptovarale iseloomuliku volatiilsuse eest. Bitcoinini hind muutus näiteks selle esimesel aastal 9900% ja kuigi see tõus oli rahaliselt üksnes 0,30 USA dollari võrra, siis illustreerib see krüptovarade eriti suuri hinnakõikumisi just nende turule tuleku hetkel. 10 aastat peale eelmainitud suur hinnamuutus, 2020. aastal, kukkus Bitcoinini hind ühe päevaga ligi 50%. Kuigi krüptovara volatiilsus on ajas hakanud vähenema, siis on see endiselt risk, millega peab investor arvestama. Bitcoin oli näiteks aastatel vahemikus 2020 kuni 2024 ikkagi 3-4 korda volatiilsem kui klassikalised aktsiaindeksid.¹³⁴ Seega oleks kindlasti praktikas oluline, et investor oleks vastavast riskist teadlik. Volatiilsuse eest hoiatamise kohustus on aspekt, mille poolest võiks MiCA määrus olla täpsem. Mõnevõrra aitab riskidele tähelepanu juhtida nõue, et enne krüptovara reklaami avaldamist peab olema avaldatud valge raamat, milles peavad krüptovarale omased riskid olema välja toodud. Samuti peab krüptovara reklaam viitama valgele raamatule.¹³⁵ Valgest raamatust vastava info leidmine eeldab aga investoripoolset suuremat initsiatiivi ja praktikas üksnes sellele ilmselt loota ei saa.

Üheks puuduseks MiCA-s sisalduva reklaami regulatsiooni puhul on asjaolu, et selles ei käsitleta nõuete rikkumise tagajärgi ehk olukorda, kui turundusmaterjalides on esitatud vale või

¹³⁰ MiCA määruse artikkel 7 lg 1, artikkel 29 lg 1 ja artikkel 53 lg 1.

¹³¹ MiCA määruse artikkel 29 lg 2 ja artikkel 53 lg 2.

¹³² MiCA määruse artikkel 7 lg 1 p e.

¹³³ MiCA määruse artikkel 7 lg 2, artikkel 29 lg 6 ja artikkel 53 lg 6.

¹³⁴ Kraken. Crypto market volatility: What it is and how to navigate it, 21.10.2024. – <https://www.kraken.com/learn/crypto-market-volatility> (02.04.2025).

¹³⁵ MiCA määruse artikkel 7 lg 1 p d.

eksitavat teavet.¹³⁶ Kuigi loodud on raamistik investorite kaitseks, on sealjuures puudulikud investorite võimalused enda õiguste jõustamiseks.¹³⁷ Nagu eelnevalt analüüsitud, siis on vastutus krüptovara valge raamatu sisu eest MiCA määruses sätestatud. Kui valges raamatus eksitava info puhul on antud investorile võimalus kahju hüvitist nõuda, siis reklaami puhul sellist võimalust MiCA määrusest ei tulene. Praktikas võib aga investorile investeerimisotsuse tegemise juures tugevamat mõju avaldada just reklaam, mitte valge raamat, arvestades viimase mahtu ja levikut. Kuivõrd vastutus reklaami eest ei ole määruses selgelt sätestatud, peavad investorid olema valvsad ja tuginema investeerimisotsuse tegemisel valge raamatu sisule, sest reklaami nõuetele vastavuse hindamise õigus on määruse järgi ainult järelevalveasutusel.

MiCA määruse artikkel 7 lg 3 kohaselt on reklaami nõuetekohasust õigus hinnata liikmesriigil, kus reklaami levitatakse, ning reklaami kooskõla valge raamatuga saab aidata hinnata krüptovara päritoluriigi järelevalveasutus. Praktikas saab olema seega huvitav, kuidas iga liikmesriik ühte ja sama reklaami käsitleb, sest teoreetiliselt peaks olema kõigis liikmesriikides ühetaoline lähenemine, kuid reklaamile sätestatud kriteeriumitele vastavuse hindamine võib mõningal määral olla subjektiivne.

Sarnaselt valgele raamatule tuleb järelevalveasutusi, nii päritoluliikmesriigi kui vastuvõtva liikmesriigi, artikkel 8 lg 2, artikkel 29 lg 5 ja artikkel 53 lg 5 kohaselt reklaamteadetest teavitada. Kuigi varapõhise krüptovara ja e-raha tokeni valge raamat eeldab järelevalveasutuse heakskiitu, siis sarnast erisust artikkel 29 lg 4 ja artikkel 53 lg 4 kohaselt nende krüptovaraliikide reklaamteadetele kehtestatud pole.

2.4.2 Info jagamine kolmandate isikute poolt

Kui krüptovara pakkujate poolt avaldatud reklaamid on MiCA määrusega kaetud, vajab tuleb eraldi analüüsida ka seda, kuidas käsitleda neid krüptovara reklaame, mille on avaldanud krüptovara emiteerimise või vahendamise otseselt mitteseotud isik, keda edaspidises analüüsis nimetatakse kolmandaks isikuks. Sellisteks isikuteks võivad praktikas olla näiteks mõjuisikud või kuulsused, kes enda sotsiaalmeedia kanalites või muudes allikates krüptovaradest räägivad. Investorkaitse vaatest on nende roll oluline, kuivõrd varasemalt on

¹³⁶ Patti, F. P., lk 412.

¹³⁷ Giudici, P., Ferrarini, G., lk 107.

kolmandate isikute poolne info taoline jagamine probleeme tekitanud. Eriti tugevalt võib isikute poolt tehtav reklaam mõjutada noori inimesi.¹³⁸

Kui kolmandad isikud räägivad krüptovarast emitendi või pakkuja tellimusel, siis on tegemist ikkagi viimaste poolt avaldatud reklaamiga ning kohalduma peaksid kõik eeltoodud MiCA määrusest tulenevad nõuded. Kui aga kolmas isik räägib omal initsiatiivil mõnest krüptovara pakkumisest, ei kohaldu sellele eeltoodud nõuded, kuivõrd konkreetset reklaami ei saaks lugeda emitendi või pakkuja tellitud reklaamiks.

