

TARTU ÜLIKOOL
ÕIGUSTEADUSKOND
Eraõiguse osakond

Hendrik Viimsalu

AKTSIASELTSIFONDIDE ALLFONDID – VÕIMALUSED EESTI
ÕIGUSRUUMIS

Magistritöö

Juhendaja: LL.M. Gerd Laub
Kaasjuhendaja: *dr. iur* Andres Vutt

Tartu
2026

SISUKORD

SISSEJUHATUS.....	3
1. ALLFONDI TUNNUSED JA EELISED	8
1.1. Allfondi tunnused	8
1.2. Allfondi eelised	13
2. ALLFONDI VARADE ERALDATUS	16
2.1. Varade eraldatuse kujunemine	16
2.2. Allfondi õigusvõime	17
2.2.1. Õigusvõimega- või võimeta allfondid	17
2.2.2. Õigusvõime käsitus Eesti õiguse seisukohast	21
2.3. Varade eraldatus allfondi maksejõuetuse korral	26
2.3.1. Maksejõuetusmenetluse sätete kohaldamise võimalikkus.....	27
2.3.2. Allfondi maksejõuetusmenetluse subjekt	30
2.3.3. Maksejõuetusmenetluse sätete kohaldamise ulatus	32
2.3.4. Allfondi maksejõuetusmenetluse rakendamine Eesti õiguses	34
2.4. Allfondi ja aktsiaseltsifondi vaheline varade eraldatus	35
2.4.1. Kulutuste jaotus allfondide vahel	35
2.4.2. Kapitalinõuete täitmiskohustuse jaotumine allfondide vahel.....	40
3. ALLFONDI INVESTORITE ÕIGUSED	45
3.1. Investorite õiguste kaitse	45
3.2. Hääleõiguse piiritlemine allfondide lõikes	46
3.3. Allfondide eristamine aktsia liikide alusel	49
KOKKUVÕTE	53
SUB-FUNDS OF VARIABLE CAPITAL INVESTMENT COMPANIES –	
POSSIBILITIES IN ESTONIAN LAW (ABSTRACT)	57
LÜHENDID.....	62
KASUTATUD KIRJANDUS	63
KASUTATUD ÕIGUSAKTID.....	65
KASUTATUD KOHTUPRAKTIKA	66
MUUD ALLIKAD	67

SISSEJUHATUS

2016. aastal võeti vastu uus investeerimisfondide seadus¹, mille eesmärk oli muuta Eesti fonditurg investorite ja fonditeenuse pakkujate jaoks atraktiivsemaks.² Eesmärgi teostamiseks loodi võimalus asutada uusi investeerimisfondide tüüpe ja vähendati professionaalsete investoritele mõeldud fondide halduskoormust.³ Muudatuste eesmärk oli edendada Eesti investeerimisvaldkonna konkurentsivõimet võrreldes valdkonna juhtriikidega ning edendada kohaliku fondihalduse majandusharu.⁴ Eestis oli 2016. aasta neljanda kvartali seisuga kokku 30 fondi. 2025. aasta kolmanda kvartali seisuga on Eestis 252 investeerimisfondi, mis asetab meid fondide üldarvu poolest Euroopas tagumisse kolmandikku. Saksamaal on võrdlusena 11 440 fondi ja Luksemburgis 24 210 fondi kokku.⁵ Kuigi meie fondide arv on 9-kordistunud, siis ei ole selle kogumaht endiselt võrreldav juhtivate fondisektori riikidega, mille maht on küll üksnes kahekordistunud, kuid ületab siiski vastavalt ligi 45- ja 95-kordselt Eestis asutatud fondide arvu. Seega tuleb vaatamata 2016. aasta muudatuste positiivsele mõjule leida täiendavaid lahendusi, mis aitaksid parandada Eesti fondisektori konkurentsivõimet.

Ühe muudatusena tutvustati 2016. aastal Eesti õiguses muutuvkapitaliga aktsiaseltsifondi.⁶ Muutuvkapitaliga äriühingul põhinev investeerimisfond on üks laialt levinuim investeerimisfondi tüüp.⁷ Samal põhjusel loodi ka Saksamaal 2004. aastal *InvestmentAG*⁸, kuid vaatamata laiale levikule mujal maailmas ei võtnud sektor seda toona Saksamaal omaks. Ühe põhjusena toodi esile ebaselget regulatsiooni.⁹ Eestis on muutuvkapitaliga aktsiaseltsifondide populaarsus hetkel samuti märkimisväärselt madal. Avalikest fondidest on ajalooliselt kõigest kaks fondi asutatud aktsiaseltsifondina.¹⁰ Aktsiaseltsifondi asutamisele ja lõpetamisele

¹ Investeerimisfondide seadus. – RT I, 11.11.2025, 4.

² Investeerimisfondide seaduse eelnõu (297 SE) seletuskiri – <https://www.riigikogu.ee/download/af0b0f80-319d-47a4-a2a8-9e284e6a490f> (23.04.2026), lk 2.

³ *Ibidem*.

⁴ *Ibidem*.

⁵ European Central Bank. Lists of Financial Institutions: Investment Funds. Q3 2025 –

https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/money/ecb.ifn_cumulated_overview_tables.en.pdf?6f81e5ed2d83e7bff3692491054550d0 (30.03.2026).

⁶ Investeerimisfondide seaduse eelnõu (297 SE) seletuskiri, lk 2.

⁷ Steck, K.-U., Fisher, C. Better than Sicav. – International Financial Law Review, 2010/29(1) – <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/intfinr29&i=60> (23.04.2026), lk 58-60.

⁸ Eesti mõistes on tegemist aktsiaseltsifondiga.

⁹ Steck, K.-U., Fisher, C. Better than Sicav, lk 58-60.

¹⁰ Finantsinspeksioon. Turuosaliste register. Aktsiaseltsina asutatud investeerimisfondid. –

<https://www.fi.ee/et/investeerimine/investeerimis-ja-pensionifondid/investeerimine/investeerimis-ja-pensionifondid/avalikud-investeerimisfondid/avalikud-investeerimisfondid?closed=All> (30.03.2026).

kohaldatakse äriseadustikus¹¹ sätestatud, kui investeerimisfondide seadusest ei tulene teisiti (IFS § 6 lg 1). IFS-i erisätted puudutavad eelkõige aktsiaseltsifondi aktsia olemust, aktsionäride õiguseid, põhikirja sisu, aktsiakapitali arvestust ja likvideerimist (IFS §-d 18 ja 19). Eesti on oma aktsiaseltsifondi struktuuri ülesehitamisel läinud sarnast teed Luksemburgi¹² ja Saksamaa¹³ õiguskorraga, kus üldiste äriühinguid reguleerivate normide juurde on kehtestatud täiendavad erinormid investeerimisfonde reguleerivas seaduses, mis muudavad äriühingu fondi struktuurile sobivaks. Alternatiivselt oleks võimalik luua täiesti eraldi ühingu tüüp investeerimisfondide seadusesse nagu Iirimaal. Seejuures tuleb kahe seaduse alusel kehtestatud fondide puhul pidevalt arvestada üldiselt vastavale ühingu tüübile kehtivaid norme, näiteks varalise vastutuse, maksejõuetuse ja likvideerimise osas.

Seoses sooviga otsida uusi viise Eesti fondisektori konkurentsivõime parandamiseks on rahandusministeerium pakkunud välja uurimisteema, mis keskendub aktsiaseltsifondi allfondide sobitumisele Eesti õigusruumi.¹⁴ Rahandusministeeriumi hinnangul on allfondide kasutamine maailmas laialt levinud.¹⁵ Õiguskirjanduse kohaselt on allfondide kasutamine võrreldes teist tüüpi fondidega just muutuvkapitaliga aktsiaseltsifondi tüüpi fondidele iseloomulik tunnus.¹⁶ Seega võib olla tegemist struktuuriga, mis parandaks Eesti fondisektori konkurentsivõimet. Allfondide regulatsiooni kehtestamist 2011. aastal peeti ka Ühendkuningriigis vajalikuks eelkõige fondisektori konkurentsivõime parandamiseks.¹⁷ Vaatamata sellele on Eestis aktsiaseltsifondi allfondide asutamine hetkel keelatud (IFS § 6 lg 3). Tegemist on lisaks õigusvõimele ühe peamise regulatiivse erinevusena hetkel kasutusel oleva aktsiaseltsifondi ja lepingulise fondi vahel.

¹¹ Äriseadustik. – RT I, 06.07.2023, 131.

¹² Law of 10 August 1915 on Commercial Companies, consolidated as of 2 March 2025. – <https://www.cssf.lu/en/Document/law-of-10-august-1915/> (30.03.2026) (edaspidi LCC); Law of 17 December 2010 on Undertakings for Collective Investment, as amended by the modernization law of 21 July 2023 (Law n° 8183) – https://www.cssf.lu/wp-content/uploads/L_171210_UCI.pdf (22.04.2026) (edaspidi UCI)

¹³ Kapitalanlagegesetzbuch vom 4. Juli 2013 (BGBl. I S. 1981), das zuletzt durch Artikel 3 des Gesetzes vom 9. April 2026 (BGBl. 2026 I Nr. 97) geändert worden ist. – <https://www.gesetze-im-internet.de/kagb/index.html#BJNR198110013BJNE011703128> (22.04.2026) (edaspidi KAGB); 37. Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das zuletzt durch Artikel 23 des Gesetzes vom 4. Februar 2026 (BGBl. 2026 I Nr. 33) geändert worden ist. – <https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/> (22.04.2026).

¹⁴ Rahandusministeeriumi lõputöö teemad 2025-2026. – https://etag.ee/wp-content/uploads/2025/08/Rahandusministeeriumi-loputoo-teemad-2025_2026.docx (05.04.2026), lk 22-23.

¹⁵ *Ibidem*.

¹⁶ Vepsä, A. Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö. Doktoritöö. Juhendaja Veikko Vahtera. Tampere: Tampereen yliopisto 2023 – <https://trepo.tuni.fi/bitstream/handle/10024/147406/978-952-03-2814-6.pdf?sequence=7&isAllowed=y> (22.04.2026), p 1.2.4, lk 53.

¹⁷ Explanatory memorandum to the open-ended investment companies (amendment) regulations. 2011 No. 3049. – https://www.legislation.gov.uk/uksi/2011/3049/pdfs/uksem_20113049_en.pdf (10.04.2026), p 7.1.

Allfondide regulatsioon ise ei ole uus avastus, vaid on välja kujunenud teatud jurisdiktsioonides pikaajaliselt kasutusel olnud nn „raku-ühingute“ regulatsioonist. Seetõttu põhinevad mitmed aluspõhimõtted, mis on seotud allfondidega just raku-ühingute regulatsioonidel.¹⁸ Vastavat struktuuri on õiguskirjanduses võrreldud kahepoolse teraga mõõgaga.¹⁹ Üheltpoolt on need väga atraktiivsed lahendused, kus ühe ühingu sees on võimalik varasid eraldada. Teisalt on neid praktikas kohtu- ja pankrotimenetluses vähe testitud.²⁰ Fondisektoris kujunes varade eraldatuse kontseptsioon iseseisvalt välja Luksemburgi fonditurul.²¹ Kuigi 1988. aastal kehtestatud regulatsioonis ei olnud allfondide struktuuri veel seaduse tasandil kehtestatud, siis fondid sõlmisid selle reguleerimiseks iseseisvad lepinguid, et tagada allfondide varade eraldatus võlausaldajate ees.²² Lepinguliselt kokkulepitud vara eraldatuse süsteemi probleemiks oli tema siduvus kolmandate isikute suhtes, kes ei olnud vastavate lepingute pooleks.²³ Seadusest tulenevate võlasuhete tekkimisel, fondi likvideerimisel või maksejõuetuse korral võib tekkida doominoefekt, kus ühe fondi ebaõnnestumine võib tuua kaasa teiste fondide maksejõuetuse. Seetõttu otsustas Luksemburgi seadusandja kehtestada varade eraldatuse põhimõtte ühetaoliselt ka kehtivas õiguses, mis võeti vastu 2000. aasta seaduse muudatustega.²⁴

Erisätete vajaduse ja laiemate kaalutluste vajaduste tõttu otsustati ka Eestis 2016. aastal investeerimisfondide seaduse eelnõu välja töötamisel kõrvale jätta aktsiaseltsifondi allfondide asutamise lubamine.²⁵ Üheks probleemkohaks peeti toona aktsiaseltsifondi miinimumkapitalinõude täitmise tagamist varade eraldatuse eripärasid arvestades ning muid üldiseid ühingu- ja pankrotiõiguslike küsimusi.²⁶ Seletuskirja põhjendustest nähtub, et aktsiaseltsifondide allfondide eraõiguslikku problemaatikat ei ole Eesti õiguskirjanduses

¹⁸ Vepsä, A. Sateenvarjомуotoisen sijoitusyhtiön oikeudelliset erityiskysymykset – oikeusvertailevia näkökohtia. – Liikejuridiikka 2021/2 – <https://trepo.tuni.fi/bitstream/handle/10024/147406/978-952-03-2814-6.pdf?sequence=7&isAllowed=y> (22.04.2026), lk 89-90.

¹⁹ McElhinney, T. J. A Bankruptcy Litigation Framework for Series LLC Eligibility, Property of the Estate and Substantive Consolidation. – Emory Bankruptcy Developments Journal. 2019/35(1) – <https://scholarlycommons.law.emory.edu/ebdj/vol35/iss1/8> (27.04.2026), lk 160.

²⁰ *Ibidem*.

²¹ Thiebaud, P., Henneresse, L. Insolvency of a compartment of a Luxembourg umbrella investment vehicle. – Insolvency and Restructuring International 2020/14(2). – <https://www.ibanet.org/MediaHandler?id=919A9399-7C92-45D4-9864-FAF657E0F83E> (23.04.2026).

²² *Ibidem*.

²³ *Ibidem*.

²⁴ *Ibidem*.

²⁵ Investeerimisfondide seaduse eelnõu (297 SE) seletuskiri, lk 33.

²⁶ *Ibidem*, lk 33.

varasemalt käsitletud. Kõige lähem uurimus on M. Venesaare 2013. aasta magistritöö „Lepingulise investeerimisfondi õiguslik staatus”²⁷, kus analüüsiti lepingulise fondi õiguslikku staatust ehk õigusvõimet. Sellegipoolest ei käsitletud mainitud töös aktsiaseltsifonde ega allfonde, mis on käesoleva magistritöö fookuses. Magistritöös on uuritud ja analüüsitud aktsiaseltsifondi õigusega kaasnevaid eraõiguslike aspekte ning vajadust kehtestada investeerimisfondide seadusesse erisätteid tulenevalt allfondi eripäradest. Töös ei ole analüüsitud allfondidega kaasnevaid järelevalvemenetluse ega maksuõiguslike aspekte, vaid vastava fondistruktuuri üldist sobitumist Eesti tsiviilõiguse süsteemi. Lisaks ei ole analüüsitud alternatiivsete investeerimisfondi tüüpide kasutusele võtmist, mida kasutada allfondi struktuuri võimaldamiseks Eesti õiguses.

Magistritöö peamine eesmärk on analüüsida, kas ja kuidas on võimalik kehtestada Eesti õigusruumis aktsiaseltsifondi allfondide regulatsioon, mis tagaks investoritele ja fondisektori teistele osalistele atraktiivse ning õiguskindla struktuuri. Eesmärgi saavutamiseks on töös püstitatud järgmised uurimisküsimused, mis jaotuvad omakorda alaküsimusteks:

1. Kuidas on võimalik tagada allfondide varade eraldatus Eesti õiguse kontekstis?
 - 1.1. Kas allfondile peaks omistama iseseisva õigussubjekti staatuse?
 - 1.2. Kas ja mis ulatuses saab allfondi suhtes kohaldada pankrotimenetluse sätteid?
 - 1.3. Kuidas tagada aktsiaseltsifondi kohustuste ja kapitalinõuete täitmise jaotus allfondi tasandil?
2. Millised erisused tekivad allfondi struktuuri eripärast aktsiaseltsifondi investorite õigustele?
 - 2.1. Kas allfondi investorite hääleõigust tuleb piiritleda, et tagada aktsionäride õiguste tasakaal?
 - 2.2. Kuidas eristada allfondidega seotud investorite õiguseid?

Esitatud uurimisküsimustele vastamisel on analüüsitud kehtivaid õigusakte, õigusaktide seletuskirju, teemakohast õiguskirjandust ja analüüse ning asjakohast kohtupraktikat. Allfondi regulatsiooni põhimõtete ja peamiste probleemkohtade esile toomisel on peamiselt viidatud A. Vepsä doktoritööle²⁸ ning tema doktoritöö raames valminud artiklile²⁹. Võrdlusriikide regulatsiooni käsitlemisel on kasutatud õigusakte puudutavaid kommentaare ning Luksemburgi

²⁷ Venesaar, M. Lepingulise investeerimisfondi õiguslik staatus. Magistritöö. Juhendajad Kilvar Kessler ja Urmas Volerns. Tallinn: Tartu Ülikool 2013.

²⁸ Vepsä, A. Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö.

²⁹ Vepsä, A. Sateenvarjомуotoisen sijoitusyhtiön oikeudelliset erityiskysymykset – oikeusvertailevia näkökohtia.

investeeringufondide regulatsiooni käsitlevat erialakirjandust ja järelevalveasutuse selgitusi. Eesti õiguse tõlgendamisel on kasutatud tsiviilseadustiku üldosa seaduse ja pankrotiseaduse kommenteeritud väljaandeid ning ühinguõiguse õpikut. Lisaks on töö analüüsimisel arvestatud Euroopa Liidu direktiividest: eurofondide (ingl k *undertakings for collective investment in transferable securities* ehk UCITS) direktiiv³⁰ ja alternatiivfondide direktiiv³¹ tulenevate nõuetega ning Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve (ESMA) juhistega.

