Finantsinspektsioon

MÄRGUKIRI 11.11.2026 nr 4.11-3.2/7883

Kaubeldav väärtpaber

Finantsinspektsioon selgitab, et kaubeldavaks väärtpaberiks väärtpaberituru seaduse tähenduses võib olla varaline õigus või kohustus või leping, mille sisu on omane tavapärasele kapitaliturutehingule ja mis on oma olemuselt kapitaliturul üleantav ning standardiseeritud. Nende tunnuste hindamisel tuleb võtta arvesse tehingu ärilist konteksti, osalevate isikute eesmärki ja tehingu sisu. Oluline on pidada silmas õigusaktide eesmärki investorite ja turu usaldusväärse toimimise kaitsel.

TAUST JA EESMÄRK

Väärtpaberi mõiste avamine ja selle selgus on oluline erinevate kapitali kaasamise tehingute (nt väärtpaberite pakkumine, ühisrahastusplatvormi korraldamine) ja investeerimisteenuste määratlemise kontekstis. Väärtpaberituru seadus (VPTS), Euroopa Liidu (EL) prospektimäärus[1] (PR) ja EL ühisrahastusteenuse osutajate määrus[2] (ECSPR) kehtestavad tehingutele ja teenustele seoses väärtpaberitega mitmeid nõudeid, mille eesmärgiks on muuhulgas:

- turul osalevate investorite kaitse;
- turu ausa ja korrapärase toimimise tagamine;
- usalduse loomine ja hoidmine turu toimimise suhtes, et investorid investeeriksid ja ettevõtjad saaksid vajalikku rahastust ning investeeringute hind turul kujuneks efektiivselt.

Kui õigusaktidest tulenevaid nõudeid ei järgita või kirjeldatud eesmärke ei saavutata, siis kahjustab see investorite usaldust kapitaliturgude suhtes ning inimeste raha ei jõua tõhusalt ettevõtjateni, kes seda raha vajavad ning investoritel jääb teenimata investeerimisega seotud tulu.

Kapitaliturutehingute sisuks on raha ja väärtpaberite liikumine. Märgukirja eesmärk on selgitada lahti kaubeldava väärtpaberi tunnused. Väärtpaberi mõiste on üldiselt avatud VPTS § 2 lõikes 1: „*Väärtpaber [VPTS] tähenduses, ka selle kohta dokumenti väljastamata, on järgmine vähemalt ühepoolse tahteavalduse alusel üleantav varaline õigus või kohustus või leping*: [...]“. Viidatud normi järgnevates punktides on aktsia, võlakirja, märkimisõiguse ja väärtpaberi hoidmistunnistuse või

[1] Euroopa Parlamendi ja Nõukogu 14. juuni 2017 määrus (EL) 2017/1129, mis käsitleb väärtpaberite avalikul pakkumisel või reguleeritud turul kauplemisele võtmisel avaldatavat prospekti ning millega tunnistatakse kehtetuks direktiiv 2003/71/EÜ. Kättesaadav: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02017R1129-20260605 (31.10.2026).
[2] Euroopa Parlamendi ja Nõukogu 7. oktoobri 2020 määrus (EL) 2020/1503, mis käsitleb ettevõtjatele Euroopa ühisrahastusteenuse osutajaid ning millega muudetakse määrust (EL) 2017/1129 ja direktiivi (EL) 2019/1937. Kättesaadav: https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2020/1503/oj/eng (31.10.2026).

Sakala 4, Tallinn
15030 Eesti / Estonia
T: +372 668 0500
E: info@fi.ee
www.fi.ee

nendele sarnaste õiguste puhul märgitud oluliseks tunnuseks ka „kaubeldavus“.[3,4,5]

Kaubeldava väärtpaberi mõiste on olnud kasutusel VPTS-is juba selle esimeses redaktsioonis, mis hakkas kehtima 1. juunist 2002.[6] Alates sellest ajast on kaubeldava väärtpaberi mõistet mitmel korral selgitatud nii Euroopa Komisjoni, Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve Asutuse (ESMA) kui ka Euroopa Kohtu poolt. Aja jooksul on toimunud nii tehnoloogilised kui äriliste lahenduste muutused kapitaliturgudel (nt hajusraamatu tehnoloogial põhinevad lahendused ja instrumendid, rahastusplatvormid jm), mis on ajendanud neid selgitusi andma.