Finantsinstrumentide kohta on ESMA koostanud eraldi juhendi sotsiaalmeedias investeerimisenõu jagavate isikute jaoks, milles on kokkuvõtlikult välja toodud sotsiaalmeedia mõjuisikute kohustused investeerimisteemalise informatsiooni jagamisel.¹³⁹ Näiteks on seal muuhulgas välja toodud nõue vältida sotsiaalmeedias hinnangute andmist finantsinstrumentide tulevasele võimalikule väärtusele ja selle tõusule.¹⁴⁰ Krüptovara tulevase hinna kohta arvamuse avaldamine on sarnaselt väga relevantne probleem, kuivõrd isikud võivad langetada investeerimisotsuseid puhtalt selle pinnalt, mida nad sotsiaalmeedias nägid.

Mõnel juhul on taolist krüptovara reklaami kolmandate isikute poolt reguleeritud siseriiklikus õiguses. Näiteks Hispaania sotsiaalmeedia mõjuisikutel, kes soovivad turundada krüptovara ning kelle jälgijaskond või eeldatav sihtgrupp on üle 100 000 isiku, on kohustus vastav kampaania eelnevalt siseriiklikule järelevalveasutusele avaldada.¹⁴¹ Eesti siseriiklikus õiguses ei ole krüptovara turundamist kuidagi täiendavalt reguleeritud. Seega puuduvad siin kolmandate isikute poolt krüptovara soovitamisele kehtivad täiendavad nõuded, mis kujutab endast ohtu investorkaitse tõhusale tagamisele.

Investoritele jagatava teabe reguleerimatuse olukorda saab lisaks sotsiaalmeedias erinevate krüptovara tehingute tegemise soovitude jagamisele või informatsiooni levitamisele ära kasutada ka selleks, et jagada valeinfot tahtlikult turuga manipuleerimise eesmärgil, et seeläbi kasumit teenida.

¹³⁸ Patti, F. P., lk 429.

¹³⁹ European Securities and Markets Authority. Warning. For people posting Investment Recommendation on social media. 6 February 2024. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-02/ESMA74-1103241886-912_Warnings_on_Social_Media_and_Investment_Recommendations.pdf (16.03.2025).

¹⁴⁰ *Ibidem*, lk 1.

¹⁴¹ Lexology. Finfluencers: a regulatory comparative for Italy, France, and Spain. July 30 2024. – <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=83173b7c-acd9-4d79-8b8a-f9e0ce9039ad> (19.03.2025).

Turumanipulatsioon võib seisneda platvormide või üksikisikute poolt hägustatud või vale info jagamises nõudluse kohta või siis meedias jagatavas eksitavas infos. Näiteks on turuga manipuleerimise eesmärgil kasutatud Telegrami platvormi. Koondades gruppi kokku krüptovaradest huvitatud isikud, on neile võimalik reklaamida ühte kindlat krüptovara, mille väärtus nõudluse kasvuga kiirelt tõuseb. Vastava teabe jagajal, kes ise krüptovara enne propageerimise algust ostnud oli, on seeläbi võimalik suure kasumiga enda osalus maha müüa. Olukorras, kus teavet jagaval isikul oli kogumahust arvestatav osa krüptovara, viib tema omaosaluse müük hinna järsult jälle alla. Selle tulemusel jäävad teised, isiku soovitusel järginud investorid, kahjumisse ja tihti ka ebalikviidsete varadega.¹⁴²

Finantsinstrumentidest rääkides rakendub kõigi, sh emitendi või teenusepakkujaga mitteseotud isikute puhul Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (edaspidi turukuritarvituse määrus)¹⁴³, milles on sätestatud finantsteemalise informatsiooni jagamisele palju erinevaid avalikustamiskohustusega seotud nõudeid, sealhulgas ka just investorkaitse eesmärgist lähtuvalt. Kuigi finantsinstrumentide turundamine kolmandate isikute poolt on turukuritarvituse määruse poolt mingil määral reguleeritud, siis krüptovara ei ole antud määruse artikkel 2 kohaldamisalasse kuuluv varaklass, mistõttu krüptovarast rääkimisel eelmainitud reeglid ei kohaldu.

Kuivõrd varasem Euroopa Liidu turukuritarvitust puudutav seadusandlus ei hõlmanud enda kohaldamisalast krüptovara, käsitletakse seda MiCA määruses eraldi. Määruse artikkel 91 keelustab kõigil isikutel turuga manipuleerida. Keeldu ei piiratud üksnes otseselt krüptovara pakkumisega seotud isikutega, vaid selles on hõlmatud kõik isikud, laienedes seega ka kolmandatele isikutele. Sama artikli lõige 2 täpsustab eraldi meediakanalites, sh internetis, info levitamise ja keelab jagada krüptovara pakkumise, nõudluse või hinna kohta valesid või eksitavaid märguandeid. Sättes on isegi märgitud, et kuulduste levitamine ei ole lubatud, kuid keeld on vaid juhuks, kui isik teadis või oleks pidanud teadma, et teave on väär või eksitav. Seega on MiCA määruses sätestatud kolmandatele isikutele keeld teadlikult krüptovara hinda mõjutada. Samas, arvestades seda, et vastutuse aluseks on teadlik tegevus, siis ei anna antud

¹⁴² HM Treasury, Financial Conduct Authority, Bank of England, lk 37-38.