Magistritöö uurimismeetod on peamiselt analüütiline ja võrdlev-õiguslik. Analüütilise meetodiga uuritakse Eesti kehtiva õiguse kooskõla allfondide struktuuri eesmärkidega ning tehakse ettepanekuid regulatsiooni täiendamiseks. Võrdleva meetodiga kõrvutatakse Eesti õigust eelkõige Luksemburgi ja Saksamaa õigussüsteemidega, kuna nende jurisdiktsioonide muutuvkapitaliga aktsiaseltsifondi regulatsioon sarnaneb Eestile, kus eriseadusega on täiendatud olemasolevat äriühingu tüüpi, mitte ei ole loodud täiesti iseseisvat regulatsiooni.

Magistritöö on jaotatud kolmeks peatükiks. Esimeses peatükis käsitletakse allfondi tunnuseid ja eeliseid, sealhulgas analüüsitakse, mis on allfondide kontseptsiooni juures keske tähtsusega tunnus ning milliseid konkurentsieeliseid pakub allfondi struktuur võrreldes teiste alternatiivsete lahendustega. Teine peatükk analüüsib allfondide varade eraldatust kolmes aspektis. Esiteks uuritakse allfondide õigusvõimega seonduvaid küsimusi, sealhulgas kas allfondidele tuleks omistada iseseisev õigusvõime või on varade eraldatust võimalik tagada alternatiivsete mehhanismidega. Teiseks käsitletakse pankrotiseaduse³² sätete kohaldatavust allfondide suhtes. Kolmandaks analüüsitakse aktsiaseltsifondi ja allfondide vahelist varade eraldatust, sealhulgas kulutuste jaotust ning kapitalinõuete täitmise kohustuse jaotumist allfondide vahel. Kolmas peatükk keskendub investorite õigustele allfondi kontekstis, analüüsides eelkõige, kas ja kuidas tuleb piiritleda aktsionäride hääleõigusi allfondi tasandil ning kuidas on võimalik investorite õiguseid siduda konkreetse allfondiga.

Märksõnad: investeeringufondid, aktsiaseltsid.

³⁰ Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2009/65/EÜ, vabalt võõrandatavatesse väärtpaberitesse ühiseks investeeringuks loodud ettevõtjaid (eurofondid) käsitlevate õigus- ja haldusnormide kooskõlastamise kohta. – ELT L302/32.

³¹ Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2011/61/EL, 8. juuni 2011, alternatiivsete investeeringufondide valitsejate kohta, millega muudetakse direktiive 2003/41/EÜ ja 2009/65/EÜ ning määruseid (EÜ) nr 1060/2009 ja (EL) nr 1095/2010. – ELT L174/1.

³² Pankrotiseadus. – RT I, 11.11.2025, 12.

1. ALLFONDI TUNNUSED JA EELISED

1.1. Allfondi tunnused

Katusfond (ingl k *umbrella fund*) on fondistruktuur, mis koosneb väiksematest varakogumitest, millel on kõigil erinev investeerimispoliitika.³³ Neid varakogumeid nimetatakse allfondideks. Allfondide süsteemi kasutamine on maailmas laialt levinud, sh Euroopa Liidu tasemel reguleeritud eurofondide kujul.³⁴ Järgnevalt on lühidalt kirjeldatud allfondide peamised tunnused, mis eristavad neid tavalistest investeerimisfondidest, mis ei koosne allfondidest. Nendeks tunnusteks on õigusvõime puudumine, erinev investeerimispoliitika, allfondi varade eraldatus, allfondi tasandil raamatupidamine ja vara puhasväärtuse arvestamine ning aktsiatega kaasnevate õiguste erinevused allfondi tasandil.

Õiguskirjanduse kohaselt moodustab investeerimisfond koos oma allfondidega ühe tervikliku juriidilise isiku, aga iga üksik allfond ei ole eraldiseisev juriidiline isik.³⁵ Tüüpiliselt kasutataksegi juriidilise isiku konstruktsiooni eelkõige suurema hulga isikute või vara koondamiseks mingi eesmärgi saavutamiseks, mis ei ole füüsilisele isikule jõukohane või on seotud suuremate riskidega.³⁶ Juriidilisel isikul on võime omada tsiviilõigusi ja kanda tsiviilkohustusi, välja arvatud neid, mis on omased üksnes inimesele (TsÜS § 26 lg 1). Õigusvõime seondub isikuks olemisega ning on viimasega automaatselt kaasnevaks tunnuseks.³⁷ Õigusvõime olemasolu kaudu on võimalik konkreetses õigussuhtes kindlaks määrata, kes on konkreetses õigussuhtes tekkinud õiguste ja kohustuste kandjaks ehk õigussuhte pooleks.³⁸ Allfondide puhul on aga vaieldav, kas neil on õigusvõime või mitte.

Õiguskirjanduse kohaselt on õigusvõime puudumine on üks tunnuseid, mis eristab Euroopas kasutatavaid allfonde Ameerika Ühendriikides Delawares kasutatavast raku-ühingutest, millel on iseseisev õigusvõime sõlmida enda nimel lepinguid, omada varasid, seada panti või tagatist

³³ Kremer, C., Lebbe, I. *Collective Investment Schemes in Luxembourg: Law and Practice*. Oxford: Oxford University Press 2014, lk 58.

³⁴ Investeerimisfondide seaduse eelnõu (297 SE) seletuskiri, lk 491; Eurofondide direktiiv art 1(2).

³⁵ Vepsä, A. *Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö*, p 1.2.4, lk 54.

³⁶ Saare, K. TsÜSK § 25/3.1.2. – Varul, P. jt (koost). *Tsiviilseadustiku üldosa seadus*. Komm. vlj. 2. vlj. Tartu: Juura 2023.

³⁷ *Ibidem*.

³⁸ *Ibidem*.

ning osaleda kohtumenetluses hageja või kostjana.³⁹ Allfond ei ole *de jure* iseseisev juriidiline isik, kuid sellel on *de facto* mitmeid juriidilisele isikule omaseid tunnuseid.⁴⁰ Seetõttu vaatamata juriidilisele isikule omase õigusvõime puudumisele, kohaldatakse allfondidele ühinguõiguslike sätteid, eelkõige neid, mis puudutavad nende likvideerimist ja maksejõuetust.⁴¹ Näited viimasest võib leida ka Eesti õigusest lepinguliste fondide regulatsioonis. Lepingulised fondid on oma olemuselt sarnased allfondidele, sest neil puudub õigusvõime. Lepinguliste fondi maksejõuetuse kuulutamise avaldusele, välja kuulutamisele ning maksejõuetuse kõrvaldamisele kohaldatakse pankrotiseaduse sätteid, kui investeerimisfondide seaduses ei ole sätestatud teisiti (IFS § 189 lg 1). Sama sätet kohaldatakse ka lepingulise fondi allfondidele kui investeerimisfondide seaduses ei ole sätestatud teisiti (IFS § 189 lg 2). Seega on allfondidel ka lepingulistele fondidele sarnaseid tunnuseid.

Katusfondi struktuur võimaldab vältida vastutuse edasi kandumist nii horisontaalselt allfondide tasandil kui ka vertikaalselt aktsionäridele.⁴² Traditsiooniliselt on horisontaalne eraldatus võimalik üksnes eraldi äriühingutele, mis tähendab selle tagamiseks tuleb asutada eraldi äriühing.⁴³ Eesti õiguses on samuti aktsiaseltsi piiratud vastutusega äriühing⁴⁴, sest aktsionärid ei vastuta isiklikult aktsiaseltsi kohustuse eest (ÄS § 221 lg 2) ning aktsiaseltsi võlausaldaja saab nõuda aktsiaseltsi kohustuse täitmist üksnes aktsiaseltsilt.⁴⁵ Horisontaalsel tasandil aktsiaselts enam varasid ei eralda, sest aktsiaselts vastutab oma kohustuste täitmise eest kogu oma varaga (ÄS § 221 lg 3).

Horisontaalsel tasandil on allfondide struktuurile aga omane varade lahusus.⁴⁶ Õiguskirjanduse kohaselt peaks varade eraldatus kaitsma erinevate allfondide investoreid teise allfondiga kaasnevate riskide eest.⁴⁷ Varade eraldatus piirab võlausaldajate õigust realiseerida oma nõue,

³⁹ Conaway, A., Tsoflias, P. The Delaware Series LLC: Sophisticated and Flexible Business Planning. – Michigan Business & Entrepreneurial Law Review. 2012/2(1), lk 108.

⁴⁰ Vepsä, A. Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö, p 1.2.4, lk 61.

⁴¹ Richards, D. Cell technology an innovative type of cell company in jersey is set to create structured finance and umbrella fund opportunities. – International Financial Law Review. 2007/26(3), lk 36-37.

⁴² McElhinney, T.J. A Bankruptcy Litigation Framework for Series LLC Eligibility, Property of the Estate and Substantive Consolidation., lk 153 ja 158.

⁴³ *Ibidem*.

⁴⁴ Saare, K., Volens, U., Vutt, A., Vutt, M. Ühinguõigus I. Tallinn: Juura 2015, lk 331.

⁴⁵ *Ibidem*.

⁴⁶ Investeerimisfondide seaduse eelnõu (297 SE) seletuskiri, lk 33.

⁴⁷ Vepsä, A. Sateenvarjomuotoisen sijoitusyhtiön oikeudelliset erityiskysymykset – oikeusvertailevia näkökohtia, lk 99.

mis on seotud üksnes ühe konkreetse allfondiga, mõne teise allfondi arvelt.⁴⁸ Riskide piiratus seisnebki asjaolus, et investor ei pea sama investeerimisfondi teiste allfondide investeerimispoliitikaga kaasnevaid riske arvestama oma investearingu tegemisel. Samas ei piisa ainult, et eristatakse varade investeerimist, vaid oluline on ka kuidas on varad üksteisest eristatud õiguslikult ja ka praktiliselt.

Raku-ühingute regulatsioonid nõuavad tüüpiliselt, et nende tegevused peavad olema korraldatud nii, et iga raku varasid ja kohustusi hoitakse füüsiliselt eraldatult ning on eraldiseisvalt tuvastatavad.⁴⁹ Sama põhimõtet saab üle tuua fondi varade lahus hoidmisele, kus on kohustuste ja varade eraldi hoidmiseks on vaja tagada fondidele eraldi raamatupidamine, mis võimaldab eristada allfondidele kuuluvaid varasid ning kohustusi. Viimane on vajalik, et praktikas oleks võimalik tagada selge varade eraldatus võlausaldajate, investorite ja fondivalitseja jaoks.

Raku-ühingute puhul samuti tavaline, et nendele omistatakse juriidiline vorm, mis sarnaneb ühinguga ning on seotud konkreetsete aktsiatega.⁵⁰ Luksemburgi muutuvkapitaliga investeerimisfondi (prantsuse k *société d'investissement à capital variable* ehk SICAV) allfondi asutamine käib erinevate aktsiate välja laskmisega, mille suhtes kehtivad erinevad õigused.⁵¹ Näiteks Saksamaal on lisaks muudele õigustele aktsiate märkimise eesõigus samuti seotud üksnes konkreetse allfondi aktsionäridega.⁵² Sellest saab järeldada, et allfondidega investeerimisfondidele on omane eri liiki aktsiate väljastamine, mis seob investorite varalised õigused ja kohustused üksnes ühe konkreetse allfondiga. Samas tuleb arvestada, et liikidest iseseisvalt ei tulene varade eraldatus.⁵³

Eurofondide direktiiv näiteks ei nõua otseselt varalise vastutuse eraldatust. Hoolimata sellest on ESMA arvamusel, et eurofondide direktiivi tuleks tõlgendada selliselt, et eurofondi

⁴⁸ Vepsä, A. Sateenvarjomuotoisen sijoitusyhtiön oikeudelliset erityiskysymykset – oikeusvertailevia näkökohtia, lk 104.

⁴⁹ Feetham, N., Jones, G. Protected Cell Companies: A guide to their implementation and use. London: Spiramus Press Ltd 2024, lk 31.

⁵⁰ *Ibidem*.

⁵¹ Kremer, C., Lebbe, I. Collective Investment Schemes in Luxembourg: Law and Practice, lk 245.

⁵² Wallach, E. KAGBK. § 117/IV. – Assman, H.-D., jt. Kapitalanlagegesetzbuch Kommentar. 2. Aufl. Köln: Verlag Dr. Otto Schmidt 2023 (edaspidi KAGBK).

⁵³ ESMA. UCITS share classes, p 9.

asutamiseks on kohustuslik tagada varalise vastutuse eraldatus erinevate allfondide vahel.⁵⁴ Võttes arvesse Eesti suurust ja fondisektoris liikuva kapitali mahtu, ei ole mõtet soodustada üksnes kohalikul tasandil vastava struktuuri võimaldamist. Selleks tuleb Eesti seadusandlust täiendada harmoniseeritult eurofondide direktiiviga, et võimaldada Eestis rajada konkurentsivõimelisi fonde ning saada atraktiivseks investeerimispaigaks. Seega tuleb allfondi struktuuri loomisel lähtuda ESMA eurofondide allfondide eraldatuse nõude tõlgendusest, et meie regulatsioon oleks tulevikus kooskõlas eurofondide direktiiviga.

Tulenevalt sellest, et allfond on osa terviklikust juriidilisest isikust, siis kaasneb sellega ka juhtimise koondumine juriidilise isiku tasandil.⁵⁵ Lisaks samadele juhtimisorganitele saab katusfond kasutada oma tegevuses sama fondivalitsejat, deposiitoriumi ja audiitorit.⁵⁶ Teoorias soodustaks allfondi struktuur ka aktsiaseltsifondi sisest fondivalitsemist, mis on eurofondide direktiivi artikkel 29 ja alternatiivfondide direktiivi artikkel 9 kohaselt lubatud, kuid Eestis on see hetkeseisuga välistatud. Seletuskirja kohaselt võib küll aktsiaseltsifondi asutamisel ette näha ka struktuuri, mille puhul ka investeerimisotsuste tegemisel säilib fondi juhtkonnal kaasa rääkimise soov, mille saab sätestada fondi põhikirjas.⁵⁷ Aktiivne juhatus võib olla allfondide seisukohast asjakohane, kuid ei ole ilmtingimata allfondidele omane tunnus. Seetõttu ei ole sisemiselt valitsetava katusfondiga kaasnevaid küsimusi käesolevas uurimuses rohkem käsitletud.

Investeerimisfondidel, mis on jagunenud allfondideks on lisaks ühisele juhtimisele ka tavapäraselt ühtlustatud alusdokumendid.⁵⁸ Reeglina peaks investeerimisfondi põhikiri olema selline, et uue allfondi asutamine ei too kaasa põhikirja muutmist, sest see muudab asutamise lihtsamaks ja kiiremaks kui näiteks uue investeerimisfondi asutamise.⁵⁹ Lisaks põhikirjale on

⁵⁴ ESMA. UCITS share classes. 6. aprill 2016. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-570_discussion_paper_on_ucits_share_classes_2016_0.pdf (23.04.2026), p 8.

⁵⁵ Ooi, V. A new structuring option for funds: The Singapore variable capital company. – Company Lawyer 2021/42(4) – https://ink.library.smu.edu.sg/sol_research/3245/ (27.04.2026), lk 3.

⁵⁶ *Ibidem*.

⁵⁷ Investeerimisfondide seaduse eelnõu (297 SE) seletuskiri, lk 33.

⁵⁸ Vepsä, A. Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiö, p 1.2.4, lk 54.

⁵⁹ Vepsä, A. Sateenvarjomuotoisen sijoitusyhtiön oikeudelliset erityiskysymykset – oikeusvertailevia näkökohtia, lk 99.

oluline investeerimisfondi prospekt. Näiteks Iirimaal⁶⁰, Saksamaal⁶¹ ja Luksemburgis⁶² käib uue allfondi asutamine järelevalveasutusele taotluse esitamisega, millele lisatakse investeerimisfondi prospekti muudatus, mis puudutab konkreetset allfondi. Eurofondide puhul tuleb iga allfondi asutamisel lisaks koostada eraldi üksnes põhiteabe dokument (eurofondide direktiiv art 78).

Aktsiaseltsifondi aktsiakapitali suurus vastab aktsiaseltsifondi vara puhasväärtuse suurusele (ingl k *net asset value* ehk *NAV*) ning üksiku aktsia puhasväärtus arvutamiseks arvestatakse välja lastud aktsiate arvu.⁶³ Õiguskirjanduse kohaselt arvutatakse allfondi osaku väärtus muutuvkapitaliga aktsiaseltsifondi puhul allfondi NAV-i järgi.⁶⁴ Näiteks Saksamaal arvutatakse muutuvkapitaliga investeerimisfondi allfond aktsia väärtust iga allfondi aktsia kohta proportsionaalselt allfondi suurusele vastava osaga.⁶⁵ Seega on aktsiaseltsifondi ja allfondi aktsiakapitali seotus omavahel korrelatsioonis, mis mõjutab muuhulgas ka aktsiaseltsifondi kapitalinõuete täitmist.

Eelnevalt on tuvastatud, millised on muutuvkapitaliga investeerimisfondide allfondidele omased tunnused, mis moodustavad allfondi struktuuri õigusliku aluse. Keskne element on varade eraldatus allfondide vahel, mis on rahvusvahelises praktikas toimiva allfondi struktuuri vältimatuks eelduseks ning mida tuleb Eesti õigusraamistikus tagada süsteemse regulatiivse lähenemisega. Kuna käesoleva töö eesmärk on uurida võimalusi allfondi struktuuri kehtestamiseks, mis võib muuta Eesti fondisektorit konkurentsivõimelisemaks, siis on järgnevas alapeatükis kirjeldatud, milliseid eelised allfondi struktuur kaasa tooks. Eeliste tuvastamisel on struktuuri võrreldud alternatiivsete lahendustega ning toodud esile kirjanduses rõhutatud eeliseid sidudes neid allfondi peamiste tunnustega.

⁶⁰ Central Bank (Supervision And Enforcement) Act 2013 (Section 48(1)) (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Regulations 2019. S.I. No. 230 of 2019 –

<https://www.irishstatutebook.ie/eli/2019/si/230/made/en/print?q=230> (23.04.2026), art 46(1)(a)-(b).

⁶¹ KAGB § 117 lg 5.

⁶² UCI art 181 (7).

⁶³ Investeerimisfondide seaduse eelnõu (297 SE) seletuskiri, lk 55.