Finantsinspektsiooni eesmärk on esitada siin märgukirjas kokkuvõtvalt erinevate asutuste antud olulisemad selgitused ja anda ka finantsjärelevalve vaade teatud aspektides.

Finantsinspektsioon palus siinväljendatud selgitustele tagasisidet Eesti Pangaliidult, FinanceEstonialt ja Eesti Advokatuuri Finantsõiguse komisjonilt. Oma arvamust ja tänuväärseid kommentaare esitasid Eesti Advokatuuri Finantsõiguse komisjon ja üks Eesti ettevõtja.[7]

KAUBELDAVA VÄÄRTPABERI TUNNUSED

Arvestades VPTS ja teiste kapitaliturgu reguleeritavate õigusaktide kaitse-eesmärki, tuleb kaubeldava väärtpaberi hindamisel võtta esmalt arvesse ärilise ja õigusliku suhte sisu ja konteksti tervikuna[8], sh tegevuse eesmärki, konteksti ja pakutava instrumendi olemust, samuti kasutatavat terminoloogiat, mis võib osundada ettevõtja tegevuse eesmärgile ning jätta ka keskmisele tarbijale või investorile mulje, et tegemist on väärtpaberiga või reguleeritud finantsteenuse osutamisega. ESMA on ka rõhutanud, et vältima peaks selliseid kunstlikke või vormilisi konstruktsioone, mille eesmärk või tagajärg on kehtivate nõuete sisuline vältimine või regulatiivse arbitraaži võimaluste loomine.[9]

Kaubeldava väärtpaberi kujunemise/tekkimise majanduslikku konteksti iseloomustavad üldiselt järgmised tunnused:

A. üks isik (kapitali kaasaja)
B. pakub investeerimise võimalust/kaasab endale kapitali (ta otsib ja saab raha)
C. teistelt/paljudelt isikutelt (ta pöördub kapitalituru poole) ja
D. ta teeb seda õigusliku lahenduse [leping/õigus/kohustus][10] kaudu, mis on:
    1. kapitaliturul üleantav ja
    2. standardiseeritud.

---

[3] Sõna „kaubeldav“ osundab eesti keeles millegagi kauplemisele ja väärtpaberi mõiste kontekstis võib anda mõista, et väärtpaber peab kindlasti olema mõnes kauplemiskohas (VPTS § 3 tähenduses) kauplemisel või seal kaubeldav. Selle mõiste puhul tuleb võtta arvesse Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiivi 2014/65/EL (MiFID II) artikli 4 lõike 1 punkti 44, mis kasutab direktiivi ametlikus eestikeelses tõlkes väljendit „vabalt võõrandatav väärtpaber“ (ingl.k *transferable*). Samuti kasutab sama normi edasine sõnastus eestikeelses tõlkes „kapitaliturul kaubeldav“ (ingl.k *negotiable on the capital market*). Oluline on panna tähele, et mõeldud on võõrandatavust ja üleantavust kui tunnust ning mitte ilmtingimata turul kauplemist.

[4] Selle märgukirja kontekstis jäetakse kõrvale näiteks eurofondidega seotud regulatsiooni, mis samuti avab „vabalt võõrandatava väärtpaberi“ mõistet (täpsemalt Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2009/65/EÜ artikli 2 lõike 1 punkt n). Samuti jäetakse kõrvale Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määrus (EL) nr 909/2014.

[5] Kaubeldavuse tunnust ei tohi ajada segamini tunnusega „vabalt kaubeldav“ (ingl.k. *freely negotiable*), mis on eeltingimuseks, et väärtpaberit saaks võtta kauplemisele reguleeritud turul (tunnused on avatud eraldi Euroopa Komisjoni määruses nr 2017/568). Mõistele viidatakse VPTS §-s 132[5] (MiFID II artikli 51 lõige 1). MiFID II eristab väärtpaberi tunnusena vabalt kaubeldavust ja kaubeldavust sõltuvalt turust, kus väärtpaberi üleantavus saab toimuda (esimesel juhul kauplemiskoht, teisel juhul kapitaliturg laiemalt).

[6] VPTS sõnastus lähtus omakorda Euroopa Nõukogu 10. mai 1993 direktiivist 93/22/EMÜ.