¹⁴³ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16 aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse 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. – OJ L 173, lk 1-61.

säte ikkagi samaväärset kaitset kui eeltoodud finantsinstrumentide kohta avaldatavatele sotsiaalmeedia postitustele kohalduvad nõuded, mis on üldisemad ja kus ei ole määravaks asjaoluks see, kas isik teadis, et kuuldus pole õige. Juhul kui isik räägib sotsiaalmeedias heatahtlikult krüptovarast, ennustades sellele suurt hinnatõusu ja lubades sellega investoritele kõrget tootlust, ei oleks selline tegevus MiCA määruse kohaselt otseselt keelatud.

Turumanipulatsiooniks peetakse MiCA määruse artikkel 91 lg 3 p c järgi ka meediakanalites arvamuse avaldamist krüptovara hinna kohta olukorras, kus arvamust avaldav isik on eelnevalt võtnud krüptovaras positsiooni, kuid ei avalikusta seda asjaolu ja sellega kaasnevat huvide konflikti, ning saab teabe jagamisest seeläbi kasu. Kuigi mingis ulatuses võib vastav säte lahendada eeltoodud probleemi, kus isikud võivad sotsiaalmeedias krüptovarast rääkida vabamalt kui finantsinstrumentidest ja avaldada selle hinna kohta arvamusi, siis jääb MiCA määrusest tulenev kaitse siiski kitsamaks kui finantsinstrumentidele samas olukorras kohalduvad nõuded. Krüptovara puhul on taoline tegevus keelatud vaid juhul, kui isik saab tegevusest reaalselt kasu, samas kui finantsinstrumentide tulevases hinnast rääkimine ei oleks korrektne sõltumata sellest, kas arvamuse avaldaja ise selle tulemusel saab kasu või mitte. Krüptovara puhul on seega investorid kaitstud vaid teadlikult pahatahtliku käitumise eest. Samas on endiselt võimalik, et erinevad sotsiaalmeedia mõjuisikud jagavad investeerimisenõu, sh soovitusi ja hinnaennustusi krüptovara kohta, julgustades liigselt investoreid tehinguid tegema. Samuti ei laiene kolmandatele isikutele kohustus jagada isikutele infot krüptovara valge raamatu kohta. Seega on investorid endiselt mõnel määral kaitseta selle teabe puhul, mida avalikustavad kolmandad isikud, kes ise ei ole krüptovara emitendid või pakkujad.

2.5 Krüptovarateenuse pakkujate roll teabe jagamisel

Krüptovarateenuse osutajatel on oma roll investoritele avaldatava teabe juures ja seega on ka nende tegevus oluline investorkaitse tagamiseks. Krüptovarateenuse osutajad ei ole võrdlemisi uudse turukeskkonna tõttu jõudnud korralikult välja areneda, mis tähendab, et platvormidel võivad olla puudulikud süsteemid, sealne hinnastus ei ole läbipaistev ning võib esineda huvide konflikte.¹⁴⁴ Kui puudub selge ja arusaadav info krüptovara väärtuse kujunemise või investeringuga kaasnevate kulude kohta, on keeruline aru saada krüptovara enda reaalsest väärtusest.¹⁴⁵ Segane teenustasude hinnastamine võib muuta investorile keeruliseks mõista, mis

¹⁴⁴ HM Treasury, Financial Conduct Authority, Bank of England, lk 37.

¹⁴⁵ *Ibidem*, lk 34.

on krüptovara enda puhasväärtus ja mis ulatuses on tegemist ainult teenustasude või kaasnevate kuludega. Erinevad platvormid võtavad kõrgeid tasusid, millest investorid ei pruugi otseselt arugi saada.¹⁴⁶ Praktikaks on isegi näiteid, kus krüptovarateenuse osutaja on võtnud klientidel kõrgeid tasusid selliselt, et tasude olemasolu ei ole klientidele eelnevalt selgelt kommunikeeritud.¹⁴⁷ Selleks, et krüptovara tegelik kauplemisshind oleks selge, on oluline, et krüptovarateenuse pakkujad esitaksid enda teenustasud selgelt ja läbipaistvalt. Vastav kohustus on krüptovarateenuse pakkujatele sätestatud MiCA määruse artikkel 66 lg-s 4.

Krüptovarateenuse pakkujale langeb vastutus valges raamatus esitatud eksitava või vale teabe eest MiCA määruse artikkel 15 lg 1 kohaselt. Rikkumise korral aitab nõuet krüptovarateenuse osutaja vastu tagada asjaolu, et krüptovarateenuse osutajatele on sätestatud kohustus tegutseda Euroopa Liidus ja omada siin kontorit, kus viiakse läbi arvestatav hulk äritegevust. Sealjuures peab vähemalt üks ettevõtte juhtivisik olema Euroopa Liidu resident.¹⁴⁸ Investorkaitse vaatest on seega positiivne, et juhul kui isikul on alus esitada nõue krüptovarateenuse pakkuja vastu, on maandatud vähemalt asukohast tulenev risk, kuivõrd määrusega on tagatud, et teenuseid pakuksid isikud, kes tegutsevad reaalselt Euroopa Liidus.

¹⁴⁶ Huang, R.H, Yang, D., Loo, F. F. Y., lk 322-323.

¹⁴⁷ HM Treasury, Financial Conduct Authority, Bank of England, lk 37.

¹⁴⁸ Cichon, S., lk 96.

Kokkuvõte

Pidades silmas krüptovara investeringute populaarsuse kasvu jaeinvestorite seas ning sellega kaasnevaid riske, on oluline, et sarnaselt teistele varaklassidele oleks ka krüptovara Euroopa Liidus efektiivselt reguleeritud, et seeläbi tagada regulatiivne kaitse krüptovarasse investeerivatele jaeinvestoritele.

Käesoleva magistritöö eesmärgiks oli analüüsida, kas MiCA määruse kohaldamisalasse kuuluvad kõik eelnevalt reguleerimata krüptovarad, mida jaeinvestorid soetavad investeerimise eesmärgil ning kas MiCA määruses sätestatud teabe avalikustamist puudutavad kohustused on efektiivsed investorkaitse tagamisel.