⁶⁴ Hudson, M. Funds: Private Equity, Hedge and All Core Structures. Chichester: John Wiley & Sons Ltd. 2014, lk 112.

⁶⁵ Wallach, E. KAGBK. § 117/IV.

1.2. Allfondi eelised

Allfondide asutamine on oma olemuselt sarnane eraldi tegevuseks loodud juriidilise keha (ingl k *special purpose vehicle* või *SPV*) asutamisega. SPV-sid asutatakse peamiselt ühe projekti või tehinguga seotud riskide koondamiseks, et need ei mõjutaks SPV asutanud emaettevõtjat, kui projekt või tehing ei peaks õnnestuma. Kõik tehingu või projektiga seotud kohustused võetakse üksnes SPV tasandil ning on piiratud võlausaldajate võimalus esitada nõue emaettevõtja vastu.

Allfondide eesmärk on oma sisult sarnane, kuid tulenevalt fondi tegevuse ja asutamise eripärast ei ole iga fondi kõrvale uue fondi asutamine sama otstarbekas kui uue SPV või tütarettevõtja asutamine muude äride puhul. Kirjanduses ollakse seisukohal, et nii uue investeerimisfondi asutamine iga eraldiseisva investeeringu jaoks kui ka selle opereerimine on olemuselt koormav.⁶⁶ Iga aktsiaseltsifondi asutamisel tuleb läbi teha kogu fondi moodustamise menetlus, sh koostada fondidokumentatsioon. Aktsiaseltsifondi asutamisel teeb Finantsinspeksioon kooskõlastamise otsuse kahe kuu jooksul, kuid hiljemalt kuus kuud pärast taotluse esitamist. (IFS § 32 lg 6). Võrdlusena kehtivast õigusest toimub lepingulise fondi puhul prospekti muudatuse kooskõlastamise menetlus, millega kooskõlastatakse uue allfondi asutamine Finantsinspeksiooniga, kuni kaks kuud nagu fondi asutamisel, kuid mitte rohkem kui neli kuud (IFS § 79 lg 7).

Allfondi struktuuriga kaasneva varade eraldatuse süsteem ja selle toimivus on oluline investorite jaoks, sest võimaldab hallata investeeringuga kaasnevaid riske.⁶⁷ Investeeringute tegemisel on investorid avatud tururiskile, mida nad on ka valmis taluma, kuid reeglina ei ole nad lisaks sellele valmis kandma investeeringuga kaasnevaid põhjendamatuid õiguslikke riske.⁶⁸ Viimase maandamine regulatiivsel tasandil on oluline ka jaeinvestorite kaitsmiseks.⁶⁹ Jaeinvestorid ei suuda üldjuhul kõiki investeeringutega seotud riske mõista.⁷⁰ Seetõttu on varade eraldatuse tagamine regulatsiooni kehtestamise seisukohast võtmetähtsusega element, et allfondi struktuuri kasutamisel ei tekiks investoritele ootamatuid üllatusi.

⁶⁶ Company Law Review Group. First Report. 2001 – <https://clrg.org/media/ycile5dz/1-clrg-first-report.pdf> (10.04.2026), p 16.10.4.

⁶⁷ Vepsä, A. Sateenvarjомуotoisen sijoitusyhtiön oikeudelliset erityiskysymykset – oikeusvertailevia näkökohtia, lk 100.

⁶⁸ *Ibidem*, lk 100.

⁶⁹ Explanatory memorandum to the open-ended investment companies (amendment) regulations, p 7.1

⁷⁰ Vepsä, A. Sateenvarjомуotoisen sijoitusyhtiön oikeudelliset erityiskysymykset – oikeusvertailevia näkökohtia, lk 100.

Fondivalitseja vaatest on investeerimisfondide jaotamine allfondideks märkimisväärselt kergem võrreldes eraldiseisvate investeerimisfondide asutamisega.⁷¹ Allfondide ühtlustatud dokumentatsioon soodustab riskide analüüsimist investoritele ning allfondide asutamist. Ühtsed põhikirjast tulenevad reeglid ning ühine prospekt muudab investeerimise lihtsamaks nii fondivalitseja kui ka investorite vaatest. Viimased ei pea sellisel juhul enam, oma investeerimispoliitika muutmisel või teistel eesmärkidel uute investeeringute tegemisel, viima end iga kord kurssi kogu fondi dokumentatsiooniga. Investorid saavad piirduda üksnes konkreetse allfondiga seotud dokumentidega tutvumisega, mis hoiab kokku aega ning teatud juhtudel ka muid vahendeid. SPV fondid saaksid samuti kasutada sama dokumentatsiooni, kuid kuna seadus seda ei piira, siis on tegemist usaldusriskiga, kui investor tugineb SPV-lt saadud informatsioonile ning ise kogu dokumentatsiooni üle ei kontrolli. Lisaks ei taga see samasugust efektiivsust, sest asutamist kooskõlastav järelevalveasutus vastutab kogu finantssektori heaolu eest. Seega ei saa nad oma kohustuste täitmisel tugineda üksnes fondivalitseja heale sõnale, vaid peavad igakord viima läbi põhjaliku menetluse fondidokumentatsiooni kooskõlastamisel. See muudab kogu protsessi aeglasemaks ning seega ei täida SPV struktuur samasugust eesmärki. Seega toetab allfondide asutamine investeerimist rohkem kui eraldiseisvate SPV-de loomine.

Allfondi struktuur muudab investeerimisfondi lihtsamini valitsetavaks võrreldes eraldiseisvate investeerimisfondidega.⁷² Kõik allfondid tegutsevad sama organisatsioonilise struktuuri alusel, mis hõlmab ühtlustatud reegleid. Katusfondi struktuur loob seega ühtsema ja selgema fondijuhtimise ning suurema paindlikkuse investeerimispoliitika määramisel. Viimane muudab lihtsamaks fondivalitsejate tegevuse, sest soodustab erinevate investeerimissuundade pakkumist investoritele.

Katusfondi struktuur toob kaasa ka mastaabisäästu fondivalitsejale.⁷³ Mastaabisääst tähendab, et tegevuse suurusest tulenevalt langeb keskmine tegutsemiskulu. Õiguskirjanduses ja fondisektori praktikas on rõhutatud, et katusfondi allfondidel on tavapäraselt ühised

⁷¹ Vepsä, A. Yhteissijoitusyritysten oikeudelliset muodot. – Edilex-sarja 2021/18 – <https://trepo.tuni.fi/bitstream/handle/10024/147406/978-952-03-2814-6.pdf?sequence=7&isAllowed=y> (23.04.2026), lk 33.

⁷² Harju, I., Syyrilä, J. Sijoitusrahastolainsäädäntö. Helsinki: WSOY Lakitieto 2001, lk 4.

⁷³ Hudson, M. Funds: Private Equity, Hedge and All Core Structures, lk 112.

juhtorganid, ühised teenuspakkujad ja nad saavad konsolideerida administratiivseid funktsioone fondi tasandil.⁷⁴ Seega allfondi struktuur võimaldab saavutada mastaabisäästu, sest erinevate investeerimispoliitikate pakkumisel saab fond koguda kokku suurema hulga investorite vahendeid ning sellest tulenevalt jaotub investeerimisest tekkiv administratiivne kulu laiemas isikute ringi vahel.

Kusjuures ei eristata üksnes kuluefekti, vaid investorite riskid peavad samuti olema õiglaselt jaotunud.⁷⁵ Riskide jaotumine võib väljenduda nii investorite õiguste piiramisega kui ka nende kohalduvate kohustustega. Riske ei pea jaotama üksnes investorite vahel, vaid tulenevalt juhatuse, fondivalitseja ja depositeeriumi rollist võib olla asjakohane kehtestada neile täiendavaid kohustusi või õigusi, et tagada investorite riskide tasakaal seoses investeringutega. Seetõttu nõuab allfondi struktuuri üleviimine Eesti õigusesse täpsemat investorite õiguste reguleerimist, mis arvestaks allfondi eripärast tulenevate riskidega.

Eelnevalt on käsitletud allfondi struktuuri tunnuseid ja nendega kaasnevaid eeliseid, mis näitavad, miks on vastav regulatsioon fondisektori konkurentsivõime seisukohast oluline. Analüüsist nähtub, et allfondide keskseks elemendiks on varade eraldatus, mis võimaldab horisontaalset riskide lahutamist ühe juriidilise isiku sees. Kehtivad investeerimisfondide seaduse ja äriseadustiku normid ei luba aga asutada äriühinguid, mille sees oleksid sellised õiguslikult eraldatud varakogumid, mis võiksid tsiviilkäibes iseseisvalt kohustusi võtta või mille suhtes saaks algatada eraldiseisvalt menetlusi. Seetõttu on järgnevas peatükis analüüsitud, kuidas on varade eraldatust erinevates võrdlusriikides reguleeritud ning millised õiguslikud probleemid on nendega seoses praktikas tõusetunud.

⁷⁴ Vepsä, A. Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö. Tampere 2023; Crowe Horwath First Trust LLP. 8 Key Reasons for Choosing a VCC. - <https://www.crowe.com/sg/blog/8-key-reasons-for-choosing-a-vcc> (30.03.2026); Ooi, V. A new structuring option for funds: The Singapore variable capital company, lk 3.

⁷⁵ Vepsä, A. Sateenvarjomuotoisen sijoitusyhtiön oikeudelliset erityiskysymykset – oikeusvertailevia näkökohtia, lk 100.

2. ALLFONDI VARADE ERALDATUS

2.1. Varade eraldatuse kujunemine

Allfondide varade eraldatus on allfondi struktuuri keskne põhimõte, mis kujunes fondisektoris välja enne regulatiivsete piirangute kehtestamist. Luksemburgi tsiviilkoodeksi⁷⁶ järgi on võlgniku varad võlausaldajate ühine tagatis ja sellest tulenevad vahendid jaotatakse nende vahel proportsionaalselt, v.a, kui on mõni legitiimne põhjus eelistada mõnda võlausaldajat, näiteks pant või hüpoteek (art 2093 ja 2094).⁷⁷ Sarnane üldreegel kehtib ka Eesti õiguses, kus äriühing vastutab oma kohustuste täitmise eest kogu oma varaga (ÄS § 221 lg 3). Luksemburgis tekkis praktikas olukord, kus sellest üldreeglist hakati lepinguliselt kõrvale kalduma, sidudes allfondidega seotud kohustused üksnes vastava allfondi varadega.⁷⁸ Tagamaks kõigi investorite võrdväärne kaitse otsustati vastav lähenemine kehtestada seaduses.⁷⁹ Sellega kalduti kõrvale Luksemburgi tsiviilkoodeksi artiklist 2093 sätestatud üldreeglist ning laiendati varade eraldatuse põhimõtet ka osakuomanike vahelistele suhetele.⁸⁰ Sellegipoolest jäeti alles võimalus fondidel uuest põhimõttest kõrvale kalduda.⁸¹ Võimalus piirata vastutuse aluseks olevat vara äriühingu siseselt läheb vastuollu Eesti äriseadustiku üldise põhimõttega ning pankrotiõiguses kehtivate põhimõtetega, kus nõuete rahuldamist on võlausaldajaga kokkuleppel võimalik mõjutada üksnes rahuldamisjärkude abil. Seevastu ei ole võimalik äriühingu sees tekitada pankrotimenetluses iseseisvaid varakogumeid, mille suhtes pankrotimenetlust ei algatata. Seepärast vajab allfondide regulatsioon ka Eestis erisätteid.

Allfondide lepinguliselt eristamisest tulenevalt võib eraldatuse jõustavatuse probleem tekkida nii kohtu-, täite- kui ka maksejõuetusmenetluses ning fondi igapäevaste kohustuste või kapitalinõuete täitmisel. Järgnevalt on varade eraldatusega sooses analüüsitud allfondi õigusvõime küsimust, mis võimaldaks siduda kohustusi konkreetse allfondiga, maksejõuetusmenetluse erisätteid, et vältida maksejõuetusmenetluse käigus varade segunemist,

⁷⁶ Code Civil – <https://legilux.public.lu/eli/etat/leg/code/civil/20251226> (23.04.2026)

⁷⁷ CHAMBRE DES DEPUTES. Session ordinaire 1999-2000. No 4612. PROJET DE LOI portant modification de certaines dispositions de la loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif. – https://wdocs-pub.chd.lu/docs/Dossiers_parlementaires/4612/20250513_Dep%C3%B4t.pdf (23.04.2026), lk 6.

⁷⁸ *Ibidem*.

⁷⁹ *Ibidem*.

⁸⁰ *Ibidem*.

⁸¹ *Ibidem*.

ning allfondide ja aktsiaseltsifondi vaheline varade eraldatus, et tagada aktsiaseltsifondi toimivus, kuid samas arvestades varade eraldatuse põhimõttega.

2.2. Allfondi õigusvõime

2.2.1. Õigusvõimega- või võimeta allfondid

Muutuvkapitaliga investeerimisfondide regulatsioonid jagunevad oma õigusliku käsitlemise poolest kahte põhikategooriasse. Ühelt poolt õigusvõimeta eraldatud varakogumid, mis moodustavad katusstruktuuri juriidilise isikuga, ning teisalt raku-ühingutena asutatud fondid, mille igal rakul on juriidilise isiku staatus. Allfondide varade eraldatuse tagamise probleemi aluseks peetakse asjaolu, et allfondid ise ei oma õigusvõimet.⁸² Näiteks Maltas on kasutusele võetud mõlemad lahendused.⁸³ Eraldi subjektina käibiva isiku eristamine võimaldab välistada selle allfondi investorite vara aktsiaseltsifondi ja teiste allfondide varast sarnaselt eraldi asutatud äriühingu varade eristamisega.⁸⁴ Allfond saab sellisel juhul ise oma nimel sõlmida tehinguid.⁸⁵ Seetõttu ei saa tekkida vaidlusi ka selle üle, kes on lepingu pooleks ning mis varalises ulatuses ta vastutab. Viimast toetab ka õiguskirjanduse seisukoht, mille kohaselt teatud ühendustele juriidilise isiku staatuse andmine lihtsustab õiguskäivet ja tagab teistele õiguskäibes osalejatele kindluse seoses tunnustatud ühenduse eksistentsi sõltumatusega teistest isikutest.⁸⁶

Kui õigussubjektil ei ole iseseisvat õigusvõimet, siis on ta sõltuv teistest isikutest, mis muudab keerulisemaks vastava subjekti võlausaldaja poolt tegelike riskide hindamise.⁸⁷ Õigusvõimet on defineeritud kui võimet omada tsiviilõigusi ja -kohustusi.⁸⁸ See tähendab, et kõik õigused ja kohustused, mis allfondil tekivad, on seotud aktsiaseltsifondi kui õigusvõimelise isikuga. Sellest tulenevalt tekib oht, et erinevate allfondide kohustused võivad hakata mõjutama teisi

⁸² Jamieson, B., Shuen, G. W., Relan, N. Segregation of assets and liabilities under the Variable Capital Company framework. – <https://www.cnplaw.com/wp-content/uploads/2020/01/Segregation-of-assets-and-liabilities-under-the-Variable-Capital-Company-framework.pdf> (23.04.2026).

⁸³ Malta Financial Services Authority. A GUIDE ON ESTABLISHING INCORPORATED CELL COMPANIES IN MALTA. – [link], (21.04.2026), lk 4

⁸⁴ *Ibidem*.

⁸⁵ *Ibidem*.

⁸⁶ Saare, K. TsÜSK § 24/3.3.

⁸⁷ Saare, K. Eraõigusliku juriidilise isiku õigussubjektsuse piiritlemine. Doktoritöö. Juhendaja: Paul Varul. Tartu: Tartu Ülikool 2004.

⁸⁸ Saare, K. TsÜSK § 26/3.1.3.

allfonde. Ühine vastutus ei ole allfondi struktuurile omane, sest üks peamisi eristavaid kriteeriume lisaks erinevale investeerimispoliitikale on varade eraldatus allfondi tasandil. Ebaselgus varade eraldatuse osas muudab riskide hindamise keerulisemaks peale võlausaldajate ka allfondi investorite jaoks, kellel puudub arusaam, mis riskid lisaks tururiskile võivad nende investeeringuid mõjutada.

Rootsis koostatud analüüsis seoses allfondidega on kritiseeritud rahvusvahelist praktikat, mille kohaselt luuakse allfonde üksnes varakogumitena, mitte iseseisva õigusvõimega subjektidena.⁸⁹ Nimelt mitmed jurisdiktsioonid, näiteks Luksemburg ja Iirimaa, näevad küll selgelt ette, et kehtib varade eraldatus ja ühe allfondi nõuete rahuldamisel ei tohiks kasutada teiste allfondide varasid.⁹⁰ Sellegipoolest puuduvad tagatised, et allfonde, mille varad asuvad ka teises riigis, käsitletakse sarnaselt nagu nende koduriigis eraldi varakogumitena mitte ühe juriidilise isikuna.⁹¹ Seetõttu võib allfondide varade eraldamise jõustatavus rahvusvahelisel tasandil olla eriti probleemne.

Kui eraldatust tunnustatakse riigi õiguse kohaselt, siis peaksid kohalikud kohtud seadust vastavalt seadusandja tahtele kohaldama. Seevastu olukorras, kus allfond, mille varad asuvad teises riigis, allutatakse kohaliku maksejõuetusmenetluse reeglitele, ei pruugi varade eraldatus olla tingimata tagatud.⁹² Fondisektori rahvusvahelisuse tõttu ei ole selline stsenaarium otseselt välistatud.⁹³ Probleem võib tõusetuda isegi Euroopa Liidus siseselt, sest määruse (EL) 2015/848⁹⁴ artikkel 1 lg 2 p 4 kohaselt ei kohaldu see ühiseks investeerimiseks loodud ettevõtjate maksejõuetusmenetlustele. Siiski on õiguskirjanduses mõõndud, et tulenevalt Euroopa Liidu järelevalve asutuste koostöö kohustusele on sellise stsenaariumi tekkimine, kus ühe riigi maksejõuetusmenetluses ei tunnustata varade eraldatust, vähe tõenäoline.⁹⁵

Hoolimata Euroopa Liidu sisesest selgusest on kirjanduses pakutud probleemseks näitena olukorda, kui investeeringud on tehtud arenemata turgudel, kus väärtfabereid hoitakse kohaliku

⁸⁹ Lindeblad, A.-C. En hållbar, transparent och konkurrenskraftig fondmarknad (SOU 2016:45). Stockholm 2016, lk 238.

