Kas aeg on küps security token'ite pakkumiseks?

ETO JA STO

Uuendus: *2020. aasta augustis leevendati Eestis osaühingu osade võõrandamise piiranguid, mistõttu on ETO-de läbiviimine nüüd võimalik. Protsessi on lähemalt kirjeldatud punktis 3.*

1. ICO-lt STO-le üleminek

ICO-d (*initial coin offerings* ehk algmüntide pakkumised) on üks võimalik viis leida äriidee jaoks raha. Enamik äriideid on seotud tehnoloogiaga (tarkvara arendamine, detsentraliseeritud rakenduste (DApps) loomine, kõrvalahelate ja *atomic wallet*'ite loomine jne). Samas leidub eeliseid, kui tuua ka tavapärasemad tehingud plokiahelatehnoloogia juurde.

ICO-de turg on viimasel ajal arenenud kahes eri suunas. Kui on tõsi, et kahtlused mõnede projektide kvaliteedi suhtes on mõjutanud üldist meeleolu ICO-de läbiviimisel ja nendesse investeerimisel, siis kehtib ka tõsiasi, et see on motiveerinud eri ettevõtteid oma ärimudelite puhul rohkem erinevatest regulatiivsetest võimalustest lähtuma. Üks ICO-de turu küpsemaks muutumise tagajärgi on asjaolu, et mitte kõik ettevõtted ei väldi *security token*'ite (väärtpaberi vääringu) emiteerimist. Tegelikult oleme tunnistajaks krüptobörside tekkele, mis on keskendunud *security token*'itega kauplemisele, ning mõnes riigis on ka pangad selliste algatuste partnerid.

Selle artikli eesmärk on vaadata laiemalt nii-öelda uusi pakkumisi, mille võib mõnede autorite arvates jagada ETO-deks (*Equity Token Offering* ehk omakapitali vääringu avalik pakkumine) ja STO-deks (*Security Token Offering* ehk väärtpaberi vääringu avalik pakkumine). ETO puhul emiteeritakse *token*'eid, mis esindavad emitendi omakapitali, st *token*'id esindavad aktsiaid ja *token*'i omanikud on ettevõtte aktsionärid. STO puhul emiteeritakse selliseid *token*'eid, mis esindavad igat liiki väärtpabereid – aktsiate märkimise õiguseid, võlakirju, tuletisinstrumente ja muid samalaadseid õiguseid, mida esindab kooskõlas kohaldatava õigusega *token*.

Kohaldamisala: *Utility Token versus Security Token*

Nii *utility token*'eid (ehk teenuse-*token*'eid) kui ka *security token*'eid reguleerivad olemasolevad õigusnormid. Samas on *security token*'ite suhtes kohaldatavad seadused emitendi jaoks koormavamad tingituna finantsriskidest ja finantsturu regulatsioonist, nt investorikaitse ja turu usaldusväärsus. *Utility token*'ite suhtes kohaldatavad õigusnormid on peamiselt seotud lepinguõigusega, lähtudes poolte vabast tahtest, ehkki osaliselt mõjutavad neid ka tarbijakaitse õigusnormid, samas *security token*'ite pakkumistele kohaldatav regulatsioon kaldub väärtpaberituru regulatsiooni suunas, mis on rangem ja mis jälgib rohkem nõuetele vastavust.

Üleilmse *security token*'ite emissiooni läbiviimine on äärmiselt keeruline kui mitte võimatu, tingituna erinevatest jurisdiktsioonidega seotud eeskirjadest ja lähenemisviisidest. Vastupidi sellele, kuidas seoses ICO-dega toimitakse, tuleks loetelu neist vähestest jurisdiktsioonidest, kust ICO-desse investeerimine ei ole lubatud, asendada selge loeteluga jurisdiktsioonidest, kus võib *security token*'ite pakkumise läbi viia.

MiFID (finantsinstrumentide turgude direktiiv) ja MiFID 2, MiFIR (finantsinstrumentide turgude määrus) ja prospektimäärus on vaid mõned kesksed väärtpaberiturge reguleerivad õigusaktid Euroopa Liidus ning need on aluseks *security token*'ite väärtpaberitena kvalifitseerimisel ning pakkumiste nõuete kindlaksmääramisel.

Hirm STOde ees?