Esimese küsimuse analüüsi tulemusel oli näha, et varasem lünk krüptovarade regulatsiooni alla kuulumises oli selgelt olemas ning tähendas investorkaitse puudumist paljude krüptovara investeringute puhul. Puudused seisnesid nii selles, et suur osa krüptovaradest ei olnud reguleeritud kui ka olemasoleva regulatsiooni ebaselguses ning liiduüleses killustatuses. MiCA määruses on selle kohaldamisalasse kuuluv krüptovara defineeritud piisavalt paindlikult ja laialt, et hõlmata kõik krüptovarad, millesse jaeinvestorid investeerivad. Kohaldamisalast on selgelt välja jäetud NFT-d põhjusel, et seda tüüpi krüptovara ei soetata üldiselt finantsilisel eesmärgil. Käesoleva töö kontekstis on taoline välistus arusaadav ning ei tekita investorkaitse vaatest probleeme. Küll aga tuleb välistuse puhul olla tähelepanelik selles osas, et NFT fraktsioone võivad inimesed soetada ka investeerimise eesmärgil ja sellega võib kaasneda vajadus investorkaitsele, mistõttu tuleb ka NFT-de puhul siiski hinnata regulatsiooni võimalikku kohaldumist.

Kuigi krüptovara lai mõiste MiCA määruses on positiivne regulatsiooni alt välja jäänud krüptovarade hõlmamise vaatest, siis tekitab see asjaolu kohati probleeme krüptovarade täpsemal klassifitseerimisel. Selgus on aga investorkaitse vaatest väga oluline, kuivõrd sellest sõltub kohalduv õiguslik raamistik. MiCA määrus reguleerib ainult krüptovarad, mis ei kuulunud seni ühegi Euroopa Liidu regulatsiooni kohaldamisalasse. Jätakuvalt on ebaselge MiFID II kohaldamisalasse kuuluvate krüptovarade liigitamine, kuivõrd see sõltub finantsinstrumendi mõistest, mis on liikmesriigiti varieeruv. MiCA määruse väljatöötamisel võetud sammud selguse loomisel ei suutnud probleemi ammendavalt lahendada. Oht liidusiseseks kiilustuseks on teatud piiripealsetel juhtumitel seega endiselt alles. Juhul kui

praktikas vastavaid liigitamise probleeme hakkab sagedamini esinema, võib see tingida vajaduse tulevikus valdkonda täpsemalt reguleerida.

Kohalduvaid investorkaitse meetmeid mõjutab MiCA määruse järgselt ka see, kas ja milliseks krüptovara alaliigiks konkreetne krüptovara liigitub. MiCA määrukses on loodud kolm krüptovara alaliiki: kasutustokenid, varapõhised tokenid ja e-raha tokenid. Erinevate alaliikide loomisel on arvestatud, et krüptovarade puhul on palju erinevaid võimalikke viise, kuidas need on üles ehitatud, mistõttu on täpsem eristamine mõistlik lahendus. See aitab kaasa parema investorkaitse tagamisele, sest võimaldab nõuete loomisel arvestada alaliigile iseloomulike riskidega. Kui üldjuhul on erinevate krüptovaraliikide vaheline erisus selge ja selle hindamisel suuri probleeme ei nähtu, siis on piirid endiselt hägused olukorras, kus krüptovara muutub aja jooksul ülesehituselt nii suures ulatuses, et algne liigitus ei ole enam sobiv.

Töö analüüsi tulemusel on seega esimese uurimisküsimuse vastuseks, et MiCA määruse kohaldamisalasse kuuluvad eelnevalt reguleerimata krüptovarad, mida jaainvestorid soetavad investeerimise eesmärgil. Küll aga ei ole alati piisavalt selge täpne regulatsioon, mis krüptovarale kohaldub. See on investorkaitse vaatest aga väga oluline küsimus, kuivõrd sellest sõltub konkreetsele krüptovarale laienev investorkaitse raamistik.

Magistritöö teise uurimisküsimuse analüüsi käigus nähtus, et investoritele jagatav teave on kriitilise tähtsusega selleks, et investor saaks investeerimisel teha teadliku ja kaalutletud otsuse. MiCA määrusele eelnevalt oli näha selget erisust finantsinstrumentide ja krüptovara kohta avalikustatava teabe osas, mille tagajärjeks võis olla riskitasemele mittevastavate investeeringute tegemine. Vastus küsimusele, kas MiCA määrukses sätestatud teabe avalikustamist puudutavad kohustused on investorkaitse tagamisel efektiivsed, varieerub konkreetsete kohustuste lõikes.

Jaainvestoritele avalikult levitatavat krüptovara võib MiCA määruse kohaselt pakkuda üldjuhul ainult juriidiline isik ning detsentraliseeritud emitentide ja vahendajate tegevus ei ole määrusega lubatud, mis on varasema praktikaga võrreldes suur erinevus. Eesti siseriiklikus õiguse kohaselt võib krüptovaraturu osaline olla vaid osaühing või aktsiaselts. Eeltoodud nõuded aitavad tagada järelevalveasutuste võimaluse kontrollida määrukses sätestatud nõuete täitmist.

MiCA määruse järgselt on krüptovara avalikuks pakkumiseks kohustuslik koostada valge raamat, milles sisaldub oluline info kogu krüptovaraprojekti kohta. Kui regulatsioonile eelnevalt sisaldasid valged raamatud eksitavaid ja valesid väiteid, siis MiCA määrus aitab vastavat probleemi lahendada, sätestades konkreetse kohustusliku sisu ning vastutuse. Sealjuures on arvestatud ka erinevate krüptovarialiikide iseloomulike tunnustega ja nõudeid vastavalt täpsustatud. Krüptovara pakkujatele sätestatud kohustus avaldada ja hoida ajakohasena kindlas ettenähtud ulatuses informatsiooni aitab tagada parema investorkaitse.