⁹⁰ *Ibidem*.

⁹¹ *Ibidem*.

⁹² Vepsä, A. Sateenvarjомуotoisen sijoitusyhtiön oikeudelliset erityiskysymykset – oikeusvertailevia näkökohtia, lk 107.

⁹³ *Ibidem*, lk 106.

⁹⁴ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määrus (EL) 2015/848, 20. mai 2015, maksejõuetusmenetluse kohta. – ELT L141/19.

⁹⁵ Vepsä, A. Sateenvarjомуotoisen sijoitusyhtiön oikeudelliset erityiskysymykset – oikeusvertailevia näkökohtia, lk 107, koostöö kohustus tuleneb eurofondide direktiivi artiklist 101 ja alternatiivfondide direktiivi artiklist 54.

väärtpaberihoidja kontol, mis alluvad kohalikule seadusele.⁹⁶ Olukorras, kus üks allfond muutub maksejõuetuks, mille varade hulgas on nimetatud väärtpaberid, ja sama väärtpaberite hoidja juures hoitakse ka teise allfondi väärtpabereid, võidakse realiseerida ka need väärtpaberid, mis kuuluvad maksejõulisele allfondile. Seda tulenevalt sellest, et nimetatud riigis ei tunnustata allfondide eraldatust ja investeerimisfondi koheldakse maksejõuetuse korral tervikuna.⁹⁷ Riski maandamiseks on õiguskirjanduses välja pakutud praktiline lahendus kasutada koduriigi deponitooriumi.⁹⁸ Viimane ei pruugi aga alati olla võimalik, kui investeringuid tehakse arenevatel turgudel, kus nõutakse väärtpaberite hoidmist kohaliku deponitooriumi juures.⁹⁹ Vaatamata kõigele on tegemist probleemiga, mida ei ole võimalik Eesti seadusandjal lahendada, sest me ei saa mõjutada teistes riikides pankrotimenetluse ja sellega kaasnevate sätete tunnustamist. Ainus, mida Eesti seadusandja saab mõjutada on allfondide juriidiliste isikutena tunnustamist Eesti õiguse kohaselt, mis võimaldaks allfondi käsitlust allutada selgemalt Eesti õigusele vastavalt asukohamaa teooriale¹⁰⁰.

Näiteks Inglismaa kohtusse on samuti jõudnud Luksemburgi õiguse alusel asutatud fondi allfondiga seotud vaidlus, mis puudutas allfondi õigussubjekti staatust. Vaidluse keskseks küsimuseks oli, kas Luksemburgis asutatud fondi eraldatud varakogum ehk allfond, langeb registreerimata äriühingu definitsiooni alla Inglise õiguse kohaselt, kuigi sel puudub iseseisev õigusvõime oma kodu riigi õiguse kohaselt ning kas sellest tulenevalt on võimalik kasutada täiendavaid õiguskaitsevahendeid, kuigi allfond on oma koduriigis likvideeritud.¹⁰¹ Vaidluse esemeks olnud allfondi investeerimispoliitika kohaselt investeeriti raha Ühendkuningriigis asuvasse kinnisvarasse, kuid allfondi likvideerimisel varasid ei õnnestunud realiseerida.¹⁰² Kuna Luksemburgi õiguse kohaselt ei olnud võimalik teha allfondi suhtes likvideerimismäärust (ingl k *winding-up order*), siis esitas pensionifondi hallanud omavalitsus kaebuse, et taotleda

⁹⁶ *Ibidem*, lk 106-107.

⁹⁷ *Ibidem*, lk 106-107.

⁹⁸ Feetham, N., Jones, G. Protected Cell Companies: A guide to their implementation and use, lk 38.

⁹⁹ COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS. CESR's response to the European Commission's consultation on the UCITS depositary function. 2009 –

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_781.pdf (12.04.2026), lk 3.

¹⁰⁰ Asukohamaa teooria osas vt Saare, K. Eraõigusliku juriidilise isiku õigussubjektsuse piiritlemine, lk 131.

¹⁰¹ *Case Summary: East Riding of Yorkshire Council (As administrating authority of the East Riding Pension Fund) (Appellant) v KMG SICAV-SIF-GB Strategic Land Fund (Respondent) (UKSC/2025/0195)* – <https://supremecourt.uk/cases/uksc-2025-0195> (30.03.2026).

¹⁰² *Ibidem*.

allfondi likvideerimist kohaliku maksejõuetusakti (ingl k *Insolvency Act 1986*¹⁰³) alusel.¹⁰⁴ Selle paragrahvi 221 alusel on võimalik likvideerida registreerimata ühinguid.¹⁰⁵ Taotluse eesmärk oli viia likvideerimine läbi Inglise õiguse alusel, eeldusel, et allfond on registreerimata ühing Inglise õiguse kohaselt.¹⁰⁶ Kohus jättis taotluse rahuldamata, sest nimetatud allfond omas küll mitmeid tunnuseid, mis on omased juriidilistele isikutele või seltsingutele, kuid sellel puudus siiski iseseisev õigusvõime.¹⁰⁷ Lisaks ei olnud allfond moodustatud lepingulise suhte alusel tema investorite enda poolt, vaid see oli osa varakogumist, mida omas äriühing (katusfond).¹⁰⁸ Investoril ei olnud seetõttu otse suhteid võlausaldajatega ning seega ei saanud kaebuse esitanud investor nõuda selle likvideerimist eraldiseisvalt.¹⁰⁹ Investeering oli tehtud katusfondiks olnud äriühingusse, mis oli jaotanud oma varad eraldi varakogumitesse.¹¹⁰ Äriühingu põhikirja kohaselt oli see üks terviklik äriühing, kuid investorite ja võlausaldajate õigused, sh nõudeõigus, olid seotud üksnes ühe kindla määratletud allfondi varaga.¹¹¹ Eelnevast lahendist saab järeldada, et iseseisva õigussubjekti staatuse andmine võib aidata kaasa õiguste ja kohustuste osas õigusselguse tagamisele ning võlausaldajate huvide kaitsmisele rahvusvaheliselt tegutsevate allfondide puhul. Teisalt ei ole see ilmingimata vajalik, et saavutada varade eraldatus allfondi tasandil ning piisab põhikirjalisest eristamisest.

Näiteks Saksa õiguspraktikas on allfondiga seotud kohustused piiratud konkreetse allfondi varadega.¹¹² Viimase tagamiseks on kehtestatud kohustus avalikustada kolmandatele isikutele, millise allfondi arvel tehing sõlmitakse.¹¹³ Praktikas tähendab see, et tehingute sõlmimisel peab aktsiaseltsifond lepingutes näitama ära, millise allfondi suhtes see sõlmitakse.¹¹⁴ Tegemist on

¹⁰³ Insolvency Act 1986 – <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/45/section/221> (30.03.2026).

¹⁰⁴ Case Summary: East Riding of Yorkshire Council (As administrating authority of the East Riding Pension Fund) (Appellant) v KMG SICAV-SIF-GB Strategic Land Fund (Respondent) (UKSC/2025/0195).

¹⁰⁵ Case Summary: East Riding of Yorkshire Council (As administrating authority of the East Riding Pension Fund) (Appellant) v KMG SICAV-SIF-GB Strategic Land Fund (Respondent) (UKSC/2025/0195) – <https://supremecourt.uk/cases/uksc-2025-0195> (30.03.2026).

¹⁰⁶ *Ibidem*.

¹⁰⁷ East Riding of Yorkshire Council (As administrating authority of the East Riding Pension Fund) (Appellant) v KMG SICAV-SIF-GB Strategic Land Fund (Respondent). Case No: CA-2024-002839. – https://www.serleccourt.co.uk/images/uploads/news-and-events/East_Riding_of_Yorkshire_Council_as_Administrating_Authority_of_the_East_Riding_Pension_Fund_v_KMG_SICAV-SIF-GB_Strategic_Land_Fund_2025_EWCA_Civ_1137.pdf (30.03.2026).

¹⁰⁸ *Ibidem*.

¹⁰⁹ *Ibidem*.

¹¹⁰ *Ibidem*.

¹¹¹ *Ibidem*.

¹¹² Wallach, E. KAGBK, § 117/II.

¹¹³ *Ibidem*, § 118/IV.

¹¹⁴ *Ibidem*.

ühe võimaliku näitena mehhanismist, mille üle toomist on võimalik kaaluda ka Eesti õiguse kontekstis.

Vaatamata sellele, et rahvusvahelises praktikas on õigusvõimeta allfondide vahelist varade eraldatust vähe katsetatud, peeti sellise süsteemi kehtestamist Rootsis võimalikuks vaid juhul, kui regulatiivne raamistik võimaldaks käsitleda juriidilise isiku erinevaid osi teatud juhtudel eraldiseisvate juriidiliste isikutena. Selline regulatiivne lahendus ei oleks sobinud aga Rootsi õigussüsteemi.¹¹⁵ Seetõttu on oluline mõista õigusvõime regulatsiooni sisu Eesti õiguse aspektis, et tuvastada allfondide õigusvõime eristamise võimalikust ja praktilist vajadust Eestis.

2.2.2. Õigusvõime käsitlus Eesti õiguse seisukohast

Eestis on õigussubjekt seaduse alusel loodud juriidiline isik (TsÜS § 24). Juriidilise isiku staatuse omistamine konkreetsele ühendusele saab toimuda üksnes seaduse alusel.¹¹⁶ Juriidilise isiku tunnusteks on õigusvõime, nimi, organisatsioon, üldine vastutusvõime, protsessiõigusvõime ja varaline eraldatus oma liikmetest. Eelnev loetelu ei ole ammendav nimekiri, kuid annab suunised nende määratlemiseks.¹¹⁷ Kuna õigusvõime on juriidilise isiku tunnuseks, siis eeldaks allfondile õigusvõime andmine juriidilise isiku staatuse kohaldamist. Viimane tähendaks ühingu loomist, kus juriidilise isiku sees on eraldiseisev juriidiline isik.

Tulenevalt juriidilise isiku legaaldefiniitsioonist on oluline eristada juriidilist isikut teistest sarnastest ühendustest, mis võivad õiguskäibes olla teatud õiguste ja kohustuste kandjaks.¹¹⁸ Juriidiline isik on õigustehniline konstruktsioon, mis võimaldab ühendusel (nt varakogumil) enesel osaleda õigussubjektina õiguskäibes.¹¹⁹ Õigussubjektiks on sellisel juhul ühendus ise, mitte ühendusse kuuluvad või sellega seotud isikud.¹²⁰ Lisaks õigussubjektsetele ühendustele eksisteerivad ka ühendused, mis ei ole iseseisvad isikud, näiteks seltsing ja vaikiv seltsing.¹²¹

¹¹⁵ Lindeblad, A.-C. En hållbar, transparent och konkurrenskraftig fondmarknad (SOU 2016:45), lk 238.

¹¹⁶ Saare, K. TsÜSK § 24/3.2.

¹¹⁷ *Ibidem.*

¹¹⁸ Saare, K. TsÜSK § 24/3.2.

¹¹⁹ *Ibidem.*

¹²⁰ *Ibidem.*

¹²¹ *Ibidem.*

Erinevalt aktsiaseltsifondist käsitletakse mittejuriidilise isikuna lepingulist investeerimisfondi, mis ei oma iseseisvat õigusvõimet, vaid õigused on igal sellega seotud isikul üksikuna.¹²² Viimane muudab fondil enda õiguste eest seismise keeruliseks.¹²³ Sama probleem võib esineda seoses aktsiaseltsifondi allfondidega. Varade eraldatuse aspekt ei ole oluline ainult pankrotimenetluses, sest nõudeid saab esitada allfondi kohustuste suhtes ka kohtusse ning sealt saadavad lahendid on täitedokumentideks täitemenetluses (TMS¹²⁴ § 2).

Juriidilise isiku õiguslik seisund ja sellega kaasnev õigusvõime on enamjaolt ka tema menetlusõigusvõime eelduseks.¹²⁵ Tsiviilkohtumenetlusõigusvõime on igal isikul, kellel on õigusvõime tsiviilõiguse kohaselt (TsMS¹²⁶ § 201 lg 2). Riigikohtu hinnangul on õigusvõimeliste isikute liigid seaduses sätestatud, õigusvõime tekib seaduse alusel ning õigusvõime omandab isik registrisse kandmisest või selle juriidilise isiku kohta seaduses sätestatud ajast.¹²⁷ Tsiviilkohtumenetlusõigusvõimega isikute menetluses osalemise nõude eesmärk on välistada menetlemine olukorras, kus poolel puudub kehtiva õiguse kohaselt võime olla tsiviilõiguste ja -kohustuste kandjaks.¹²⁸ Juriidilise isiku vara ega juriidiline isik ei saa kuuluda teistele isikutele.¹²⁹ Kehtivast regulatsioonist lähtudes esitatakse nõue aktsiaseltsifondi vastu, sest aktsiaseltsifond on õigussubjekt, kellel on tsiviilkohtumenetlusõigusvõime. Kui nõue esitatakse aktsiaseltsifondi vastu, siis ÄS § 221 lg 3 alusel vastutab aktsiaseltsifond oma kohustuste täitmise eest oma varaga.

Eesti õiguses ei ole seni samuti tunnustatud eraldiseisvat õigusvõimet ühe juriidilise isiku sees. Eesti õiguskirjanduses on mööndud, et mitte kõik kooslused ei vääri iseseisva õigussubjekti staatust.¹³⁰ Kuigi allfondi kontekstis keskendutakse varakogumitele, siis sisuliselt on need samuti kooslused, mis moodustuvad allfondi aktsionäridest. Kehtiv õigus eeldab juriidilise isiku täielikku õigusvõimet, samas kui juriidilise isiku staatusega kooslusel tuleb igal korral

¹²² Venesaar, M. Lepingulise investeerimisfondi õiguslik staatus, lk 61.

¹²³ *Ibidem*.

¹²⁴ Täitemenetluse seadustik. – RT I, 07.01.2026, 8.

¹²⁵ Saare, K. TsÜSK § 26/3.1.3.

¹²⁶ Tsiviilkohtumenetluse seadustik. – RT I, 03.04.2025, 2.

¹²⁷ RKTko 3-2-163-14, p 13.

¹²⁸ Hussar, A. TsMSK, § 201/3.1. – Kõve, V. jt (koost). Tsiviilkohtumenetluse seadustik I. I–V osa (§-d 1–305). Komm. vlj. Tallinn: Juura 2017.

¹²⁹ Saare, K. TsÜSK § 24/3.2.

¹³⁰ Saare, K. Eraõigusliku juriidilise isiku õigussubjektsuse piiritlemine. Doktoritöö. Juhendaja: Paul Varul. Tartu: Tartu Ülikool 2004.

tõendada oma võimet olla õiguste ja kohustuste adressaat.¹³¹ Vastupidiselt on üldreeglina õigusvõime tihedalt seotud isikuks olemisega. Õigusvõime omandamine seondub juriidilise isiku asutamisega.¹³² TsÜSi kohaselt hõlmab juriidilise isiku mõiste üksnes täisõigusvõimega isikuid.¹³³ Juriidiline isik ei saa osaleda õiguskäibes abstraktse mõistena, vaid oma konkreetsete alaliikide kaudu, millele on seaduse alusel tagatud õigussubjektiks olemine.¹³⁴ Õigusvõime on oma abstraktses tähenduses jagamatu ning hõlmab kõiki õigusi ja kohustusi, mida konkreetne isik on oma kvaliteedilt võimeline omama.¹³⁵ Konkreetset ühendust saab lugeda juriidiliseks isikuks ning õigussubjektiks arvates ajahetkest, mil see on täitnud kõik eeldused, mis on kehtestatud seadusega, juriidiliseks isikuks saamiseks.¹³⁶ Eraõiguslike juriidiliste isikute puhul on see muuhulgas seotud kande tegemisega vastavasse registrisse.¹³⁷ Kuna allfond ei ole tavapäraselt ise juriidiline isik, siis üldreegli alusel allfondidel puudub õigusvõime. Juriidilise isiku staatuse andmine eeldaks kehtiva tsiviilõiguse kohaselt allfondide eraldiseisvat registreerimist äriregistris, mis pärsiks nendega taotletavat paindlikkust.

Kuigi koosluse sõltumatus ning varaline eraldatus võib olla ajendiks abstraktse õigusvõime omistamisel, siis ei pea need olema omavahel ilmtingimata seotud.¹³⁸ Nimelt on varade eraldatus võimalik tagada ka ilma iseseisva õigusvõimega allfondide kehtestamisel. Puudub vajadus hakata iga allfondi asutamiseks läbi viima täiendavat registrimenetlust, sest see läheks vastuollu allfondi struktuuri eesmärkidega tagada võimalikult efektiivne allfondide asutamine. Kui teoorias võib pidada võimalikuks anda allfondile eraldiseisev õigusvõime, siis tähendab see olulist kõrvale kaldumist tsiviilseadustiku üldosas seni kehtinud põhimõttest, et aktsiaseltsifondi kui juriidilise isiku vara ei saa kuuluda teisele isikule ehk allfondile. Seda isegi olukorras, kus allfond on endiselt tihedalt seotud juriidilise isiku endaga. Nimetatud seisukohta toetab ka eraõiguslike juriidiliste isikute liikide suhtes kehtiv *numerus claususe* põhimõte, mille kohaselt tunnustatakse eraõiguslike juriidiliste isikutena ainult neid kooslusi, mis seaduses on

¹³¹ *Ibidem*, lk 123.

¹³² Saare, K. TsÜSK § 26/3.1.3.

¹³³ Ernits, M, jt PSK § 9/20-22. – Madise Ü. jt (toim). Eesti Vabariigi põhiseadus. Komm. vlj. 5., täiend. vlj. Tartu: Sihtasutus Iuridicum 2020.

¹³⁴ Saare, K. TsÜSK § 24/3.1.