[7] Esitatud arvamusi ja kommentaare on teatud osas arvestatud märgukirja avaldatud versioonis ning üldiselt vastatud märgukirja lisas.

[8] Seda on rõhutanud ka ESMA erinevates olukordades. Vt nt ESMA Q&A (ESMA_QA_2502) *Assessment of the entity to be considered as the project owner*, 03.04.2025, mille kohaselt tuleb *project owner*'i määratlemisel lähtuda projekti majanduslikust ja ärilisest tegelikkusest, mitte kunstlikest konstruktsioonidest.

[9] Vt ESMA Q&A (ESMA35-42-1088) vastus 1.4, 25.02.2021, kus ESMA seob SPV (*special purpose vehicle*) kasutamise lubatavuse otseselt regulatiivse arbitraaži vältimise eesmärgiga ning käsitab SPV kasutamist põhjendatuna ainult mittelikviidse või jagamatu alusvara korral.

[10] Väärtpaber võib väljendada varalist õigust, kohustust või lepingut. Tavapäraselt võtab üks pool lepinguga omale kohustuse midagi teha ja teine pool omandab vastavad nõudeõigused teise poole suhtes. Leping võib koosneda erinevatest õigustest ja kohustustest, millest mitte kõik pole varalised. Väärtpaberi olemuslikuks tunnuseks ei pruugi olla leping tervikuna, vaid selle osaks olev varaline õigus või ka kohustus. Varaline õigus on üldjuhul rahaliselt hinnatav õigus, mille teostamise kaudu on võimalik omandada teatav varaline hüve (hüve, mille omandamine toob kaasa õigustatud isiku vara suurenemise) või sellist varalist hüve omada. Vt selle kohta lähemalt järgmisi allikaid: võlaõigusseaduse (VÕS) I Kommenteeritud väljaanne, § 8, punkt 4.1, § 164, punkt 4.2.1 (d) ja § 174, punkt 3, asjaõigusseaduse II Kommenteeritud väljaanne, § 314, punkt 3.4.2, ja VÕS IV Kommenteeritud väljaandes, § 917, punkt 3.1.

Alljärgnevalt on toodud kokku ja antud selgitused seoses punktidega D1 ja D2 ning esimese osas on kirjutatud lahti nii üleantavuse kui kapitalituru tunnused. Konkreetse lepingu, varalise õiguse või kohustuse määratlemisel tuleb hinnata instrumenti tervikuna. Ükski tunnus ei pruugi üksi olla otsustav, kuid tunnuste koosmõju võib viidata sellele, et instrument on väärtpaber. Samuti, väärtpaberina käsitamisel ei ole määravaks üksnes tehingu nimetus või vorm, vaid investorile üleantava varalise positsiooni tegelik sisu ja toimimine.

1. Üleantavus

Kaubeldavust tuleb mõista kui instrumendi üleüldist omadust olla üleantav. See tähendab, et instrumenti on tehniliselt võimalik üle anda. ESMA on 17. detsembri 2024 *Suunistes tingimuste ja kriteeriumide kohta, mille kohaselt krüptovara kvalifitseerub finantsinstrumendiks*[11] (edaspidi *Krüptojuhis*) toonud välja, et juba abstraktne võimalus, et [lepingut/õigust/kohustust] saab üle anda või sellega kaubelda, on piisav, et täita üleantavuse tunnus.[12] Samuti on ESMA rõhutanud, et piirangud õiguse üleantavusele peavad olema olemuslikud (ingl.k. *inherent*).[13]

Väärtpaberi üleantavus on tunnus, mille sisustamine sõltub muuhulgas kohalduva eraõiguse normidest (määratledes olemuslikud piirangud üleantavusele). Nii võivad aktsiate ja samaväärsete äriühingus osalust väljendavate instrumentide (ingl.k. *equity instruments*) üleantavuse piirangud olla sätestatud vastava riigi ühinguõiguses. Samuti võivad krediidinõuete (ingl.k. *debt instruments*) üleantavuse tingimused olla imperatiivselt sätestatud konkreetse riigi võlaõiguse normides.[14]