Security token'ite emissiooni ei tohiks vaadata kui regulatiivset koormat, vaid pigem positiivse saavutusena ühisrahastamist läbi viiva ettevõtte jaoks. Positiivsed aspektid on seotud sellega, et investoritele tagatakse investorikaitse, mida *utility* ICO puhul ei pruugita pakkuda. Asjaolu, et *token*'itesse investeerimisega kaasnevad ka õigused ja rahalised eelised ning see ei sõltu spekulatiivsest esmasest *token*'i hindamisest, aitab ICO-de emitentidel suurendada tõenäosust, et *token*'i omanik omab tegelikult *token*'it müü seda kiiresti kasumi eesmärgil.

Security token'ite emiteerimine on endiselt lapsekingades ning sel põhjusel ei ole veel väga selge, kuidas turuosalised käituvad ning milliseid valikuid nad seoses jurisdiktsiooniga ning STO ja ETO mõõtmetega teevad.

2. ÕIGUSRAAMISTIK EESTIS

Eesti Finantsinspektsiooni suunised

Eesti Finantsinspektsiooni tõlgenduse kohaselt kuulub *token*väärtpaberi määratluse alla ning on Finantsinspektsiooni järelevalve objekt, kui *tokenid* „tagavad teatavad õigused emitendis või nende väärtus on seotud tulevase tulu või äritegevuse eduga".

Finantsinspektsioon annab *security token*'ite määratluse kohta lisasuuniseid, märkides, et „ *token*'eid (...) võib olenevalt nende struktuurist käsitada väärtpaberitena kooskõlas kehtivas väärtpaberituru seaduses, aga ka võlaõigusseaduses esitatud määratlusega". Ta lisab, et „sisu tuleks pidada vormist olulisemaks".

Utility Token

Finantsinspektsiooni seisukoha järgi „ei taga *utility token*'id nende omanikele mingeid kasumi ega rahalisi nõudeid" ning neid kasutatakse selleks, et „(anda) juurdepääs platvormile/süsteemile või õigusele kasutada toodet/teenust". Suur enamus ICO-sid, mis on siiani toimunud, eelkõige alates sellest, kui USA väärtpaberi- ja börsikomisjon (SEC) hakkas ICO-sid uurima ja nende suhtes rangemaid meetmeid kohaldama, et käsitada neid väärtpaberitena, on olnud suunatud *utility token*'ite emiteerimisele. Samas on oluline pidada silmas, et Euroopa väärtpaberiõigus sisaldab selgeid erinevusi võrreldes USA omaga. Kui USA-s võib *token*'it käsitada väärtpaberina, siis ELis ei pruugi sama *token* väärtpaber olla. Teisalt tähendab see ka seda, et Euroopas toimuva STO-ga ei saa pakkuda *token*'eid USA-s või USA kodanikele, kui SEC ei ole seda heaks kiitnud.

Utiity ICO-de puhul ei pea esitama prospekti ning enamikus jurisdiktsioonides ei ole veel eeskirju, mis käsitlevad teavet, mida teabedokument (*Whitepaper*) peaks sisaldama. Tavaliselt kohaldatakse teabedokumentide suhtes reklaamivaldkonna õigusakte, millega nähakse ette nõuded, millele pakkumised peavad vastama. Finantsinspektsioon ei tee *utility token*'i pakkumiste üle järelevalvet ning kõiki nendega seotud lepinguid (ostmine, laenamine) reguleerivad võlaõigusseadus ja muud asjaomased tsiviilõiguse seadused.

Security Token

Nagu eespool selgitatud, kuuluvad *security token*'id Finantsinspektsiooni järelevalve alla. Selles punktis esitatakse peamine info, mis tuleb prospekti lisada, ning Finantsinspektsiooni aruandlusnõuded. Põhjalik loetelu kõikidest andmetest, mida prospekt peab sisaldama, on esitatud prospektimääruses (määrus (EL) 2017/1129).

Prospekt:

- teave peab olema esitatud hõlpsasti analüüsitaval ja arusaadaval kujul;
- registreerimisdokument, mis sisaldab emitendi kohta teavet;
- väärtpaberikirjeldus, mis sisaldab väärtpaberite kohta teavet;
- kokkuvõte, mis sisaldab hoiatusi;
- riskide kirjeldus ning emitendi ja võimaliku garantii andja põhitunnused, sealhulgas varad, kohustused ja finantsseisund;
- väärtpaberitesse investeerimisega seotud riskide kirjeldus ning investeeringu põhitunnused;
- pakkumise üldtingimused;
- kauplemisele võtmise üksikasjad;
- pakkumise põhjused ja saadud tulu kasutamine.