¹³⁵ Saare, K. TsÜSK § 25/3.1.2.

¹³⁶ Saare, K. TsÜSK § 24/3.2.

¹³⁷ *Ibidem*.

¹³⁸ Saare, K. Eraõigusliku juriidilise isiku õigussubjektsuse piiritlemine. Doktoritöö. Juhendaja: Paul Varul. Tartu: Tartu Ülikool 2004, lk 123.

sellisena määratletud.¹³⁹ Saare on oma doktoritöös põhjendanud, et *numerus claususe* põhimõttest eemaldumine muudaks ebaselgeks ning kontrollimatuks asjaolu, milline kooslus ning millisel määral on õigustatud õiguskäibes osalema.¹⁴⁰ Seetõttu tuleks eelistada lahendust, kus varade eraldatus tagatakse tsiviilkäibes muude lahendustega, mitte juriidiliste isikute suletud loetelu laiendamise kaudu.

Täitemenetluses kasutatavat hagi kolmanda isiku vara arestist vabastamiseks TMS § 222 on võimalik üle tuua fondiregulatsiooni. Õigusselguse huvides tuleks seda õigust täpsustada investeerimisfondide seaduses, et vältida asjatuid vaidluseid selle üle, millistel isikutel on võimalik vastuväide esitada ning kelle vastu. Allfondi sätete juures tuleks lisada allfondide suhtes täpsustav viide IFS § 293 lõikele 2, mis annab depositeoriumile õiguse esitada vara arestist vabastamise hagi fondi investorite nimel, kui varast teostatakse sundtäitmist või vara on arestitud nõude täitmiseks. Depositeoriumi puhul puudub vajadus depositeoriumi vastutust vabastamishagi esitamata jätmise eest suurendada seaduses, kuid fondivalitseja võiks selle kohustuse lisamist kaaluda depoolepingu sõlmimisel. Lisaks depositeoriumile võiks üldreegli järgi olla asjakohane ka allfondi investori nõue, sest sisuliselt mõjutaks nõude rahuldamine teise allfondi varade eest selle allfondi investori investeeringu puhasväärtust. Samas tuleb arvestada, et investoritel endal on raske sellist asja tuvastada, sest nad ei tegele investeeringu jälgimisega igapäevaselt, siis investorite õiguste kaitse seisukohast tuleks see kehtestada juhatuse kohustusena.

Vaatamata sellele, et fondina tegutsevale aktsiaseltsile valitakse vara investeerimise teenuseosutajaks lepingupartnerina fondivalitseja, kes täidab sellekohast ülesannet, ei vähene ÄS-ist tulenevalt aktsiaseltsi juhatuse pädevus.¹⁴¹ Aktsiaseltsifondi juhatuse ülesandeks teostada järelevalvet, et fondi vara investeeritakse vastavalt seadusele ja valitsemislepingut täidetakse nõuetekohaselt.¹⁴² Samasugune nõue kehtib ka kõigi muude teenuselepingute puhul, milleks on eelkõige depooleping, kuid aktsiaseltsifond võib sõlmida ka täiendavaid äriühingu tegevusega seotud teenuselepingud, mille täitmise üle tuleb seega järelevalvet teostada.¹⁴³

¹³⁹ Saare, K. Eraõigusliku juriidilise isiku õigussubjektsuse piiritlemine, lk 52.

¹⁴⁰ *Ibidem*, lk 54.

¹⁴¹ Investeerimisfondide seaduse eelnõu (297 SE) seletuskiri, lk 106.

¹⁴² *Ibidem*.

¹⁴³ *Ibidem*.

Vastav põhimõtte tuleneb ka juhatuse üldisest kohustusest vastutada äriühingu tegevuse eest.¹⁴⁴ Järelevalve kohustuse osana võiks käsitleda vabastamishagi esitamist. Viimase tegemata jätmine võiks olla juhatuse vastu kahju hüvitamise nõude aluseks, et taastada olukord, kus teise allfondi varade arvelt nõuet ei oleks rahuldatud.

Vältimaks olukordi, kus kolmandad isikud esitavad täitemenetluses nõude mõne allfondi suhtes, kelle vastu neil tegelikult nõuet ei olnud, tuleks lisaks kaaluda Saksamaal rakendatavat lahendust, mis kohustab aktsiaseltsifondi teavitama vastaspooli lepingu sõlmimisel. Tulenevalt fondivalitseja positsioonist varade investeerimisel, peaks see olema kehtestatud fondivalitseja kohustusena, mille üle saab teostada järelevalvet juhatus. Viimane aitaks samuti tagada, et õigusvõimeta varakogumite menetlusse sattumisel ei tekiks allfondide varade segunemine.

Allfondidele õigusvõime andmine lubaks allfondidel iseseisvalt tsiviilkäibes osaleda, nagu USAs või Maltas tunnustatud rakuühingud, ning nende tunnustamine kolmandates riikides oleks seotud väiksema riskiga. Vaatamata sellele ei ole sellise süsteemi kehtestamine põhjendatud nende juriidilise ja praktilise keerukuse tõttu, millest tulenevalt ei too need kaasa oodatavat konkurentsivõime kasvu fondisektoris. Seetõttu on mõistlikum varakogumitele õigusvõime andmise asemel täpsustada juhatuse kohustusi investeerimisfondide seaduses, kehtestades juhatusele kohustus tagada varade eraldatus kohtu- ja täitemenetluses. Selle teostamiseks saab juhatus kasutada ülalmainitud vabastamishagi mehhanismi, mille tulemusena ei saa tekkida varade segunemist allfondide vahel. Allfondi regulatsiooni peamine eesmärk on kaitsta investorite positsiooni, mille tagamine on võimalik läbi juhatuse aktiivse rolli.

Seega pole eraldi õigusvõime loomine allfondidele Eesti õigusraamistikus vajalik ega mõistlik lahendus. Õigusvõime puudumine ei välista varade eraldatuse tõhusat tagamist, kuna praktikas on võimalik kasutada alternatiivseid toimivaid mehhanisme, mis tagavad sama tulemuse. Eesti õigusesse sobib paremini lähenemine, kus varade eraldatus tagatakse erisätete rakendamisega investeerimisfondide seaduses ja muudes allfonde puudutavates õigusaktides. Järgnevate peatükkide analüüs põhineb siinkohal tehtud järeldusest, et allfondidel ei ole Eesti õiguses eraldiseisvat õigusvõimet.

¹⁴⁴ Investeerimisfondide seaduse eelnõu (297 SE) seletuskiri, lk 106.

2.3. Varade eraldatus allfondi maksejõuetuse korral

Aktsiaseltsifondi allfondi puhul, mis ei ole iseseisva õigusvõimega, tuleb arvestada, et allfond on osa kogu aktsiaseltsi varakogumist. Osana varakogumist tuleb esmalt eristada, kuidas toimub maksejõuetusmenetlus üksnes varakogumi suhtes nii, et see ei mõjutaks teisi allfonde, ning teiseks kelle vastu tuleb sellises maksejõuetusmenetluses esitada nõuded.

Pankrotimenetluse eesmärk on kõigile võlausaldajatele tuua võrdselt kasu (nn *par conditio creditorum*) ning võlgniku vara jagamisel rahuldatakse võlausaldajate nõuded proportsionaalselt nende suhtele kõikidesse võlgadesse.¹⁴⁵ Selles väljendub võlausaldajate võrdne kohtlemine. Võrdne kohtlemine venitatakse pikemaks kui üksnes pankrotimenetluse algatamise hetk ning sellel võib olla tagasiulatuv mõju.¹⁴⁶ Üheks näiteks on tehingute tagasivõitmine, mis tehti enne menetluse algatamist ning kahjustavad võlausaldajaid kogumina.¹⁴⁷ Võrdsest kohtlemises võib aga olla eriõigusest tulenevaid erandeid, näiteks nõuded konkreetsele esemele ehk nn välistamisõigus, mis võib tuleneda näiteks omandisuhtest.¹⁴⁸ Lisaks võrdse kohtlemise põhimõttele on keskseks põhimõtteks ka võlausaldajate kollektiivsus, mis välistab võlausaldajate võidujooksu võlgniku piiratud varale ehk välistab võlausaldaja nõude esitamise ajalise eelise.¹⁴⁹ Allfondide puhul esineb kõrvalekalle üldistest põhimõtetest, sest kõigile juriidilise isiku võlausaldajatele ei tooda võrdselt kasu. Erinevate allfondide võlausaldajate suhtes piiratakse varakogumeid allfondide investorite kaitseks, mis on sarnane omandisuhtest tuleneva välistusega, kuid vastuolus üldiste reeglitega.

Aktsiaseltsifondi lõpetamisele kohalduvad üldreeglina äriseadustikus ja pankrotimenetluses kehtestatud normid, välja arvatud ulatuses, mis investeerimisfondide seaduses on sätestatud teisiti. Allfondide varakogumitesse eraldamine tähendab, et ilma erisätteta ei saa kohaldada pankrotiseaduse sätteid varakogumite maksejõuetuse lahendamiseks. Üldreeglina saab pankrotimenetluses pankrotivõlgnikuks olla füüsiline või juriidiline isik (PankrS § 8 lg 1). Tulenevalt aktsiaseltsi üldreeglitest tähendab see, et aktsiaseltsifond vastutab võlausaldajate ees

¹⁴⁵ Forste, U. Pankrotiõigus. Tallinn: Juura 2018, lk 5-6.

¹⁴⁶ *Ibidem*.

¹⁴⁷ *Ibidem*.

¹⁴⁸ *Ibidem*.

¹⁴⁹ Kasak, A. PankrSK., § 2/2. – Varul, P. jt (koost). Pankrotiseadus. Komm. vlj. 1. vlj. Tartu: Juura 2024.

kogu oma varaga (ÄS § 221 lg 3), mis laieneb ka pankrotimenetlusele, kus võlgniku vara muutub pankrotivaraks (PankrS § 108 lg-d 1 ja 2). Viimane ei täida varade lahususe põhimõtet, mistõttu tuleb selle tagamiseks kehtestada erisätted ka maksejõuetusmenetluses.

2.3.1. Maksejõuetusmenetluse sätete kohaldamise võimalikkus

Saksa õiguskirjandus rõhutab, et isegi allfondi maksejõuetuse korral ei saa võlausaldajad oma nõudeid rahuldada kogu investeerimisfondi arvel.¹⁵⁰ Sellega seatakse investorite õigused esiplaanile ning jäetakse kõrvale võlausaldajate kaitse.¹⁵¹ Viimast lähenemist toetab ka eelnevalt mainitud välistamisõiguse põhimõte pankrotiõiguses, mille kohaselt on isikutel võimalik välistada võlausaldajate nõudeid varades osa, mille suhtes neil on eriõigus.

Saksa õiguskirjanduses on samas seatud kahtluse alla, kas allfondide varade eraldatus on ikkagi kooskõlas maksejõuetusmenetluse imperatiivsete nõuetega. Seda eelkõige seetõttu, et Saksamaa pankrotiseadus (saksa k *Insolvenzordnung*¹⁵²), ei tunnusta reeglina varakogumite, mis ei ole isikud, maksejõuetust.¹⁵³ Viimast toetab KAGB § 117 lg 2 grammatiline tõlgendus, mille kohaselt varade eraldatus kehtib aktsiaseltsifondi pankroti või likvideerimise korral. Sõnastus viitab ainult olukorrale, kus kogu aktsiaseltsifondi suhtes algatatakse pankrotimenetlus.¹⁵⁴ Kuigi seadusandja võis seda soovida, siis ei saa üksnes sellele tuginedes sellist järeldust teha.¹⁵⁵ Palju olulisem on fundamentaalne küsimus, kas varakogumite suhtes saab üldse pankrotimenetluse sätteid kohaldada.¹⁵⁶

Sellest lähtuvalt peavad vastanduvad eksperdid eraldi seisvat maksejõuetusmenetlust võimalikuks kasutades analoogia korras põhimõtteid, mis kohalduvad ühisvara või pärandvara maksejõuetusmenetlusele.¹⁵⁷ Eraldi seisva pankrotimenetluse lubamist iga allfondi suhtes

¹⁵⁰ Wallach, E. KAGBK, § 117/III.

¹⁵¹ *Ibidem*.

¹⁵² Insolvenzordnung vom 5. Oktober 1994 (BGBl. I S. 2866), die zuletzt durch Artikel 6 des Gesetzes vom 15. Juli 2024 (BGBl. 2024 I Nr. 236) geändert worden ist. – <https://www.gesetze-im-internet.de/insolvenzordnung/27042026.pdf> (27.04.2026).

¹⁵³ Boxberger, L. § 117 änr 11. – Moritz, J., Klebeck, U., Jesch, T. A. Frankfurter Kommentar zum Kapitalanlagerecht. Frankfurt: Fachmedien Recht und Wirtschaft in Deutscher Fachverlag GmbH 2019.

¹⁵⁴ Wallach, E. KAGBK, § 117/III.

¹⁵⁵ *Ibidem*.

¹⁵⁶ *Ibidem*.

¹⁵⁷ Fischer, C. Die Investmentaktiengesellschaft aus aufsichtsrechtlicher und gesellschaftsrechtlicher Perspektive. Frankfurt am Main: Peter Lang Verlag 2007.

toetab argument, et varade suhtes eraldiseisva arvestuse pidamine muudab iga allfondi maksejõuetuse tuvastamise võimalikuks ilma oluliste lisa sammudeta.¹⁵⁸ Saksa õiguskirjanduses ei peetud põhjendatuks, et teiste allfondide investorid peaksid kandma maksejõuetuks muutunud allfondi riski, kuhu nad ei ole investeerinud. Seetõttu tuleb järeldada, et olenemata sõnastusest peaks rakendama maksejõuetusmenetlust eraldiseisvalt kõikide allfondide suhtes.¹⁵⁹

Järeldus, mille kohaselt tuleb maksejõuetus algatada kogu aktsiaseltsifondi vastu seab kahtluse alla varade eraldatuse printsiibi tervikuna, sest pankrotimenetluses ei ole halduril huvi jätkata teiste allfondide tegevust, vaid realiseerida kogu aktsiaseltsifondi varad.¹⁶⁰ See tekitab olukorra, kus maksejõuetus tuleb tuvastada aktsiaseltsifondil tervikuna, kuid tulenevalt teiste allfondide bilansi seisust, võib aktsiaseltsifondi kui terviku bilanss olla positiivne ehk maksejõuetuse olukord puudub.¹⁶¹ Viimane jätkaks võlausaldajad positsiooni, kus ei kehtiks võlausaldajate võrdne kohtlemine pankrotimenetluses, vaid nõuded tuleks rahuldada täitemenetluses. Täitemenetluses käib nõuete rahuldamine aga üldreeglina nende esitamise järjekorras¹⁶². See tähendaks põhjendamatult allfondidega seotud võlausaldajatele kehvemat positsiooni kui tavalise investeerimisfondiga seotud võlausaldajatel. Seetõttu tuleb toetada seisukohta, mis tunnustab allfondide eraldiseisvat maksejõuetust, et tagada ka võlausaldajate huvide kaitse pankrotimenetluses.

Eraldiseisva pankrotimenetluse eeldus on, et varakogumite suhtes on ka Eesti õiguse kohaselt võimalik pankrotimenetlust algatada. Pärandvara pankroti küsimust on samuti Eesti õiguses analüüsitud pankrotiõiguse revisjoni käigus.¹⁶³ Erinevate lahenduste hulgas kaaluti, kas pärandvara saaks olla iseseisev juriidiline isik või piiratud õigusvõimega õigussubjekt.¹⁶⁴ Viimast lahendust peeti ka õiguslikult vähem problemaatiliseks.¹⁶⁵ Selle kehtestamiseks pakuti

¹⁵⁸ Wallach, E. KAGBK, § 117/ III.

¹⁵⁹ *Ibidem*.

¹⁶⁰ *Ibidem*.

¹⁶¹ Wallach, E. KAGBK, § 117/III.

¹⁶² Nt TMS § 8 lg 2; Forste, U. Pankrotiõigus. 2018, lk 3.

¹⁶³ Liin, S. MAKSEJÕUETUSÕIGUSE REVISJON ANALÜÜS-KONTSEPTSIOON PÄRANDVARA PANKROT. – <https://www.justdigi.ee/sites/default/files/documents/2021-11/T%C3%B6%C3%B6r%C3%BChma%20liikme%20Susann%20Liini%20anal%C3%BC%C3%BCs-kontseptsioon%20%E2%80%9EP%C3%A4randvara%20pankrot%E2%80%9C.pdf> (11.04.2026)

¹⁶⁴ *Ibidem*, lk 11.

¹⁶⁵ *Ibidem*, lk 11.

analüüsi kokkuvõttes välja, et tuleb täiendada pankrotivõlgniku mõistet ja tuua välja, et seaduses sätestatud juhtudel saab pankrotimenetluse läbi viia varakogumi suhtes või sätestada, et pärandvara pankrotimenetlus viiakse läbi pärandvara suhtes.¹⁶⁶ Järelikult on Eesti õigusteaduses kinnitatud pankrotimenetluse sätete kohaldamise võimalikkust varakogumi suhtes.

Riigikohus on ka varem pärandvara pankrotimenetlusega seotud norme analüüsinud. Pärandvara ei ole seaduse kohaselt füüsiline või juriidiline isik, kellele oleks omistatud tsiviilkohtumenetlusõigusvõime või -teovõime.¹⁶⁷ Eelnev ei välista, et pärandvaraga või tema suhtes ei ole võimalik teha õiguslike toiminguid.¹⁶⁸ Pankrotiavaldus on võimalik esitada surnud isiku vara suhtes (PankrS § 9 lg 2). Seega lubab pankrotiseadus korraldada pankrotimenetlust pärandvara suhtes.¹⁶⁹ Seega on erisätte olemasolu korral võimalik vältida Saksamaal tekkinud vaidlust varakogumite suhtes pankrotimenetluse sätete kohaldatavuse osas.