Euroopa Kohus on selgitanud, et aktsia üleantavus peaks olema võimatu või äärmiselt keeruline, et see poleks väärtpaber ja [PR] ei kohalduks.[15] Asjaolu, et ettevõtja ise ei loo keskkonda, kus oleks võimalik väärtpaberit üle anda, ei tähenda, et selline üleantavus oleks võimatu või äärmiselt keeruline. Spetsiifilised, ajutised või kokkuleppelised piirangud instrumendi võõrandamisele ei pruugi selle üleantavust välistada ja väärtpaber (nt varalise õiguse näol) võib olla kehtivalt üleantav isegi juhul, kui emitent on seda lepinguliselt proovinud välistada. ESMA on Krüptojuhises[16] kirjeldanud erinevaid piiranguid, mida praktikas võidakse kasutada, kuid samas rõhutanud, et iga juhtumit tuleb hinnata eraldiseisvalt ning lähtekohaks on ikkagi lähenemine, et juba asjaolu, et õigust on võimalik üle anda (kaubelda) on piisav määratlemaks üleantavust.

2. Kapitaliturg

Väärtpaberi üleantavuse peab asetama just kapitaliturgude konteksti. Samuti tuleb kapitaliturgudel üleantavuse tunnust mõista laialt.[17]

Kapitaliturud laiemalt pakuvad ettevõtjatele võimaluse kaasata oma äritegevuseks kapitali ning investoritele võimaluse paigutada oma raha konkreetsetesse ettevõtmistesse investeerimise eesmärgil.[18] Kapitaliturge iseloomustab ka see, et kapitali kaasatakse ja investeeritakse pikaajaliste eesmärkide täitmiseks (vrdl rahaturgudega või ka hoiuste või muude vahetult tagasimakstavate vahenditega). Eristada saab esmast ja järelturgu ehk kapitali kaasamise etappi (tehing emitendi ja investori vahel) ja väärtpaberitega kauplemise etappi (tehingud investorite vahel, aga ka emitendi poolt teatud juhtudel).

---

[11] Kättesaadav: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-03/ESMA75453128700-1323_Guidelines_on_the_conditions_and_criteria_for_the_qualification_of_CAs_as_FIs_ET.pdf
[12] Krüptojuhis, punkt 29.
[13] Krüptojuhis, punkt 28.
[14] Eesti õiguse kontekstis on oluline pidada silmas vastavaid norme äriseadustikus (ÄS), VÕS-is, tsiviilseadustiku üldosa seaduses.
[15] Viitame Euroopa Kohtu 09.01.2025. a otsuses nr C-627/23 asjas *Commune de Schaerbeek and Commune de Linkebeek* välja toodud tunnustele. Kättesaadav: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:62023CJ0627.
[16] Krüptojuhis, punktid 30-31.
[17] Vt Euroopa Komisjoni selgitusi Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2004/39/EL (MiFID I) sama mõiste osas (lk 40) - https://finance.ec.europa.eu/document/download/b67585c1-9130-4512-b65e-af9c71b210d1_en?filename=mifid-2004-0039-commission-questions-answers_en.pdf, ESMA selgitusi Prospektimääruse osas (Q 903) - https://www.esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/903, Euroopa Kohtu otsust asjas C-627/23 - https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A62023CJ0627.
[18] Blair, M; Walker, G. Financial Markets and Exchanges Law. OUP 2007, lk 15.

Järelturg võib olla korraldatud või võib kujuneda investorite vahel ka korraldamata kujul. Regulatiivse eesmärgi seisukohalt on oluline panna tähele, et mõiste „kapitaliturg“ on tõlgendatav laialt ning see ei hõlma ainult kauplemiskohtasid VPTS tähenduses. Väärtpaberi mõiste sisustamisel ei ole määrav see, kas emitent on loonud järelturu või kauplemisplatvormi. Samas on oluline, et väärtpaberitega oleks vähemalt teoreetiliselt võimalik kapitaliturul kaubelda (s.o üleandmine pole takistatud ja instrument on standardiseeritud). Kapitalituru mõiste osutab võimalusele, et väärtpaberit saab üle anda, kuigi kauplemine korraldatud kujul ei pea otseselt toimuma.[19]