Kuigi valge raamatu nõue annab investoritele võimaluse tutvuda enne investeeringu tegemist kogu vajaliku infoga, siis selle praktilist väärtust võib pisut alla viia puudulik lugejasõbralikkus. Juba klassikalise finantsõiguse puhul on ilmnunud, et taolise info edastamise nõude tulemuseks on keeruliselt sõnastatud tekst, millest on jaeinvestoril keeruline aru saada. Sama probleem kandub suure tõenäosusega üle ka krüptovara valgetele raamatutele. Kuigi krüptovara puhul kasutusele võetud lahendus ei ole ideaalne, siis sellise nõude alternatiiviks oleks pakkuja vabastamine vastutusest avaldatava teabe õigsuse eest ja panustamine üksnes jaeinvestori enda võimekusele vajalik info muudest allikatest kokku koguda, mis ei oleks parem. MiCA määruuses sätestatud nõuete tulemusel on vähemalt olemas kindel õiguslikult reguleeritud dokument, milles olevale teabele saab jaeinvestor tugineda.

Kui valge raamatu sisu on MiCA määruuses põhjalikult reguleeritud, siis jaeinvestorite kaitse vaatest on negatiivne see, et valge raamat ei vaja kõigil juhtudel avaldamisele eelnevalt järelevalveasutuse poolset sisulist kontrolli. Järelevalveasutuse heakskiidu nõue aitaks paremini tagada seda, et investoritele jagatav valge raamat vastaks kõigile regulatiivsetele nõuetele, suurendades nii selle usaldusväärsust. MiCA määruusega kehtestati ESMA-le kohustus pidada valge raamatu registrit, kust on võimalik investoril üle kontrollida, kas valge raamat on korrektselt järelevalveasutusele edastatud. Samas ei ole registri ülesehitus hetkel kasutajasõbralik. Muu krüptovara valge raamatu sisulise eelkontrolli välistamine on koht, kust nähtuvad MiCA määruse kohati vastastikused huvid, sest eelneva kontrolli puudumine hoiab kokku krüptovara pakkuja ressursse. Tegemist on seega kompromissiga investorkaitse ja pakkujate huvide vahel.

Vastutus valges raamatus sisalduva teabe eest on MiCA määruusega kehtestatud Euroopa Liidu tasandil, mis on finantsõiguses uus lähenemine. Kuigi MiCA määruuses on sätestatud

vastutavate isikute ring laialt, siis muudab investori jaoks praktikas selle õiguse kasutamise keeruliseks asjaolu, et rikkumise korral lasub tõendamiskoormus investoril.

Krüptovara reklaamid mõjutavad jaeinvestoreid investeerimisotsuste tegemisel, seega mängivad nendele kehtestatud nõuded samuti suurt rolli investorkaitse tagamisel. Varasemalt oli probleemiks liiga positiivsed ja riske mitte avaldavad reklaamid. MiCA määruses on reklaamidele kohalduvate nõuete puhul arvestatud erinevate krüptovaraliikide eripäradega ning konkreetse sisu nõuded sätestatud vastavalt. MiCA määrus nõuab selget ja tõest info avaldamist, mis sisaldab ka teatud ulatuses hoiatusi. Küll aga ei tule investoreid hoiatada krüptovara suure volatiilsuse eest, mis praktikas on üks relevantsemaid riske.

Krüptovara reklaamidele kohalduvate nõuete kohaldumisala MiCA määruses on üldjoontes selge ning eraldi on välja toodud ka sotsiaalmeediakanalites avalikustavad reklaamid. Samas on erinevalt finantsinstrumentide regulatsioonist kehtestatud eelnimetatud kohustused üksnes reklaamidele, mitte kogu krüptovara pakkuja poolt avalikustavale teabele, mis võib luua võimaluse õiguslikuks lüngaks. Näiteks ei tulene MiCA määrusest selge kohustus krüptovara pakkuja kodulehel avaldada õiglast, selget ja mitteeksitavat teavet. Kuigi praktikas võib jaeinvestorite investeerimisotsuseid tugevamalt mõjutada reklaam, siis ei ole MiCA määruses erinevalt valge raamatu sisust reklaamide sisu käsitlevat vastutust reguleeritud.

Jaeinvestoreid mõjutavad investeerimisotsuste tegemisel lisaks krüptovara reklaamidele ka teave, mida avaldavad sotsiaalmeedias ja muudes kanalites isikud, kes ei ole otseselt krüptovara pakkumisega seotud, vaid levitavad infot omal initsiatiivil. Investorkaitse vaatest oluline, et ka see teave ei oleks investorite jaoks eksitav ja ei suunaks investoreid tegema ebasobivaid investeeringuid. MiCA määruses on vastavat teabe edastamise viisi mõningal määral reguleeritud, kuid seda üksnes juhul, kui teavet jagav isik avaldab teadlikult vale infot. Seega ei ole kolmandate isikute poolt avalikustavat teavet igakülgsest reguleeritud ja on endiselt võimalik, et kolmandad isikud jagavad liiga optimistlikut või eksitavat teavet krüptovara väärtuse kohta.

Investoritele selge teabe edastamise puhul on MiCA määruses pööratud tähelepanu ka krüptovarateenuse pakkujatele. Kui regulatsioonile eelnevalt esines probleeme teenustasude selges kuvamises, siis MiCA määruse järgselt on krüptovarateenuse pakkujatel kohustus teenustasusid krüptovara hinnast selgelt eristada, et investoril oleks võimalik hinnata

krüptovara enda väärtust. Investorkaitse meetmete tagamisele aitab krüptovarateenuse pakkujate puhul kaasa ka asjaolu, et MiCA määruse järgselt peavad teenusepakkujad tegutsema Euroopa Liidus.