Õigusselguse tagamiseks tuleb regulatsiooni kehtestamisel lähtuda pärandvara pankroti analüüsis välja toodud ettepanekust, mille kohaselt tuleks laiendada pankrotivõlgnike ringi ka varakogumitele nagu allfondid. Lepingulised fondid on samuti varakogumid. 2016. aasta investeerimisfondide seaduses sätestati, et lepingulise fondi maksejõuetuks kuulutamise avaldus, maksejõuetus kuulutatakse välja ning maksejõuetus kõrvaldatakse vastavalt pankrotiseaduses sätestatule (IFS § 189 lg 1). Tegemist oli investeerimisfondide valdkonnas esmakordse võimalusega.¹⁷⁰ IFS § 189 lõike 2 alusel järgitakse ka lepingulise fondi allfondide puhul samu sätteid. Seletuskirjas võrreldi seda samuti pärandvara pankrotimenetlusega ning jõuti järeldusele, et vaatamata sellele, et PankrS § 8 lg 2 ei loetle varakogumit, mis ei ole isik, pankrotivõlgnikuna, ei ole välistatud varakogumi pankrotivõlgnikuks olemine, kui see on ette nähtud eriseadusega.¹⁷¹ Seetõttu on vaja allfondide maksejõuetus samuti lahendada investeerimisfondide seaduses erisätte kehtestamisega, mis lubab pankrotimenetluse sätete kohaldamist aktsiaseltsifondi allfondidele.

¹⁶⁶ Liin, S. MAKSEJÕUETUSÕIGUSE REVISJON ANALÜÜS-KONTSEPTSIOON PÄRANDVARA PANKROT, lk 65.

¹⁶⁷ RKTKm 3-2-1-13-09, p 10.

¹⁶⁸ *Ibidem*.

¹⁶⁹ *Ibidem*, p 11.

¹⁷⁰ Investeerimisfondide seaduse eelnõu (297 SE) seletuskiri, lk 209.

¹⁷¹ *Ibidem*.

2.3.2. Allfondi maksejõuetusmenetluse subjekt

Pankrotiavalalduse läbivaatamisel kohtus on menetlusosalisteks pankrotiavalalduse esitanud võlausaldaja ja võlgnik (PankrS § 25 lg 1). Kuna allfond ei ole eraldi õigussubjekt, siis ei ole tal tsiviilkohtumenetlusõigusvõimet ning allfond ise ei saa osaleda maksejõuetusmenetluses menetlusosalisena. Näitena teistest varakogumite pankrotimenetlusest osaleb pärandvara pankrotimenetluses menetlusosalisena pärija (PankrS § 8¹ lg 2) ning lepingulise fondi puhul osaleb fondi esindajana maksejõuetusmenetluses fondivalitseja või likvideerija (IFS § 190 lg 5). Seega kuna mõlemal juhul on tegemist õigusliku abstraktsiooniga, siis ühe puhul on menetlusosaline varakogumiga seotud isik ning teisel juhul menetlusosalise staatust justkui ei omistata, vaid antakse varakogumi esindusõigus maksejõuetusmenetluse läbi viimiseks varakogumi suhtes. Grammatiliselt vaadates tundub, et seadusandja on lahendanud osalemise menetluses erinevalt. Sisuliselt ei tohiks aga kahel regulatsioonil erinevust olla, sest mõlemal puhul teostatakse menetlust varakogumi suhtes, mille käsutajaks saab olla teatud isik (pärijate paljususe korral isikud). Samas tuleb aktsiaseltsifondi allfondi menetlusosalise staatuse korral veel arvestada, et tegemist on osaga juriidilisest isikust. Järelikult ei ole otseselt vajadust määrata eraldi menetlusosalist, vaid piisab kui menetlus osaliseks on aktsiaseltsifond, keda esindab tema juhatus, kellele kohalduvad üldised äriseadustiku ja pankrotimenetluse kohustused (ÄS § 306 lg 3¹ ja PankrS § 85).

Kui menetlusosaline on kogu aktsiaseltsifond, siis võib tekkida olukord, kus jäetakse eristamata, et avaldus on esitatud varakogumi maksejõuetuse mitte kogu aktsiaseltsifondi pankroti tõttu. See seab kahtluse alla allfondide varade eraldatuse maksejõuetusmenetluses. Õigusselguse huvides tuleb eraldi sätestada, et maksejõuetusmenetlus toimub maksejõuetuks muutnud allfondi ja tema varade suhtes. Sätte lisamisel kaitsakse teiste allfondide investoreid meelevaldse kohtupraktika eest ning tagatakse õigusselgus võlausaldajatele ja pankrotihalduritele, mis varaga on võimalik allfondi maksejõuetusmenetluses arvestada.

Pärandvara revisjoni käigus pakuti samuti välja, et tuleks täpsustada seadust või teha juhised tagamaks selgus, et tegemist on pärandvara pankrotimenetlusega.¹⁷² Sarnaselt senisele

¹⁷² Liin, S. MAKSEJÕUETUSÕIGUSE REVISJON ANALÜÜS-KONTSEPTSIOON PÄRANDVARA PANKROT, lk 65.

kohtupraktikale peaks menetluse pealkirjast, teadaannetest ja kohtulahenditest tulema selgelt välja, et tegemist on pärandvara pankrotimenetlusega.¹⁷³ Pärija huvide kaitseks on oluline, et teadaannetest nähtub selgelt, et pankrotimenetlus ei ole algatatud pärija maksejõuetuse tõttu vaid pärandvara maksejõuetuse tulemusena.¹⁷⁴ Fondisektoris on samuti kriitilise tähtsusega, et allfondiga seotud maksejõuetusmenetlus ei mõjutaks ka näiliselt teisi allfonde. Usalduse kaotus allfondi suhtes võib tuua kaasa investorite paanika ning soovi väljuda investeeringutest. Tulenevalt investeeringute iseloomust võib see tekitada fondile likviidsusprobleeme ning seetõttu tuua kaasa ka teiste allfondide maksejõuetuse. Sellest lähtuvalt tuleb allfondi regulatsiooni puhul kohaldada sarnaseid põhimõtteid, et tagada teiste allfondide puutumatus.

Näiteks pärandvara pankrotimenetluse kohta ütleb pankrotiseadus otsesõnu, et pärandvara pankrotiavaldus esitatakse pärandvara suhtes (PankrS § 9 lg 2), kuid investeerimisfondide seaduse alusel kohaldatakse lepingulise fondi maksejõuetusele pankrotiseaduses võlgniku või võlausaldaja pankrotiavalduse kohta sätestatud (IFS § 190 lg 1). Investeerimisfondide seaduse seletuskirja kohaselt kasutati lepingulise fondi maksejõuetuks kuulutamise avalduse regulatsiooni loomisel pärandvara maksejõuetuse sätteid eeskujuna.¹⁷⁵ Seletuskirjas on täpsustatud, et lepingulise fondi avaldus esitatakse fondi suhtes, mille varad on fondivalitsejast lahutatud.¹⁷⁶ Tegemist on samamoodi erinevate koosluste eristamisega nagu allfondide puhul. Kuigi ei ole täpsustatud lepingulise fondi allfondide suhtes kehtivaid põhimõtteid, siis tulenevalt IFS § 189 lg-st 2 võib järeldada, et sama loogika kehtib eraldi allfondi suhtes. Seejuures tuleb arvestada, et lepingulises fondis varakogumite eristamine on lihtsam, sest lepingulise fondi osas ei kehti sätteid, mille kohaselt lepinguline fond vastutab kohustuste täitmise eest kogu oma varaga.

Eeltoodust tulenevalt on allfondi suhtes eraldiseisvalt võimalik kohaldada maksejõuetusmenetluse sätteid ning tagada see läbi varade eraldatus allfondi tasandil. Seejuures tuleb arvestada, et menetluse kohaldamiseks tuleb kehtestada erisätted, mis toetavad allfondide eraldatust, sealhulgas pankrotimenetluse läbiviimise osas.

¹⁷³ Liin, S. MAKSEJÕUETUSÕIGUSE REVISJON ANALÜÜS-KONTSEPTSIOON PÄRANDVARA PANKROT, lk 65.

¹⁷⁴ *Ibidem*.

¹⁷⁵ Investeerimisfondide seaduse eelnõu (297 SE) seletuskiri, lk 211.

¹⁷⁶ *Ibidem*, lk 211.

2.3.3. Maksejõuetusmenetluse sätete kohaldamise ulatus

Probleemid seoses allfondide maksejõuetusega võivad tekkida ka juhul, kui puudub vaidlus selle üle, kas allfondi suhtes saab eraldi maksejõuetusmenetluse tüüpi protsessi algatada. Luksemburgi õiguses ei ole allfond (*compartment* või *sub-fund*) samuti iseseisev juriidiline isik, vaid üksnes varaliselt eraldatud osa katusstruktuurina toimivast katusfondist.¹⁷⁷ Sellest tulenevalt ei ole allfond pankrotimenetluse subjekt Luksemburgi äriseadustiku tähenduses ning selle suhtes ei ole võimalik algatada klassikalist pankrotimenetlust (*faillite*).¹⁷⁸ Allfondi maksejõuetuse korral kohaldatakse selle suhtes kohtu määratud likvideerimist fondiõiguse raamistikus mitte maksejõuetusõiguse üldnormide alusel.¹⁷⁹ Kui allfond muutub maksejõuetuks, võib pädev kohus otsustada selle likvideerimise ning nimetada likvideerija.¹⁸⁰ Seetõttu on Luksemburgi õiguses allfondide pankrotimenetluses tõstatatud küsimus, mis ulatuses võib fondi likvideerimisel kohaldada maksejõuetusmenetluse sätteid.

Vastavas vaidluses esitasid fondi likvideerijad kohtusse taotluse, et tuvastada kuupäev, millest alates on võimalik tuvastada tehingute tühisus vastavalt tagasivõitmise sätetele (ingl k *clawback*), mis kohalduvad Luksemburgi LCC alusel äriühingute maksejõuetusmenetluses.¹⁸¹ Kohtu seisukoht oli, et allfondide suhtes ei ole võimalik kohaldada pankrotimenetlusele omaseid tagasivõitmisnõudeid.¹⁸² Luksemburgi LCC kohaselt on pankrotimenetluses keskseks institutsiooniks maksete lõpetamise kuupäeva kindlaksmääramine ning sellele järgnev nn *période suspecte*, mille jooksul tehtud tehinguid on võimalik tühistada või tagasi võita. Need normid, eelkõige LCC artiklid 442, 445 ja 446, eeldavad siiski pankrotimenetluse olemasolu ning pankrotivõlgniku staatust. Apellatsioonikohtu tõlgenduse kohaselt ei ole allfond selline pankrotivõlgnik ning seetõttu ei ole ka *période suspecte* regulatsioon allfondide suhtes kohaldatav.¹⁸³ Samadel põhjustel ei laiene allfondide likvideerimisele ka pankrotimenetluses ette nähtud juhtorganite vastutuse mehhanismid.¹⁸⁴ Tavapärases pankrotimenetluses võivad juhatuse liikmed vastutada hooletu või pettusliku pankroti eest nii tsiviil- kui ka kriminaalkorras

¹⁷⁷ Thiebaud, P., Henneresse, L. Insolvency of a compartment of a Luxembourg umbrella investment vehicle

¹⁷⁸ *Ibidem*.

¹⁷⁹ *Ibidem*.

¹⁸⁰ *Ibidem*.

¹⁸¹ *Ibidem*.

¹⁸² *Ibidem*.

¹⁸³ Luxembourg Court of Appeal, 14.03.2018., roll Nos 44556 and 44493.

¹⁸⁴ Thiebaud, P., Henneresse, L. Insolvency of a compartment of a Luxembourg umbrella investment vehicle.

vastavalt Luksemburgi LCC sätetele.¹⁸⁵ Allfondide puhul on sellised sanktsioonid välistatud, kuna pankrotimenetlust formaalselt ei algatata ning likvideerimist ei käsitata Luksemburgi äriseadustiku tähenduses pankrotina.¹⁸⁶

Kohus lähtus ainult grammatilisest tõlgendusest, et defineerida mõistet pankrotimenetluses toimuv likvideerimine (prantsuse k *liquidation en matière de faillite*) ning leidis, et see ei hõlma muid pankrotimenetluse norme peale likvideerimise tehniliste reeglite.¹⁸⁷ Sellise tõlgenduse tulemusel on välistas kohus pankrotimenetlusele iseloomulike õiguskaitsevahendite, sealhulgas tagasivõitmis- ja tühistamisnõuete kohaldamine allfondide likvideerimisel.¹⁸⁸ Viimane on võlausaldajate vaatest probleem, sest võib vähendada nende võimalusi allfondi maksejõuetuse korral rahuldada oma nõuded allfondi vastu. Seetõttu on hoolimata regulatsiooni investorite kesksest lähenemisest, vaja kaitsta regulatiivsel tasandil ka võlausaldajaid.

Eestis puudub regulatsioon, mis käsitleks juriidilise isiku erinevate varakogumite pankroti menetlust. Aktsiaseltsifondi allfondi varakogumi olemus on sarnane lepingulise fondiga. Seetõttu lähtun seisukohast, et aktsiaseltsifondi allfondi maksejõuetusmenetluses või likvideerimisel saab rakendada üldjoontes sarnaseid põhimõtteid nagu kehtivas õiguses lepingulise fondi ja tema allfondi puhul.

Erinevalt Luksemburgi õigusest, kus seadus viitab maksejõuetusmenetluse likvideerimise normidele seoses allfondi maksejõuetusega, viitavad Eesti õiguses kehtestatud lepingulise fondi normid otseselt maksejõuetuse kõrvaldamisele vastavalt pankrotiseaduses sätestatule. Viimast toetab IFS § 192 lg 1, mille kohaselt peetakse vastavas jaotises fondi pankrotiavalduse, pankrotimenetluse ja pankrotimenetluse organite all silmas ka lepingulise fondi maksejõuetuks kuulutamise avaldust, maksejõuetusmenetlust ja maksejõuetusmenetluse organeid. Sätte eesmärk oligi ühtlustada mõistete kasutamist investeerimisfondide seaduses.¹⁸⁹ Seega peaks lepingulise fondi ja tema allfondide puhul kehtima ka pankrotiseaduse pankrotivara moodustamise sätted, mille alla kuulub ka tagasivõitmine vastavalt PankrS §-le 109. Järelikult

¹⁸⁵ Thiebaud, P., Henneresse, L. *Insolvency of a compartment of a Luxembourg umbrella investment vehicle*.

¹⁸⁶ *Ibidem*.

¹⁸⁷ Luxembourg Court of Appeal, 14.03.2018., roll Nos 44556 and 44493.

¹⁸⁸ Thiebaud, P., Henneresse, L. *Insolvency of a compartment of a Luxembourg umbrella investment vehicle*.

¹⁸⁹ Investeerimisfondide seaduse eelnõu (297 SE) seletuskiri, lk 212-213.

on Eestis seni sarnase varakogumi maksejõuetuse puhul Luksemburgis esinenud õigusliku probleemi välditud, laiendades kõiki pankrotimenetluse sätteid fondi maksejõuetusmenetlusele.

Viimast tõlgendust toetab Riigikohtu praktika pärandvara pankrotimenetluse suhtes. Riigikohus on märkinud, et pankrotiseaduse mõtte kohaselt tuleb pärandvara pankroti korral kohaldada ka pankrotimenetlust reguleerivaid sätteid. Vastasel korral ei oleks pärandvara pankrotiavaldusel mõtet. Pankrotimenetluse reguleeritavate sätete hulka kuuluvad ka tehingute tagasivõitmise sätteid. Seega on võimalik esitada tagasivõitmise hagi, kui tegemist on pärandvara pankrotimenetlusega.¹⁹⁰

2.3.4. Allfondi maksejõuetusmenetluse rakendamine Eesti õiguses

Eelnevast saab järeldada, et peamiselt on allfondide varade eraldatuse tagamisega seotud probleemid maksejõuetusmenetluses on seotud seaduse sõnastuse kaheti mõistetavusega. Seetõttu tuleb seadusandjal uue regulatsiooni kehtestamisel olla äärmiselt täpne. Tuleb arvestada, et aktsiaseltsifondi allfondide maksejõuetus tuleb üksteisest täielikult eraldada, et maksejõuetusmenetluses käib nõuete rahuldamine ainult konkreetse allfondi varade arvel. Vastasel juhul ei ole sellise struktuuri loomisel sisulist mõtet.

Kokkuvõttes on pankrotimenetlus allfondi suhtes võimalik, kuid selle kohaldamine eeldab Eesti õiguses erisätete kehtestamist. Vaatamata sellele osaleb menetluses pankrotimenetluses menetlusosalisena aktsiaseltsifond, kuid menetlus ise, sh pankrotiavalduse esitamine, peab olema seotud üksnes allfondi kui varakogumiga. Kuna üldreegli alusel see nii ei toimu, siis tuleb lisada investeerimisfondide seadusesse erisäte¹⁹¹: „(3) Aktsiaseltsifondi allfondi maksejõuetuse korral tuleb maksejõuetusavaldus esitada maksejõuetuks muutunud allfondi vara suhtes.“ Üksnes nii on võimalik tagada allfondi eesmärkidest lähtuv investorite õiguste ja võlausaldajate õiguste tasakaal allfondi elukaare lõpus.

¹⁹⁰ RKTkm 3-2-1-13-09, p 11.

¹⁹¹ Näiteks §-i 191 täiendava lõikena

Käesolev alapeatükk keskendub allfondi varade eraldatuse tagamisele fondi lõppemisel, kuid järgnev alapeatükk 2.3 keskendub sellele, kuidas tagada varade eraldatus fondi tegevuse vältel, analüüsides eelkõige kulutuste ning kapitalinõuete täitmiskohustuse jaotumist allfondide vahel.