Euroopa Kohus on kohtuasjas nr C-627/23 *Commune de Schaerbeek ja Commune de Linkebeek*[20] toonud välja, et kauplemise all tuleb mõista ka väärtpaberi pakkumist emitendi poolt ja selle märkimist investori poolt ehk tehinguid n-ö esmasel turul.[21] Sellest tulenevalt võib kapitaliturg kujuneda ka emitendi ja investorite vahel, eriti kui selline suhtlus toimub avalikult ehk emitent kõnetab raha kaasamise sooviga määratlemata isikuid, kellel on investeerimiseks vajalik kapital. See hõlmab ka olukorda, kus emitent pakub ise kas osaliselt või täielikult varaliste õiguste lunastamist, tagasiostu vms tehingut (sh olukorrad, kus emitent pakub n-ö likviidsust tehingutega, mille pooleks on ta ise, kuid mida ta teeb ainult tingimusel, et ta teeb samaaegselt vastassuunalise tehingu kolmanda isikuga, n-ö *back-to-back* tehingud erinevate isikute vastu).

Seega on kapitaliturg keskkond (füüsiline, elektrooniline), kus väärtpaber on üleantav ning täidetud saavad kapitalituru põhifunktsioonid – ettevõtja pakub investeerimise võimalust mitmetele isikutele (kaasab turult raha) ning investorid saavad selle kinnituseks väärtpaberi, mis on kapitaliturul üleantav.

3. Standardiseeritus

Kapitaliturgudele on iseloomulik, et ettevõtja kaasab kapitali erinevatelt isikutelt samadel tingimustel. See lihtsustab tehingu käiku (tingimusi pole vaja igaühega läbi rääkida), kohustuste täitmist (samad kohustused ja tegevused kõikide investorite suhtes), instrumentide üleantavust (tingimused on kõikide jaoks samad) ja instrumendi hinna kujunemist (varaline väärtus on võrreldav).

ESMA on toonud välja kaks tunnust, mis iseloomustavad n-ö standardiseeritust:[22]

a) õigus on emiteeritud ühe ja sama isiku poolt;
b) investoritele antakse samad õigused.

Kui üks isik annab välja väärtpabereid, mis annavad investoritele samad õigused enda suhtes, siis võib lugeda, et need moodustavad sama liigi. Üks emitent võib lasta välja väärtpabereid, mis hõlmavad erinevaid õigusi, ning sellisel juhul moodustavad sellised väärtpaberid üksteise suhtes eraldiseisvad liigid (nt erinevad liiki aktsiad, erineva seeria võlakirjad). Väärtpaberid on kindlasti standardiseeritud, kui neil esinevad teatud ühised tunnused selliselt, et need väärtpaberid on omavahel asendatavad/vahetatavad. Standardiseeritusest eristuvad selgelt unikaalsete tunnustega instrumendid ja konkreetse vastaspoole suhtes eraldi läbiräägitud tingimustega lepingud.

Aktsiaseltsi aktsiate puhul tekib standardiseeritus läbi konkreetse aktsia liigi tunnuste (nt õigus dividendile, õigus hääletada) ning liigile vastava aktsia nominaalväärtuse või arvestusliku väärtuse kaudu. Osaühingu osade puhul võib standardiseerituse samuti luua läbi konkreetse osade liigi tunnuste ja osade arvestusliku väärtuste jaotuse (nt üks 400 eurole vastav osa on mõtteliselt jaotatav 400-ks 1-euroseks osaks, millest igaüks võib olla üleantav eeldades, et osa jagamiseks pole eraldiseisvat osanike otsust vaja (ÄS § 152 lõige 1).[23]

[19] Kapitaliturut laia tähendust on Euroopa Komisjon selgitanud juba MiFID I kontekstis. Samuti on ESMA lähtunud analoogsest lähenemisest Krüptojuhise punktis 29.
[20] Kättesaadav: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:62023CJ0627. Konkreetne osundus lahendi punktile 36.
[21] Kohus viitab ka Euroopa Kohtu lahendile nr C-441/12 asjas *Almer Beheer BV ja Daedalus Holding BV*, mille asjaolud viitasid olukorrale, kus tegemist polnud tavapärase kapitalituru tehinguga. Kättesaadav: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=ecli%3AECLI%3AEU%3AC%3A2014%3A2226
[22] Krüptojuhis, punkt 18.
[23] Osaühingu puhul tuleb pidada silmas ÄS § 148 lõikes 6 sätestatud keeldu, et osa kohta ei või välja anda väärtpaberit. Märgukirjas väljendatud seisukoht standardiseerituse osas lähtub ennekõike VPTS normidest ja nende eesmärgist ning märgukirja eesmärgiks pole avada viidatud ÄS normi eraõiguslikku sisu ega eesmärki.