Kokkuvõtvalt võib eeltoodu pinnalt järeldada, et MiCA määrus parandas suuresti jaeinvestorite kaitset, hõlmates seni regulatsiooni alt välja jäänud krüptovarad ning sätestades nõuded investoritele avaldatava teabe osas, kuid endiselt esineb ka mitmeid probleeme, mis võivad tingida vajaduse tulevikus regulatsiooni täiendada.

Qualification of Crypto-assets and Disclosure of Information as an Investor Protection Measure in the MiCA Regulation

Abstract

The number of retail investors investing in crypto-assets has been growing over time, but for a long time, there was no comprehensive pan-European regulatory framework for crypto-assets. This meant that many traditional financial law investor protection measures did not apply to crypto-assets, even though the risks associated with crypto-asset investments are similar.

Due to the lack of regulation, retail investors based their investment decisions on misleading advertisements and incorrect information, without realising the possible risks of investments in crypto-assets. The need for accurate and clear information for effective investor protection has already been proven with other, more traditional asset classes. The availability of sufficient information prior to making investments into crypto-assets is even more crucial considering the complex nature of crypto-assets. Due to the absence of EU regulation, retail investors in crypto-assets lacked the proper legal safeguards.

On May 31 2023, the European Parliament and the Council adopted Regulation (EU) 2023/1114 on markets in crypto-assets (hereinafter the MiCA regulation). The MiCA regulation is the first comprehensive pan-European legal framework for crypto-assets.

Considering the different interests that needed to be balanced in the regulation, the aim of this master's thesis is to assess the investor protection measures in the MiCA regulation with the following research questions:

- Are all the previously unregulated crypto-assets that retail investors purchase as investments in the scope of the MiCA regulation?
- Are the obligations related to the disclosure of information stemming from the MiCA regulation effective in providing investor protection?

In order to find the answers to the research questions, a qualitative method was used in the thesis. European Union and Estonian legislative acts and supervisory authority guidelines were

mainly used in the analysis, as well as legal literature and websites that examine the practical situations of the problems.

In order to assess the sufficiency of investor protection measures, it is necessary to first analyse whether the regulation adequately covers the various types of crypto-assets. The analysis in the thesis concludes that the MiCA regulation defines its scope broadly enough to cover all crypto-assets in which retail investors typically invest in. NFTs are explicitly excluded from the regulation as they are generally not acquired for financial purposes, which from an investor protection perspective, is acceptable. However, special attention must be given to cases where fractional NFT-s are acquired as investments, potentially requiring regulatory coverage.

While the MiCA regulation successfully covers all types of crypto-assets that previously did not fall under any regulation with its very broad definitions, it does not solve the problem of defining which specific regulatory framework is correct in all cases. The main problem is the classification of crypto-assets as financial instruments under MiFID II, as the definition of financial instruments varies between member states, leaving room for legal fragmentation. This problem is not new, as some crypto-assets were defined as financial instruments and therefore fell under MiFID II even prior to the adoption of MiCA regulation, but as financial instruments are explicitly not in scope of the MiCA regulation, it is important that the differentiation would be clear as the different regulations offer different levels of investor protection. This could mean that more precise regulation is needed in the future if practical classification issues become more frequent.

Investor protection under the MiCA regulation also depends on the specific subtype of crypto-asset. The MiCA regulation distinguishes between utility tokens, asset-referenced tokens, and e-money tokens. The use of different subtypes reflects the many different structures of crypto-assets and helps tailor regulatory requirements to the specific risks associated with each type. However, the regulation is not clear in the correct approach when the structure of a crypto-asset changes over time, making the original classification inaccurate.

Overall, the MiCA regulation resolves the previous problem of fragmentation by creating a unified definition of crypto-assets and bringing all the different types of crypto-assets that retail investors purchase as investments, but were previously unregulated, under the regulation.

However, the distinction of which specific regulatory framework applies to each crypto-asset is not always clear and may therefore need further clarification in the future.

When analysing the second research question, the effectiveness of the obligations related to the disclosure of information stemming from the MiCA Regulation in providing investor protection, it was determined that the information given to investors is critical for enabling informed decisions. Before the MiCA regulation, significant differences existed between the information disclosed for financial instruments and for crypto-assets, which sometimes resulted in investments not matching the investors' risk profiles as the lack of information provided about crypto-assets might have made them seem safer when compared to the extensive information about risks that were presented with financial instruments. The MiCA regulation establishes multiple different obligations related to the disclosure of information, however the effectiveness of such measures vary.

The MiCA regulation requires the preparation of a white paper for crypto-asset offers, which includes detailed information about the crypto-asset. Prior to the regulation, white papers often included misleading statements, but the MiCA regulation aims to solve this by regulating its content. The regulation also requires issuers to update the information in the white paper when needed, thus supporting investor protection. However, there is a practical concern about the complex language used in white papers, since the white papers are created with the supervisory authorities in mind as opposed to the retail investors to whom they should actually be made for. This may hinder retail investors' understanding of it. A similar problem has already been seen with traditional financial instruments and it is likely the same problem will arise with white papers. Although the MiCA regulation requires a concise summary within the white paper to address this problem, it does not completely solve it.

A shortcoming from an investor protection standpoint is the fact that white papers are not always subject to pre-approval by supervisory authorities before publication. While the existence of a public registry maintained by ESMA offers some transparency, the absence of the requirement of prior approval may mean that there is less certainty about the quality of the information provided. This approach reflects a compromise between investor protection and minimizing the regulatory burden on issuers and offerors.

The MiCA regulation establishes liability rules for the accuracy of information contained in white papers, introducing a new approach in the EU financial law. However, the burden of proof in the event of a dispute rests heavily on the investors, which may complicate the practical enforcement of their rights.