2.4. Allfondi ja aktsiaseltsifondi vaheline varade eraldatus

2.4.1. Kulutuste jaotus allfondide vahel

Katusfondi struktuuri puhul tekib praktiline probleem seoses fondi igapäevase tegevusega kaasnevate kuludega, sest aktsiaseltsifond osaleb ise õiguskäibes ning võib sõlmida lepinguid, mis võivad olla nii konkreetse allfondi kui ka kõigi allfondide kasuks. Kuigi iga allfondi varad ja kohustused peavad olema eraldatud, siis katusfondi tasandil tekivad paratamatult kulutused, mis ei ole otseselt seotud ühegi konkreetse allfondiga. Nende hulka kuuluvad näiteks fondivalitseja tasud, juhtorganite liikmete töötasud, audiitorite ja õigusnõustajate tasud ning muud halduskulud. Küsimus, kuidas neid kulusid allfondide vahel jagada, on fondi igapäevase toimimise seisukohast kriitilise tähtsusega, sest vale kulutuste jaotus võib kahjustada ühe allfondi investorite huve mõne teise allfondi investorite arvelt. Seetõttu on oluline analüüsida, milliseid lähenemisi on kasutatud teistes riikides, et tagada kulutuste õiglane jaotus ning kuidas seda tagada Eesti õiguses nii, et see oleks kooskõlas varade eraldatuse põhimõttega.

Investeeringufondidele on omane, et kõik fondi varad ja kohustused on seotud mõne allfondiga.¹⁹² See aitab välistada riski, et investeeringufondi kasutatakse muul eesmärgil kui kollektiivne investeeringutegevus.¹⁹³ Saksamaal on võetud lähenemine, mille kohaselt konkreetse allfondiga seotud kohustused arveldatakse üksnes vastava allfondi varade arvelt.¹⁹⁴ Näiteks võib selliseks kuluks olla ka allfondi asutamisega seotud kulu, mida Saksa õiguse kohaselt võib arvestada üksnes vastavate uute aktsiate sissemaksu tasust (KAGB § 117 lg 4). Sama lähenemist kasutatakse ka Luksemburgi UCI art 181 lg 5 II alalõigus, kus üldreeglina on võlausaldajate nõuded piiratud üksnes vastava allfondi varaga, mille tegevusega seoses need on tekkinud. See ei lahenda allfondide vastutust kulude eest, mis on tekkinud kõigi allfondide või aktsiaseltsifondi osas.

¹⁹² Vepsä, A. Sateenvarjomuotoisen sijoitusyhtiön oikeudelliset erityiskysymykset – oikeusvertailevia näkökohtia, lk 102.

¹⁹³ *Ibidem*.

¹⁹⁴ Mächler, H. Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital. Frankfurt am Main: Peter Lang Verlag 2014, § 13/F.

Saksamaal ollakse seisukohal, et kõik sellised kulud tuleks katta üldreeglina kõigi allfondide poolt proportsionaalselt vastavalt nende puhasväärtusele.¹⁹⁵ Tegemist on esmapilgul kõige lihtsama lahendusega, mis võimaldab hõlpsasti arvutada välja igale allfondile langev osa ning see vastavalt sisse nõuda. Olukorras, kus kõik allfondid on maksejõulised ning nende varadest on võimalik vastavaid nõudeid lahendada, võib kirjeldatud lahendus väga hästi toimida. Probleemsemaks muutub olukord juhul, kui üks allfond ei suuda oma kohustusi aktsiaseltsifondi ees täita. Näiteks on allfondi varad kõik investeeritud ning puuduvad likviidsed vahendid, et vastavaid tasusid maksta. Saksamaal on sellises olukorras välja pakutud, et puudujääv summa tuleb katta teistel allfondidel.¹⁹⁶ Katmine võiks toimuda näiteks proportsionaalselt allfondide puhasväärtuse alusel.¹⁹⁷

Kirjanduses ei ole täpsustatud, kuidas toimub allfondi eest täidetud kohustuste hüvitamine nendele allfondidele, mis selle kulu katsid. Kuigi tegemist on ühe aktsiaseltsifondi allfondidega, ei saa toetada lähenemist, et nimetatud allfond vabastatakse kohustuse täitmisest aktsiaseltsifondi või võlausaldaja ees. Kui üks allfond vabaneb kohustusest, siis tekib aktsionäride ebavõrdne kohtlemine, sest nende allfondide aktsionärid, kes kulu kandsid, kaotavad proportsionaalselt suurema osa oma investeeringu puhasväärtusest. Allfondid on sellises olukorras nagu solidaarvõlgnikud aktsiaseltsifondi ees. Analoogia kohalduks üksnes allfondide vahelisele sisesuhtele ning võlausaldaja suhtes välissuhet ei teki. Vastavalt VÕSist¹⁹⁸ tuleneva sisesuhte regulatsioonile määratakse, kuidas peab jagunema vastutus kohustuse täitmise eest üksikute solidaarvõlgnike vahel.¹⁹⁹ Sisesuhtes on üksiku solidaarvõlgniku vastutus piiratud temale langeva osaga kogu kohustusest.²⁰⁰ Paralleele saab tuua ka kaasomandis oleva asja kommunaalteenustega varustamise lepingutest tuleneva kohustuse täitmisega. Viimase puhul vastutavad Riigikohtu praktika kohaselt sellises olukorras kaasomanikud lepingu täitmise eest solidaarselt.²⁰¹ Erandina tekib osavastutus, kui see on eraldi kokku lepitud või tuleneb lepingu olemusest, näiteks teenuseosutaja peab iga kaasomaniku tarbitu osas eraldi arvestust.²⁰²

¹⁹⁵ Mächler, H. Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, § 13/F.

¹⁹⁶ *Ibidem*.

¹⁹⁷ *Ibidem*, § 13/D.

¹⁹⁸ Võlaõigusseadus. – RT I, 11.11.2025, 16.

¹⁹⁹ Käerdi, M. VÕSK, § 65/4.2 – Varul, P. jt (koost). Võlaõigusseadus. Komm. vlj. 2. vlj. I. Tallinn: Juura 2016.

²⁰⁰ *Ibidem*, § 69/4.1

²⁰¹ RKTKo 3-2-1-111-04, p 24.

²⁰² *Ibidem*.

Allfondide kontekstis saab viimast mõista kui kulu, mis on konkreetselt seotud mõne allfondiga ning on selgelt mõõdetav allfondi suhtes või kui põhikirjas on kokkulepitud mõni kulu jaotus. Üldreeglina kohalduks siiski solidaarvõlgnevuse põhimõte, kus võlgnikel tekib sarnaselt VÕS § 69 lõikega 2 tagasinõue teise allfondi suhtes. Arvestada tuleb siinkohal, et sätteid saab kohaldada analoogia korras, sest allfondide ja aktsiaseltsifondi ega allfondi ja võlausaldaja vahel välist võlasuhet ei teki, kuna aktsiaseltsifond on ainus õigusvõimeline subjekt.

Allfondide puhul esineks seega kõrvalekalle VÕS § 65 lg-st 1, mis lubab esitada nõude kõigi võlgnike vastu ühiselt, igaühele eraldi või ainult mõnele neist. Allfondide puhul tuleb nõue esitada aktsiaseltsifondi vastu mitte mõne konkreetse allfondi vastu, millel puudub õigusvõime. Aktsiaseltsifondi juhatusel on õigus esindada ja kasutada allfondide varasid. Sellest tulenevalt saab juhatus täita olemasolevate vahenditega võetud kohustused, kuid peab hiljem tagama, et see jaotuks kõigi allfondide vahel proportsionaalselt kohustuse tekkimise hetke seisuga. Selleks teostab juhatus hiljem tasaarvestuse erinevate allfondide vahel. Viimast võib pidada juhatuse hoolsuskohustuse osaks, mille rikkumine võib olla aluseks juhatuse liikme vastutusele, millega seoses saavad liigses ulatuses kulusid kandnud allfondi aktsionärid esitada nõude juhatuse vastu vastava kulu hüvitamiseks asjakohasele allfondile. Eesmärk on taastada olukord, kus allfond ei oleks teise allfondi eest kohustusi täitnud ehk säiliks varade eraldatuse põhimõte.

Luksemburgi õiguses on lubatud põhikirjas kalduda kõrvale üldisest eraldatuse põhimõttest (Luksemburgi fondiseaduse art 181 lg 5 II alalõik). Üldreeglina on aktsiaseltsi põhikirja kujundamisel aktsionäridel vähem vabadust kui osanike osaühingu kujundamisel. Sellegipoolest väljendab aktsiaseltsi põhikirja vabadust ÄS § 244 lg 2, mis lubab põhikirjas ette näha muid tingimusi, mis ei ole seadusega vastuolus. Seega ei ole probleem aktsiaseltsifondi asutamisel jaotada vastavaid kohustusi allfondide vahel muul alusel. Õiguskindluse tagamiseks tuleb selle kehtestamiseks sarnaselt Luksemburgile sõnastada põhikirja vabadus võimalus investeerimisfondide seaduses. Samas tuleb arvestada, et põhikirjas kulutuste jaotamine kandub kõrvale üldisest aktsionäride võrdse kohtlemise põhimõttest ning selle lubamiseks võib olla vajadus kaitsta investorite õiguseid seoses varade eraldatusega läbi investorite otsustusõiguse (vt selle kohta täpsemalt ptk 3.).

Saksamaal on pakutud välja ka lahendus, kus investorite kaitse eesmärgil luuakse eraldiseisev tegevusallfond (saksa k *Betriebs Teilgesellschaftsvermögen*), mille eesmärk on kanda aktsiaseltsifondi tegevusega kaasnevat riski, mis ei ole seotud konkreetsete allfondidega.²⁰³ Lahendus võib olla asjakohane juhul, kui aktsiaseltsifondi on asutanud investorid, kes ei soovi võtta investeerimisega kaasnevat riski, vaid teenida oma tulu fondi pakkumise pealt. Sellist diferentseerimist ei peaks ka takistama ka aktsionäride võrdse kohtlemise põhimõte, sest aktsionärid kannavad erinevaid riske ning sellest tulenevalt on näiteks õigustatud, et fondi tegevusega kaasnevad riskid jäävadki üksnes nende aktsionäride kanda, kes soovivad tulu teenida fondi tegevuselt.²⁰⁴

Peale eraldi tegevusallfondi loomise peab juhatuse tagama sellises olukorras, et kõik sõlmitavad lepingud seotakse üksnes vastava allfondiga, et kaitsta teiste allfondide varasid tekkivate nõuete eest.²⁰⁵ Probleem tekib olukorras, kus aktsiaseltsifondi vastu tekkivad nõuded muudel alustel, näiteks deliktiõigusest, mis ei allu sellistele lepingulistele piirangutele.²⁰⁶ Seetõttu ei saa vastava lahenduse kasutamisel täielikult välistada riski, et nõuded esitatakse aktsiaseltsifondi kui terviku vastu ning sellest tulenevalt peavad kõik allfondid olema valmis kahju hüvitamise eest vastutama.²⁰⁷ Sellises olukorras tuleb autori arvates lähtuda üldpõhimõttest, et fondid vastutavad kohustuse eest proportsionaalselt ülalkirjeldatud põhimõtete alusel.

Eraldi probleem on olukord, kus nn tegevusallfond muutub maksejõuetuks. Eelkõige on küsimus, kas see peaks tooma kaasa kogu aktsiaseltsifondi maksejõuetuse ning seega kõikide allfondide likvideerimise. Saksa õiguskirjanduses on toetatud seisukohta, et sellises olukorras on õigustatud kogu aktsiaseltsifondi likvideerimine, sest see aitab investeerimiskandvaid aktsionäre kaitsta võimalike nõuete eest, mis võivad tekkida tulenevalt aktsiaseltsifondi tegevusest.²⁰⁸ Lahendus sõltub sellest, kas kehtestada tegevusallfondi võimalus seaduses, täpsustades kuidas toimub sellises olukorras fondi maksejõuetuse määratlemine, või lubada aktsionäridel ise vastavalt põhikirja vabadusele oma õiguseid kujundada. Viimane eeldab, et aktsionärid peavad esmalt põhikirjas määratlema selgelt, et kõik aktsiaseltsifondi kohustused,

²⁰³ Mächler, H. Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, § 5/C.

²⁰⁴ *Ibidem*, § 5/C.

²⁰⁵ *Ibidem*, § 5/C, p ccc.

²⁰⁶ Mächler, H. Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, § 5/C.

²⁰⁷ *Ibidem*.

²⁰⁸ *Ibidem*.

mis ei ole seotud ühegi konkreetse allfondiga kantakse nn tegevusallfondi vahenditest. Tegevusallfondi maksejõuetuse korral tuleb sätestada aktsionäridele kohustus otsustada kogu aktsiaseltsifond likvideerida või suurendada tegevusallfondi aktsiakapitali, tagamaks aktsiaseltsifondi kohustuste täitmine. Kui aktsionärid ei otsusta kogu aktsiaseltsifondi likvideerimist, siis tekib olukord, kus vastutav allfond lõpetatakse maksejõuetusmenetluse raames ning aktsionärid peavad valima kas asutada uus tegevusallfond või tuleb ülejäänud allfondidel edaspidi kanda üldreegli järgi kõiki kulusid, mis võivad tekkida aktsiaseltsifondi tegevusest. Kulude ümber kandumine allfondidele on õigustatud, sest tegevusallfondi lõpetamisega kaotavad osaluse asutaja aktsionärid, kellele vastav risk oli omistatud. Siiski eeldab tegevusallfondi lõppemine põhikirja muutmist, et rakendada edaspidi üldreeglit.

Kohustuste teistele allfondidele jaotamisega tekib kõrvale kaldumine varade eraldatuse põhimõttest. Allfondid, mille varasid kasutatakse teise allfondi kohustuse täitmiseks võtavad asjakohase allfondi võlausaldajate asemel enda kanda riski, et allfond ei suuda oma kohustusi ka tulevikus täita.²⁰⁹ See kehtib nii juhul, kui teised allfondid pannakse täitma kohustusi, mis tulenesid konkreetse allfondiga seotud kohustustest kui ka juhul, mil need olid ühised kohustused, mille proportsionaalse osa pidi vastav allfond kandma.

Esimese olukorra puhul peaks olema kindlasti välistatud allfondide kohustus kanda teise allfondi kohustusi, sest see on täielikult vastuolus varade eraldatuse põhimõttega, mis on katusfondi struktuurile omane. Vastupidiselt peaks see tooma kaasa vastava allfondi maksejõuetuse, mis ei mõjuta teisi allfonde.

Teise olukorra puhul tuleb kaaluda, kas vastava riski juhatuse vastutusega kompenseerimine tasakaalustab olukorda. Alternatiivina võiks sätestada, et juhatuse peab pöörduma vastava allfondi aktsionäride poole, kes peavad otsustama kohustusi mittetäitnud allfondi varade likvideerimise või kandma ise need kulud. Saksa õigusloome protsessis peeti sissemakse tegemise kohustuse sätestamist vastuoluliseks ühinguõiguse üldiste põhimõtetega, mis peaks välistama aktsionäri vastutuse ühingu kohustuste eest.²¹⁰ Täiendava variandina võiks juhatuse pöörduda kõigi aktsionäride poole, et otsustada näiteks allfondi ühinemine mõne teise

²⁰⁹ Mächler, H. Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, § 13/D.

²¹⁰ *Ibidem*, § 5/C.2.

allfondiga, mille varadest on võimalik kohustust katta. Vastutuse jätmine juhatusele seoses allfondide vahel kulutuste jaotamise tagamisega on rohkem õigustatud, sest tema roll on esindada aktsiaseltsifondi ning tal on samal ajal kohustus teostada ka järelevalvet fondi investeerimistegevuse üle, kust vastavad kohustused saavad tekkida. Arvestades, et peamiselt on kulutused seotud konkreetsete allfondidega ning üle allfondide tekkivaid nõudeid on praktikas vähe, siis on otstarbekas jätta nende jaotumise tagamine juhatusele.

Tagamaks üldreeglina ühetaolise lahenduse tuleb seadusandjal täpsustada, et aktsiaseltsifondi sisestes suhetes vastutavad fondid proportsionaalselt aktsiaseltsifondi võetud kohustuste eest, kui põhikirjas ei ole sätestatud teisiti. Vastavalt jäetakse investoritele paindlikkus kujundada kohustuste jaotumist muul viisil, kuid üldreeglina lähtutakse proportsionaalsest jaotusest. Sellegipoolest tuleb möönda, et proportsionaalne jaotus toob kaasa praktilise keerukuse, kus allfondi kulude jaotuse maht ei ole ette ennustatav. Teisalt on juhatusel kohustus teostada järelevalvet fondivalitseja tegevuse üle ning juhatusel on piisavalt informatsiooni, et teha finantsprognoose kulutuste osas. Lisaks tekivad kulutused üldjuhul fondivalitseja ja juhatuse sõlmitud tehingute alusel ning on tihedalt seotud fondi põhitegevusega. Seetõttu on juhatusel koostöös fondivalitsejaga võimalik ette ennustada kohustuste tegemise hetk ning sellest lähtuvalt orienteeruv jaotus kulutuse tekkimise hetkel, mida on võimalik ära kasutada likviidsuse varumiseks.

2.4.2. Kapitalinõuete täitmiskohustuse jaotumine allfondide vahel

Aktsiaseltsi õiguslikuks toimimiseks on vajalik minimaalne aktsiakapital. Allfondide struktuuri puhul tekib siin oluline praktiline ja õiguslik küsimus kuidas tagada, et aktsiaseltsifond tervikuna vastab kapitalinõuetele olukorras, kus selle varad on jaotatud eraldiseisvateks allfondideks, millest igaühel on oma iseseisev väärtus. Selle küsimuse lahendamine on praktilistest ja regulatiivsetest eesmärkidest lähtuvalt oluline, sest kapitalinõuete täitmata jätmine võib tuua kaasa aktsiaseltsifondi likvideerimise või muud õiguslikud tagajärjed, mis mõjutavad kõiki allfonde ja nende investoreid. Lisaks võib likvideerimise risk olla investorite seisukohast oluline argument, miks vastavaid struktuure ei soovita kasutusele võtta.

Aktsiaseltsifondi minimaalne kapital peab olema vähemalt 25 000 eurot (ÄS § 222). Eesti õiguses ei ole ka lubatud sisemiselt juhitavaid investeerimisfonde (IFS § 6 lg 2), mis tähendab, et meil ei kohaldu eurofondide direktiivi artiklist 29 tulenev omakapitalinõue 300 000 eurot. Õiguskirjanduses ollakse arvamusel, et sisemiselt mittejuhitavatel investeerimisfondidel ei ole üldjuhul muid varasid.²¹¹ Vastupidiselt on väljaspool allfonde varade omamist lausa mõnes jurisdiktsioonis piiratud.²¹² Viimane tekitab küsimuse, kuidas tagatakse aktsiaseltsifondi kapitalinõuete täidetavus allfondide lubamisel.