Laenusuhte põhitunnusteks on, et võlausaldaja annab võlgnikule laenu kindla rahasumma ulatuses, võlgnik kohustub sama rahasumma tagastama, rahasumma tuleb maksta tagasi teatud tähtajaks ning rahasumma kasutamise eest tuleb maksta võlausaldajale tasu (intress). Täiendavalt võib krediidileping sisaldada muid olulisi tingimusi, nt tagatis, laenusaaja kinnitused ja kohustused, rikkumisjuhtumite loetelu jms. Sõltuvalt läbirääkimistest poolte vahel jõuavad pooled nendes tingimustes kokkuleppele ja üldjuhul võib eeldada, et läbiräägitavad tehingud viivad tingimusteni, mis on igas lepingus erinevad.

Kui aga ettevõtja kaasab kapitali paljudelt erinevatelt isikult täpselt samasisuliste laenulepingute alusel, sh on investorite jaoks samad intress ja laenu lõpptähtaeg ning erinev on ainult igalt investorilt laenatav summa, siis võib tegemist olla võlakirja(de)ga või muus vormis väärtpaberistatud võlaga (vt MiFID II artikkel 4 lõige 1 punkti 44 alapunkt b). Seda eriti olukorras, kus tehingul on ka üldiselt tavapärase kapitaliturutehingu tunnused. Silmas tuleb pidada, kuidas ja kellele investeerimisvõimalust pakutakse, kas tehingu tegemisel peetakse laenusaaja ja -andja(te) vahel sisulisi läbirääkimisi ja investoritel on sisuline võimalus saada omale individuaalseid tingimusi (nt erinev intressimäär või lõpptähtaeg või tagatis vms), kui automaatne on tehingu(te) tegemise protsess, millises ulatuses on investorite ühetaolised/ standardiseeritud (lepingust tulenevad) varalised õigused teostatavad eraldiseisvalt mittevaralistest (kujundus-) õigustest, kuivõrd on ka selliste mittevaraliste õiguste teostamine ühtlustatud/ standardiseeritud investorite jaoks jms tunnused, mis võivad mõjutada investoritele kuuluvate õiguste ühetaolisust.

Seega võib ka nõue kui varaline õigus olla käsitatav väärtpaberina, kui see ei toimi enam üksiku, individuaalselt läbi räägitud võlasuhtena, vaid on struktureeritud ja pakutud kapitaliturul investoritele standardiseeritud tingimustel ning on võimeline olema üleantav, ning sellest tulenevad õigused on teostatavad, sarnaselt tüüpilise vabalt võõrandatava väärtpaberiga. Nii võib laenu põhiosa jaotada nt 1-eurosteks nõueteks, need eraldiseisvalt loovutada kolmandatele isikutele ning nende varaliste õiguste teostamine saab toimuda emitendi suhtes ühetaoliselt. Selliselt on iga kirjeldatud nõue üksteisega rahaliselt võrreldav, standardiseeritud ja üleantav ning emitendi suhtes ühetaoliselt maksma pandav. [24]

Tavapärane individuaalselt läbi räägitud laenuleping ei ole väärtpaber üksnes seetõttu, et sellest tuleneb rahaline nõudeõigus.[25] Samuti ei teki üldjuhul väärtpaberit näiteks mitmete institutsionaalsete krediidiandjate antavate sündikaatlaenude puhul, isegi kui lepingust tulenevaid mitmetele isikutele kuuluvaid nõudeid võib samuti käsitada ühetaolistena. Sellised lepingud räägitakse üldjuhul eraldiseisvalt läbi sündikaadi esindaja poolt ning laenusaaja ei kõneta üldjuhul kapitaliturge ega investoreid kapitaliturul. Tehingu tegemine ning lepingu edasine käik, sh võimalik õiguste või lepingu osade käsutamine, toimib kapitaliturust erinevalt.[26]

KOKKUVÕTE

Kokkuvõtvalt tuleb eeltoodust välja, et väärtpaberi mõiste VPTS-i ja muude kapitaliturutehingutega seotud õigusaktides lähtub isikutevahelise majandusliku suhte sisust ja olemusest. Hinnata tuleb kapitaliturutehingute üldist konteksti ning tehingu ja väärtpaberi tunnuseid selles kontekstis. Siinkäsitletud üldised tunnused on üksnes analüüsi lähtepunktid. Oluline on hinnata, kas varaline õigus või kohustus või leping on oma olemuselt kapitaliturul üleantav ja standardiseeritud.