Aruandlusnõuded:

- emitent avaldab korraldatud teavet;
- emitent avaldab oma aastaaruande nelja kuu jooksul pärast majandusaasta lõppu ning tagab aastaaruande avalikkusele kättesaadavuse vähemalt kümne aasta jooksul;
- aktsiate või võlaväärtpaberite emitent peab avaldama poolaasta aruande majandusaasta esimese kuue kuu kohta;
- kohustus teavitada häälte arvust.

3. KUIDAS VIIA EESTIS LÄBI STO?

STO kaudu emiteeritud *token* annab selle omanikule teatavatel tingimustel õiguse saada emitendilt regulaarseid makseid. See *token* ei kvalifitseeru aktsia ega osana ning selle suhtes ei kehti seega ülalnimetatud registreerimise ja pangakonto nõuded.

STO on pigem lihtsustatud pakkumine, mille puhul säilib ootus rahalisteks makseteks, mida teeb emitent *token*'i omanikule. Isegi kui investeeringu osana võidakse eeldada otsuste tegemise protsessis osalemist, ei ole see investori jaoks kindlasti sama oluline kui tulevase kasu või maksete ootus. Ehkki on veel pikk tee käia seoses *token*'ite liikide ja kohaldatava õigusega ning jurisdiktsioonide vaheliste erinevustega, on kasu, mida saavad rahastust vajavad isikud ja investorid sellest, et STO-sid võib vabalt korraldada, tegelikult mõõdetav. Hiljutises uuringus, mille viis läbi juhtimiskonsultatsioonide ettevõte Civitta kapitaliturgude omaduste kohta, leiti samuti, et üks takistusi Eesti kapitalituru arengul on see, et Eestis on aktsiate börsil noteerimise kulu liiga suur, ning STO-d peaksid kindlasti aitama seda takistust ületada.

4. KUIDAS VIIA EESTIS LÄBI ETO?

ETO-d on 2020. aasta augustist alates teostatavad

Enne 2020. aasta sügist kehtis Eestis süsteem, kus osaühingud osasid oli võimalik osta-müüa vaid notari kaudu või alternatiivselt, väärtpaberite depositooriumis registreeritud osade puhul, kontohalduri kaudu. Viimase puhul peab kõigil osanikel olema Eesti pangas, **Clearstream Banking** süsteemis või kindlates rahvusvahelistes pankades väärtpaberikonto. Aktsiaseltsi aktsiaid on võimalik osta-müüa vaid läbi kontohalduri mis samuti eeldab väärtpaberikonto olemasolu. Plokiahela tehnoloogia ja toimimispõhimõtete kontekstis, kus on oluline süsteemi detsentraliseeritus, ei olnud ETO-de teostamine Eesti õigusruumis seega praktiliselt võimalik, sest eeldab *token*'ite omandi vahetamiseks notaris käimist või kohaliku väärtpaberikonto avamist.

Alates 2020. aasta augustist muutus seadus selliselt, et osaühingu osa üleandmine on võimalik ka ilma notarisse minemata. Osade võõrandamise võimalikkus ilma notariaalse vorminõudeta tähendab ka seda, et ETO-de korraldamine kapitali kaasamiseks kerkib taas päevakorda.

Uus kord näeb ette mõned tingimused osaühingu osade (sh ka *equity token*'ite) vabale võõrandamisele:

· osa võõrandamise võimalikkus ilma notarita peab olema põhikirjas ette nähtud, kusjuures sellise põhikirjamuudatuse poolt peavad hääletama kõik osaühingu osanikud;

· osa võõrandamise leping peab olema vähemalt kirjalikku taasesitamist võimaldavas vormis;

· osaühingu osakapital peab olema vähemalt 10,000 eurot ja täielikult sisse makstud;

· osaühingut peab võõrandamisest teavitama ja osa üleminekut peab tõendama (kirjaliku kokkuleppe esitamise kaudu enamasti).

Praktikas on endiselt probleemiks juhatuse kohustus teavitada äriregistrit muudatustest osanike nimekirjas. Kui osaühing on korraldanud ETO ning selle osad plaanitakse teha vabalt kaubeldavaks mõnel internetiplatvormil, siis on võimalik, et muudatusi osanike nimekirjas juhtub pidevalt ning palju. Sellisel juhul ei ole eluliselt mõeldav, et osaühingu juhatus esitab jooksvalt äriregistrile uuendatud osanike nimekirja ning vajalik oleks automaatse lahenduse olemasolu. Käesolevalt hetkel on teada, et vastav lahendus on arutlusel, kuid kasutuses see veel ei ole.

VIRGI NAEL
PANGANDUSE JA
FINANTSEERIMISE TIIMI JUHT

(+372) 524 1668

VIRGI.NAEL@NJORDLAW.EE