In most cases, the offerors and crypto-asset service providers need to be a legal entity. This means that decentralized issuers are no longer allowed, which is a departure from earlier practices in the crypto sector. The requirement enhances the ability of supervisory authorities to ensure proper supervision and strengthen investors' chances of enforcing their rights.

Marketing rules for crypto-assets also play a crucial role in investor protection, given the influence of advertisements on investment decisions. Previously, advertisements were overly positive and failed to disclose risks. The MiCA regulation addresses this by imposing clear requirements for clear and accurate information in marketing materials, including certain mandatory warnings. However, it does not mandate specific warnings about crypto-assets' high volatility, which is a significant risk in practice.

The scope of advertising requirements in the MiCA regulation is generally clear, including advertisements published via social media. However, unlike for financial instruments, the obligations of clear and not mis-leading information apply only to advertisements and not to all communications by crypto-asset providers, leaving a potential loophole. For example, the regulation is not clear in the obligation for crypto-asset issuers and service providers to provide accurate and not-misleading information on their website.

In addition to advertisements, retail investors may also be influenced by people not related to the issuers or service providers of crypto-assets (hereinafter third parties), for example on social media. The advertisement requirements do not extend to those persons. While market manipulation is addressed in the MiCA regulation, there is no clear regulation of investment recommendations made by third parties, unless they knowingly provide false information or do it with the intention of market manipulation. This means that over-optimistic and inaccurate information about the future value of crypto-assets may still be presented to retail investors, which may influence their investment decisions and lead them to make an unsuitable investment.

In conclusion, the MiCA regulation is a big improvement in investor protection. The scope of the regulation covers the previously unregulated crypto-assets that retail investors invest in. The regulation also sets specific obligations in regard to the disclosure of information, which helps investors make more accurate investment decisions as they are more informed. However, the measures taken in the regulation do not solve all problems exhaustively, which means that the regulation may need to be supplemented in the future.

Kasutatud allikad

Kirjandus

1. Avgouleas, E., Marjosola, H. Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance ECFR Special Volume 5. Berlin/Boston: Walter de Gruyter GmbH, 2022.
2. Binance Academy. What Is a Cryptocurrency Whitepaper? Published Oct 31, 2022, updated June 16, 2023 – <https://academy.binance.com/en/articles/what-is-a-cryptocurrency-whitepaper> (23.02.2025).
3. Binance Square. 5 Scam Coins in Crypto History: What Happened and How They Were Detected. 19.01.2025.— <https://www.binance.com/en/square/post/19125977372114> (10.03.2025).
4. Breszkovics, B. NFTs under the Framework of Mica. — Regional Law Review, 2024.
5. Burirov, V. Regulation of Crypto Tokens and Initial Coin Offerings in the EU. De lege lata and de lege ferenda. — European Journal of Comparative Law and Governance, 6, 2019.
6. Cichon, S. All That Glitters Is Not Gold: The Regulation of Stablecoins under the MiCA Regulation - Between Innovation and Risk Mitigation. — Cambridge Law Review, vol. 9, no. 1, Spring 2024.
7. Daudrikh, Y. The Legal Status of Crypto-Asset Issuers in the Light of the Proposed MICA Regulation. — Legal Issues in the Digital Age, vol. 3, no. 2, 2022.
8. Euroopa Komisjon. Ettepanek: Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus, mis käsitleb krüptovaraturge ja millega muudetakse direktiivi (EL) 2019/1937. 24.09.2020. — <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020PC0593> (16.01.2025).
9. European Securities and Markets Authority. Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 9 January 2019. — https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf (30.01.2025).
10. European Securities and Markets Authority. Economic and Monetary Affairs Committee European Parliament. 08.04.2025. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-04/ESMA50-43599798-27866_Natasha_Cazenave_s_opening_statement_at_ECON_hearing_on_crypto-assets_and_financial_stability__8_April_2025.pdf (19.04.2025).
11. European Securities and Markets Authority, European Banking Authority, European Insurance and Occupational Pensions Authority. EU financial regulators warn consumers

- on the risks of crypto-assets. 2022. — https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esa_2022_15_joint_esas_warning_on_crypto-assets.pdf (12.04.2025).
12. European Securities and Markets Authority. Final Report: Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments, 17 December 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 (12.02.2025).
13. European Securities Market Authority. Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA). Interim MiCA Register — <https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/digital-finance-and-innovation/markets-crypto-assets-regulation-mica#InterimMiCARegister> (21.03.2025).
14. European Securities and Markets Authority. Warning. For people posting Investment Recommendation on social media, 6 February 2024. — https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-02/ESMA74-1103241886-912_Warnings_on_Social_Media_and_Investment_Recommendations.pdf (16.03.2025).
15. Ferreira, A., Sandner, P. Eu search for regulatory answers to crypto assets and their place in the financial markets 'infrastructure. — *Computer Law & Security Review* 43 (2021).
16. Finantsinspektsioon. NFT, 15.09.2022. — <https://www.fi.ee/et/finantsinspektsioon/innovatsioonikeskus/nft> (07.02.2025).
17. Finantsinspektsioon. Teave krüptovara emitentidele valge raamatu kohta, 17.03.2025. — <https://fi.ee/et/investeerimine/investeerimisvaldkonna-tegevuslubade-taotlemine/teave-krüptovara-emitentidele-valge-raamatu-kohta> (01.04.2025).
18. Finantsinspektsioon. Virtuaalraha (ICO), 29.03.2022. — <https://www.fi.ee/et/finantsinspektsioon/innovatsioonikeskus/virtuaalraha-ico#virtuaalraha> (23.02.2025).
19. Gans, J.S. Cryptic Regulation of Crypto-Tokens. — *Entrepreneurship and Innovation Policy and the Economy*, volume 3, 2024.
20. Gerretz, K. Investorkaitse tagamine kapitali kaasamisel *utility token*'ite avalikul pakkumisel. Magistritöö. Juhendaja Gerd Laub. Tallinn: Tartu Ülikool 2019. — <https://dspace.ut.ee/server/api/core/bitstreams/12943027-d6b4-4bb5-8498-5c47faf25c1e/content> (12.01.2025).