Märgukiri ei loo uusi õigusnorme ega asenda õigusaktidest tulenevaid nõudeid, vaid selgitab ja võtab kokku erinevad tõlgendused ning selgitused kaubeldava väärtpaberi mõiste ja tunnuste osas. Kui isikul puuduvad õigusalased teadmised või tekib kahtlus oma tegevuse hindamisel, tuleb vajadusel kaasata vastava ala asjatundja.

[24] See läheb kokku ESMA seisukohaga Krüptojuhise punktides 25 ja 26.
[25] Samuti märgime selguse huvides, et väärtpaberiks ei saa lugeda igasugusest võlasuhtest tulenevat nõudeõigust, vaid hinnata tuleb kapitaliturutehingu konteksti. Ka muudest lepingulistest suhetest tulenevaid nõudeid on võimalik väärtpaberistada ja investoritele pakkuda, kuid need nõuded iseenesest ei moodusta üldjuhul väärtpaberit kapitalituru kontekstis.
[26] Seejuures ei saa siiski välistada, et teatud juhtudel võivad ka sündikaatlaenu lepingutest tulenevad nõuded olla väärtpaberistatud või käibida investorite seas kapitaliturule sarnaselt (nt korraldatuna mõne võlausaldaja poolt).

Tuletame siinkohal meelde ka peamised regulatiivsed nõuded ja ootused seoses väärtpaberite ja seotud teenustega:[27]

- Ettevõtja, kelle sooviks on kaasata kapitali kaubeldavate väärtpaberite kaudu peab pidama kinni kehtivatest õigusaktidest, s.o ennekõike nõuetest, mis kaasnevad investoritele teabe avaldamisega kas prospekti või teabedokumendi vormis. [28]
- Ettevõtja, kes annab selliste väärtpaberitega tehingute tegemise osas investeerimisnõu, teeb klientide eest investeerimisotsuseid, korraldab emitendile selliste väärtpaberite väljalaset, korraldab keskkonda, mis edendab väärtpaberite üleantavust vm investeerimisteenused, peab omama selleks investeerimisühingu tegevusluba (VPTS §-d 40 ja 48). Ärimudelit ega lepingulist raamistikku ei tohiks üles ehitada selliselt, mis püüab formaalse ülesehituse kaudu vältida loakohustust, kui teenuse tegelik sisu on investeerimisteenuse osutamine.
- Ettevõtja, kes osutab ECSPR-i artikli 2 lõike 1 punktis a määratletud ühisrahastusteenust ning kelle tegevus kuulub määruse kohaldamisalasse, peab omama ühisrahastusteenuse osutaja tegevusluba (ECSPR artikkel 3). Lähtuda tuleb projekti ja teenuse tegelikust majanduslikust sisust ning vältida selliste üksuste või struktuuride kasutamist, mille seos rahastusprojektiga on kunstlik või ebapiisav või mille eesmärk on luua regulatiivse arbitraaži võimalusi.

Kui ettevõtja kaldub nendest nõuetest kõrvale, siis pole tagatud õigusaktides esitatud nõuete kaitse-eesmärgid ning investorite usaldus turgude ja investeerimise suhtes võib saada kannatada.

Lugupidamisega

/allkirjastatud digitaalselt/

Kerstin Pilt
juhatuse esimees

[27] Järgnevate punktide puhul tuleb pidada silmas, et õigusaktid näevad ette mitmeid erandid, millele ettevõtja saab loomulikult tugineda (nt VPTS § 47 sätestatud erandid investeerimisteenuste puhul).
[28] Kui kapitali kaasamine toimub hoiuste või muude tagasimakstavate vahendite kaudu, peab arvestama, et see on lubatud üksnes krediidiasutuse tegevusloa omajale.

LISA. Kommentaaride tabel

Alljärgnevas tabelis on esitatud üldised vastused peamistele kommentaaridele, mis esitati märgukirja algsele versioonile (kandes algselt memorandumi nimetust).

NR	Kommentaar	Meie vastus
1	Eesti õiguse üldpõhimõtted ning Euroopa Liidu õigus ei toeta tõlgendust, et (võla-)väärtpaberi olemuslikuks tunnuseks ei ole leping tervikuna, vaid selle osaks olev varaline õigus.	Märgukirjas esitatud selgitused näitavad, et Eesti ja EL õigus käsitavad ka varalist õigust teatud juhtudel kaubeldava väärtpaberina. 'Teatud juhud' ongi märgukirjas kirjeldatud.
2	Eesti varasem õigusloomepraktikas on selgelt eristatud väärtpabereid ja laenulepingutest tulenevaid nõudeid, mis kinnitab, et nõude loovutamist laenulepingust eraldiseisvana ei saa pidada väärtpaberi emiteerimiseks või et laenulepingust tulenev nõue on iseseisev väärtpaber.	Meile teadaolevalt pole Eesti varasem õigusloomepraktika välistanud varalise õiguse käsitamist kaubeldava väärtpaberina.
3	Analüüsides, kas tehingu puhul on tegemist väärtpaberiga, peab arvestama ka poolte tahet.	Me oleme sellega nõus. Isikute tahe tehingu majandusliku sisu osas on väga oluline. Oleme tehingu eesmärki, konteksti ja sisu märgukirjas mitmes kohas rõhutanud.
4	Memorandumis toodud „kaubeldavuse", "kapitalituru" ja „standardiseerituse" mõisted on liiga avarad ning õigusselgusetud, mis võib viia olukorrani, kus igast lepingust tulenevat rahalist nõudeõigust saaks potentsiaalselt käsitleda väärtpaberina VPTS mõistes.	Märgukirjas kirjeldatud väärtpaberi tunnused koos vastavate õigusaktide eesmärgi ja kontekstiga loovad selle ruumi, milles asjaolusid tuleb hinnata. Õigusliku tõlgendamise lähtekohaks on tavapärased õiguse tõlgenduskaanonid. Selles kontekstis ei saa jõuda järeldusele või olukorrani, kus igasugune varaline õigus moodustab väärtpaberi. Kindlasti pole iga lepinguline suhe või varaline õigus või kohustus seotud kapitali kaasamise või investeerimisteenuse osutamisega, sh kauplemise korraldamisega.
5	Memorandumiga kaasnev prospektimääruse kohaldamisala laiendamine on vastuolus EL ühisrahastusmäärusega.	Märgukirjas esitatud käsitlus ei laienda prospektimääruse kohaldamisala ega ole vastuolus ECSPR-iga. ECSPR eristab laenupõhist ja väärtpaberipõhist ühisrahastust ning instrumendi õiguslik kvalifikatsioon sõltub selle tegelikust sisust ja tunnustest. Ühtlasi näeb prospektimäärus ECSPR-i nõuetele vastavatele väärtpaberipakkumistele ette erandi prospekti koostamise kohustusest.
6	Väärtpaberi mõiste uue tõlgenduse kasutuselevõtt vajab eelnevat mõjuanalüüsi. Kui Finantsinspektsioon otsustab rakendada väärtpaberi mõiste uut tõlgendust, palume õiguskindluse tagamiseks ja tagasiulatuvate sanktsioonide riski välistamiseks memorandumis kinnitada, et uus tõlgendus ei laiene enne memorandumi avalikustamist aset leidnud äritegevusele ning seniste ärimudelite muutmiseks, lõpetamiseks ja/või tegevuslubade taotlemiseks jääb mõistlik üleminekuaeg.	Märgukiri on selgitava iseloomuga, sellega ei looda uut õigust, vaid võetakse kokku kehtiv õigus, selle alusel antud kohtulahendid ning EL tasandi tõlgendused. Märgukirjaga me ei kinnita ega lükka ümber oma järelevalvelist tegevust. Meie eesmärk on selgus ja igal ettevõtjal peab olema võimalus ennast hinnata ja kujundada oma tegutsemine vastavalt. Kui mõni aspekt siin märgukirjas tundub uudsena ettevõtjale, siis ootame ettevõtjalt vajalikku hoolsust oma tegevuse üle vaatamisel.