21. Gikay, A.A. European Consumer Law and Blockchain based Financial Services: A Functional Approach against the Rhetoric of Regulatory Uncertainty. — *Tilburg Law Review*, 24 (1), 2019.
22. HM Treasury, Financial Conduct Authority, Bank of England. Cryptoassets Taskforce: final report, October 2018. — https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5bd6d6f0e5274a6e11247059/cryptoassets_taskforce_final_report_final_web.pdf (25.01.2025).
23. Hobza, M. Crypto-asset services under the draft MiCA Regulation. — Skrabka, J., Gremlova, N. *Challenges of Law in Business and Finance*. Bucharest, Paris, Calgary: Adjuris, 2021.
24. Huang, R.H, Yang, D., Loo, F. F. Y. The Development and Regulation of Cryptoassets: Hong Kong Experiences and a Comparative Analysis. — *European Business Organization Law Review*, volume 21, issue 2, 2020.
25. Kraken. Crypto market volatility: What it is and how to navigate it, 21.10.2024. — <https://www.kraken.com/learn/crypto-market-volatility> (02.04.2025).
26. Lexology. Finfluencers: a regulatory comparative for Italy, France, and Spain. July 30 2024. — <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=83173b7c-acd9-4d79-8b8a-f9e0ce9039ad> (19.03.2025).
27. Lucchesi, M. Crypto-Assets: The Draft "MiCA" Regulation Aims for a New EU Regulation. — *International Business Law Journal*, vol. 2021, no. 2, 2021.
28. Nasdaq. Retail investors. — <https://www.nasdaq.com/glossary/r/retail-investors> (19.04.2025).
29. Patti, F. P. The European MiCA Regulation: a New Era for Initial Coin Offerings. — *Georgetown Journal of International Law*, vol. 55, no. 3, Spring 2024.
30. Saluste, K. *Token'ite kvalifitseerimine Eesti õiguse alusel ning kehtiva õiguse sobivus ICO-de reguleerimisel*. Magistritöö. Juhendaja Villu Kõve. Tartu: Tartu Ülikool 2018. — <https://dspace.ut.ee/server/api/core/bitstreams/06852d1a-b995-4937-85c4-371a7377e3e9/content> (12.01.2025).
31. Tjio, H., Hu, Y. Collective Investment: Land, Crypto and Coin Schemes: Regulatory 'Property' — *European Business Organization Law Review*, volume 21, issue 1, 2020.
32. Viikoja, S. *Krüptoraha platvormi kasutaja õiguste kaitse*. Magistritöö. Juhendaja Gerd Laub. Tallinn: Tartu Ülikool 2019. — <https://dspace.ut.ee/server/api/core/bitstreams/b4fb14db-ec91-4a97-8f96-a5be27a80382/content> (12.01.2025).

33. Vilderson, K. A. Token'i õiguslik kvalifikatsioon MiFID II direktiivi väärtpaperiks ning plokiahela tehnoloogia kasutamise võimalikkus väärtpaperiarveldussüsteemides. Juhendajad Reimo Hammerberg ja Piia Kalamees. Tallinn: Tartu Ülikool 2020. — <https://dspace.ut.ee/server/api/core/bitstreams/7bf9f4cd-0b73-4c21-89b6-b563d1e593f6/content> (12.01.2025).

Õigusaktid

34. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2009/110/EÜ, 16. september 2009, mis käsitleb e-raha asutuste asutamist ja tegevust ning usaldatavusnormatiivide täitmise järelevalvet ning millega muudetakse direktiive 2005/60/EÜ ja 2006/48/EÜ ning tunnistatakse kehtetuks direktiiv 2000/46/EÜ. — OJ L 267, lk 7-17.
35. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL. — OJ L 173, lk 349-496.
36. Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) 2017/1129, 14. juuni 2017, mis käsitleb väärtpaperite avalikul pakkumisel või reguleeritud turul kauplemisele võtmisel avaldatavat prospekti ning millega tunnistatakse kehtetuks direktiiv 2003/71/EÜ — OJ L 168, lk 12-82.
37. Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) 2022/858, 30. mai 2022, mis käsitleb hajusraamatu tehnoloogial põhinevate turutaristute katsekorda ning millega muudetakse määrusi (EL) nr 600/2014 ja (EL) nr 909/2014 ning direktiivi 2014/65/EL. — OJ L 151, lk 1-33.
38. Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) 2023/1114, 31. mai 2023, mis käsitleb krüptovaraturge ning millega muudetakse määrusi (EL) nr 1093/2010 ja (EL) nr 1095/2010 ning direktiive 2013/36/EL ja (EL) 2019/1937. — ELT L 150, lk 40-205.
39. Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16 aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvitus 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. – OJ L 173, lk 1–61.
40. Komisjoni delegeeritud määrus (EL) 2017/565, 25. aprill 2016, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2014/65/EL seoses investeerimisühingute suhtes kohaldatavate organisatsiooniliste nõuete ja tegutsemistingimustega ning nimetatud direktiivi jaoks määratletud mõistetega. — OJ L 87, lk 1-83.

41. Krüptovaraturu seadus. — RT I, 21.06.2024, 3.
42. Rahapesu ja terrorismi rahastamise tõkestamise seadus. — RT I, 21.06.2024, 51.
43. Rahapesu ja terrorismi rahastamise tõkestamise seadus. — RT I, 21.06.2024, 52.
44. Reklaamiseadus. – RT I, 20.11.2024, 5.
45. Väärtpaberituru seadus. — RT I, 07.01.2025, 4.