Üldreegli kohaselt tuleb aktsiaseltsifondi vara puhasväärtuse langemisel alla 25 000 euro juhatusel viivitamatult kirjalikult teavitada aktsiaseltsifondi aktsionäre ja kutsuda kokku aktsionäride üldkoosolek (ÄS § 301). Lisaks tuleb vara puhasväärtuse langemisel alla investeerimisfondide seaduses sätestatud aktsiakapitali miinimumsuuruse või kui aktsiaseltsifondi arvel ei ole võimalik rahuldada võlausaldajate nõudeid, aktsiaseltsifondi juhatusel viivitamatult kirjalikult teavitada sellest Finantsinspektsiooni (IFS § 19 lg 8).

Kapitalinõuete täitmise seisukohast on oluline aru saada, mis varasid on võimalik üldse aktsiaseltsifondi varade hulka arvestada. Allfondide puhul on lubatakse omavahelist ristinvesteeringute tegemist. Ristinvesteeringute lubamine loob täiendavaid võimalusi koguda investoritelt varasid ja neid investeerida efektiivsemalt, kasutades katusfondi olemasolevaid allfonde investeeringute tegemiseks ilma kogu summat sama poliitika alusel investeerimata.²¹³ Üldreeglina ei saa aktsiaseltsifond iseendasse investeerida, sest ÄS § 282 lg 1 keelab aktsiaseltsil märkida oma aktsiad. Kuna investeeringu tegemine hõlmab endas allfondi aktsiate välja laskmist, siis on nende omandamisel allfondi poolt tegemist oma aktsiate märkimisega. Keelu eesmärk on vältida fiktiivsete varade loomist.²¹⁴ Hoolimata sellest on Luksemburgis teatud piirangutega võimaldatud teise allfondi investeerida.²¹⁵ Piirangute hulka kuulub näiteks nõue, et see ei tohi moodustada üle 10% sihtallfondi varadest, mistahes hääleõigused ei kohaldu ning nende väärtust ei võeta arvesse aktsiaseltsifondi kapitalinõuete jaoks puhasväärtuse

²¹¹ Vepsä, A. Sateenvarjomuotoisen sijoitusyhtiön oikeudelliset erityiskysymykset – oikeusvertailevia näkökohtia, lk 103.

²¹² *Ibidem*.

²¹³ Elvinger, J., Mengal, M. Cross sub-funds investment: a new weapon in the armoury of the Luxembourg investment fund law, lk 1.

²¹⁴ Kremer, C., Lebbe, I. Collective Investment Schemes in Luxembourg: Law and Practice, lk 62.

²¹⁵ Näiteks UCI art 181 lg 8.

arvestamisel.²¹⁶ Ristinvesteeringute kasutamisel ei tohiks lubada ka ringinvesteeringuid allfondide vahel.²¹⁷ Kui allfond A investeerib allfondi B, kes omakorda investeerib sama summa allfondi A, siis tekib näiliselt olukord, kus fondi bilanss suureneb, kuid sisuliselt keerutatakse sama summat ja reaalsuses allfond sellest kasu ei saa. See loob väär arusaama fondi investeeringute seisust ning ka allfondi reaalkäätusest. Samal põhjusel on ka keelatud ühe allfondi poolt omandatud osakute arvestamine aktsiaseltsifondi terviku reaalkäätuses.²¹⁸ Vastasel juhul ei oleks võimalik tuvastada aktsiaseltsifondi vastavust kapitalinõuetele, sest allfondidel vahel tehtud investeeringud paisutaksid selle väärtust.

Luksemburgi (UCI art 30) ega Saksa (KAGB § 116 lg-d 1-2) õigus ei näe ette erisusi investeerimisfondi kapitalinõuete täitmise osas allfondi tasandil ega selle tagamise jaotumist allfondide vahel. Miinimum kapitalinõuded kehtivad mõlemas riigis üksnes investeerimisfondi tasandil ning sellega kaasnevad õiguslikud mehhanismid ei ole seotud allfondide aktsiate lunastamise või allfondi likvideerimisega eraldiseisvalt. Olukorras, kus üks allfond likvideeritakse või allfondi investor soovib väljuda investeeringust võib tekkida olukord, kus kapitalinõuded ei ole enam täidetud. Viimane tähendab, et ühe allfondi investor võib tekitada ka teise allfondi likvideerimise vajaduse. Seetõttu on asjakohane varade eraldatuse tagamiseks analüüsida potentsiaalseid lahendusi, mis takistaks sellise olukorra tekkimist.

Samas esineb Saksamaa õiguses eripärasem süsteem, kus muutuvkapitaliga aktsiaseltsifondis eristatakse kahte tüüpi aktsionäre. Esiteks on aktsionärid, kes omavad aktsiaid aktsiaseltsifondis eesmärgiga teenida tulu aktsiaseltsifondi tegevuselt (nn asutaja aktsionärid, saksa k *Unternehmenaktionär*) ning teiseks aktsionärid, kes saavad aktsionärideks investeerimise eesmärgil (investeerimisaktsionär, saksa k *Anlageaktionär*).²¹⁹ Investeerimisfondide õiguse seisukohast on aktsionär üldjuhul investor, kes vajab kaitset eelkõige investeerimisele kohalduva õiguse seisukohast mitte üldiseid aktsionäridele kohalduvaid õiguseid.²²⁰ Investori peamine huvi on teenida tulu finantsinvesteeringutel, samal ajal kui asutaja aktsionäri huvi on

²¹⁶ Vt UCI art 181 lg 8.

²¹⁷ Elvinger, J. ja Mengal, M. Cross sub-funds investment: a new weapon in the armoury of the Luxembourg investment fund law. lk 3.

²¹⁸ *Ibidem*, lk 4.

²¹⁹ Baur J. jt. (koost) Investmentgesetze. Großkommentar. Aufl. 4. Berlin: De Gruyter 2019, § 109/B.

²²⁰ *Ibidem*.

teenida tulu fondi juhtimisega kaasnevatelt tegevustelt, mistõttu on neil üldjuhul suurem õigus osaleda aktsiaseltsifondi juhtimises.²²¹

Vastav eristamine lihtsustaks kapitalinõuetele vastavuse tagamist. Asutaja aktsionärid on vastutavad aktsiaseltsifondi kapitalinõuete täidetuse eest ning investeerimisaktsionärid, kellel on õigus igal ajahetkel nõuda aktsiate tagasivõtmist, võivad esitada asutaja aktsionäride vastu kahju hüvitamise nõude, kui tagasivõtmise tulemusena muutub aktsiakapital negatiivseks.²²² Tegemist on nende aktsionäride kohustuse rikkumisega.²²³ Eesti õigus ei nõua selliste aktsionäride olemasolu. Seetõttu ei saa regulatsiooni kehtestamisel üks ühele eelnevatest põhimõtetest lähtuda. Vaatamata sellele võimaldab meie põhikirjavabadus selliste aktsionäri õiguste ja allfondide loomist. Siiski ei taga see kapitalinõuete täidetavust ilma erikokkulepeteta.

2016. aasta seletuskirjas pakuti kapitalinõuete kohustuse täitmise jaotumisel välja, et selle täitmise eest peaksid vastutama kõik allfondid solidaarselt või proportsionaalselt.²²⁴ Selline lahendus ei toeta aga investeerimisfondide tegevuse eesmärki maksimeerima kapitali. Mõlemad viisid eeldaksid eraldiseisva varakogumi moodustamist, mida ei saaks pidevalt investeerida. Proportsionaalne jaotus eeldab pidevat ümberarvestamist, sest allfondide puhaskväärtus muutub regulaarselt. See tähendab, et allfondi investoritel ei ole võimalik ette ennustada, mis ulatuses nad peavad olema valmis panustama. Viimane läheb vastuollu fondiinvestori ideega, kus investor ei pea igapäevaselt oma varade väärtusi jälgima. Solidaarvastutuse kohaldamine kapitalinõuete täitmise tagamiseks oleks antud kontekstis üleliigne ja ebaproportsionaalne. Solidaarvastutuse kohaldamine rikuks allfondide varade eraldatuse põhimõtet, mis on kogu allfondi struktuuri keskne element. Solidaarvastutuse korral võiks ühe allfondi kapitalinõuete rikkumine kaasa tuua kapitalinõude langemise teiste allfondide kanda, mis muudaks varade eraldatuse sisutühjaks. Seega tuleks kapitali langemisel alla piirmäära eelistada alternatiivseid lahendusi.

2016. aasta IFS-i eelnõu seletuskirjas on aktsiate tagasivõtmise peatamise sätete selgituses öeldud, et fondi põhikirjaga võib muuta avatud fondidele omast aktsiate investori nõudmisel

²²¹ Baur J. jt. (koost) Investmentgesetze. Großkommentar, § 109/B.

²²² Wallach, E. KAGBK, § 116/III.

²²³ *Ibidem*.

²²⁴ Investeerimisfondide seaduse eelnõu (297 SE) seletuskiri, lk 33.

tagasivõtmise korda.²²⁵ Tagamaks kapitalinõuete täidetavus, võiks anda juhatusele õiguse keelduda sellistele aktsionäridele aktsiate tagasivõtmise lubamisest, kui on oht, et see võib kaasa tuua aktsiaseltsi kapitalinõuetele mittevastavuse. Sisuliselt kannaks see sama eesmärgi, mis kehtiv IFS § 57 lg-d 1 ja 2, mille kohaselt peab fondivalitseja või aktsiaseltsifond peatama aktsiate tagasivõtmise, kui see kahjustaks oluliselt aktsionäride huve või fondi korrapärasest valitsemist. Näiteks saaks selle kehtestada IFS § 57 lg 2 täiendava alusena. Vaatamata selle vastuolule avatud fondi eesmärkidega, tagab see vajaliku investorite huvide kaitse. Seletuskirjas on samuti tagasivõtmise peatamise aluseks peetud aktsiakapitali langemist alla 25 000 euro.²²⁶ Kuigi tagasivõtmise sõltumine teiste allfondide väärtusest oleks samuti vastuolus allfondi varade eraldatuse eesmärgiga, on sellise mehhanismi kasutamine vajalik, et ära hoida kogu aktsiaseltsifondi automaatse likvideerimise vajadus. Peatamine ei saa aga olla lõplik lahendus. Sellisel juhul tekib üldkoosoleku kokkukutsumise vajadus, mil tuleb muude meetmete ebapiisavusel fond lõpetada.²²⁷ Näiteks võivad investorid kehtestada reservkapitali, mis katab puudujääva osa, või emiteerida uusi aktsiaid uutele investoritele.

Tuleb mõõnda, et kapitalinõuete täidetavuse reguleerimata jätmine on samuti risk varade eraldatuse põhimõtte toimimisele. Teisalt, arvestades aktsiaseltsifondile kehtiva kapitali miinimumnõude suurust, on küsitav, kas sellest allapoole langeva fondi jätkumine on üldse mõistlik. Allfondi süsteemi eesmärk on eelkõige soodustada suuremate varakogumite valitsemist. Seetõttu puudub vajadus erisätete järele, vaid tulebki panna investorid olukorda, kus otsustatakse fondi likvideerimine tervikuna või tuleb ülejäänud investoritel oma panust suurendada. Vastavat lähenemist toetab ka see, et allfondide kapitalinõuete arvestamisel ei rakendata võrdlusriikides allfondi tasandil nõuete täitmist, vaid vaadatakse aktsiaseltsifondi tervikuna. Mujal ei ole samuti kehtestatud täiendavaid nõudeid, kuidas allfondid omavahel seda kohustust jaotavad. Eelkõige on tegemist küsimusega, mida on võimalik aktsiaseltsifondi asutamisel lahendada põhikirjas, sätestades majanduslikest eesmärkidest lähtuvalt investoritele sobivad tingimused. Kui investorid ei pea sellist investeerimisvõimalust atraktiivseks, siis võivad nad ise pakkuda välja põhikirja muudatuse või investeerida oma raha teise fondi.

²²⁵ Investeeringufondide seaduse eelnõu (297 SE) seletuskiri, lk 115.

²²⁶ *Ibidem*, lk 116.

²²⁷ *Ibidem*.

3. ALLFONDI INVESTORITE ÕIGUSED

3.1. Investorite õiguste kaitse

Allfondidega seoses tekib vajadus määratleda aktsionäride ehk investorite õiguseid aktsiaseltsifondi ning eraldiseisvalt allfondide tasandil. Aktsiaseltsil võib olla mitu aktsionäri ning igaüks neist on eraldiseisvas suhtes aktsiaseltsiga, teiste aktsionäridega ning juhtorgani liikmetega.²²⁸ Aktsionäri õigussuhte tekkimise eelduseks on aktsiate omandamine aktsiaseltsis.²²⁹ Aktsionäride puhul tuleb eristada individuaalseid, varalisi ja juhtimisega seotud õiguseid, ja kollektiivseid õiguseid, mis on aktsionäridel aktsiaseltsi kõrgeima juhtimisorganina.²³⁰ Üldreegli kohaselt laieneks allfondide aktsionäridele hääleõigus aktsiaseltsifondi üldkoosolekul hääletamiseks (ÄS § 236). Sellest on võimalik kõrvale kalduda piirates aktsiatega seotud hääleõiguseid. Hääleõiguse piiramine on näiteks asjakohane, kui otsused puuduvad üksnes konkreetset allfondi.²³¹ Seega allfondi struktuuri tekib erisus võrreldes tavapärase aktsiaseltsiga, kus kollektiivsete õiguste teostamine on seotud kogu aktsiaseltsiga. Allfondide varakogumite eraldatuse tulemina on aktsionäridel eriline huvi allfondi suhtes. Allfondi investorite soov muuta allfondi investeerimispoliitikat või muid allfondi puudutavaid õiguseid või kohustusi, peaks olema seotud üksnes nende allfondi investoritega, keda see otsus puudutab.

Aktsionäri erikohtlemine peab olema mõistlik, õiglane ja põhjendatud ning ei tohi olla iseloomuga, mis tooks kaasa üksikule aktsionärile eelisseisundi teiste aktsionäride ees, võimaldades seeläbi varalist kasu saada teiste osakuomanike või aktsionäride arvelt.²³² Kui allfondide varade eraldatuse kohaldamisel lubatakse põhikirjas kalduda kõrvale, näiteks kulutuste jaotamise osas või lubades allfondi võlausaldajate nõuete rahuldamist teiste allfondide arvel, siis võib praktikas tekkida olukord, kus allfondi varad võivad seguneda, sest aktsionärid otsustavad põhikirja muudatuse, millega kaldutakse kõrvale seaduse kehtestatud süsteemist. Seetõttu võib tekkida olukord, kus ühe allfondi investorite positsioon suureneb teise allfondi investorite arvelt vastu tema huve.

²²⁸ Saare, K. Ühinguõigus I, lk 408.

²²⁹ *Ibidem*, lk 409.

²³⁰ *Ibidem*.

²³¹ Mächler, H. Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, § 13/E.

²³² Investeerimisfondide seaduse eelnõu (297 SE) seletuskiri, lk 57.

3.2. Hääleõiguse piiritlemine allfondide lõikes

Allfondide puhul tuleb kaaluda hääleõiguse piirangute vajalikkust. Hääleõiguse piiramise vajadus võib olla seotud allfondide väärtuste suhtest tuleneva erinevusega ja üleüldisest ohust, et ühe allfondi investorid võivad mõjutada mõnda teist allfondi puudutavaid otsuseid.

Aktsionäride hääleõigus sõltub aktsiate arvust (ÄS § 236 lg 1 ja 2). Aktsiate arvust sõltuv hääleõigus ei võta arvesse katusfondi struktuuri eripärasid, kus erinevate allfondide väärtused võivad oluliselt kõikuda.²³³ Seetõttu võib ilmned olukord, kus suurima hääleõigusega on sellise allfondi aktsionärid, millel on alla keskmise tulemused.²³⁴ Tekib risk, et investorid, kelle investeeringud ei ole edukad võivad hakata mõjutama kogu aktsiaseltsifondi tegevust oma otsustega.

Vajadus muuta hääleõiguse tasakaalu võib tuleneda ka majanduslikest kaalutlustest.²³⁵ Investorid võivad vältida sellistesse aktsiaseltsifondidesse investeerimast, sest nad kardavad, et üldkoosolek võib teha otsuseid, mis on vastuolus nende huvidega.²³⁶ Ilma hääleõiguse piiranguteta tuleks üksnes eeldada, et aktsionärid ise hoiduvad mõne teise allfondiga seotud otsustest osa võtmast.²³⁷ Eeldusele tuginemine tähendab aga allfondi aktsionäri riski, et teiste allfondide aktsionärid hakkavad mõjutama vastava allfondi tegevust.

Samas arvatakse Saksa õiguskirjanduses, et sisuliselt ei saa tekkida olukorda, kus ühe allfondi investorid hakkavad oma üldkoosoleku otsustega mõjutama teist allfondi hoolimata allfondide väärtuste erinevusest. Seda tulenevalt varade eraldatusest ning fondi juhatuse laia otsustusvõimest. Seetõttu ei ole vajadust luua struktuuri, et investorite hääleõigust tasakaalustada sõltuvalt nende aktsiate väärtusest.²³⁸

Luksemburgis võib samuti erinevate allfondide aktsiatel olla erinevad väärtused, sest iga allfondi aktsia väärtus on võrdne konkreetse allfondi puhasväärtusele jagatud allfondi suhtes

²³³ Mächler, H. Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, § 13/E.

²³⁴ *Ibidem.*

²³⁵ *Ibidem.*

²³⁶ *Ibidem.*

²³⁷ *Ibidem.*

²³⁸ *Ibidem.*

emiteeritud aktsiatega. Väärtuste erinevus aga ei oma mõju aktsionäride hääleõigustele. Iga aktsia annab ühe hääle ja kõikide aktsiad annavad võrdse õiguse osaleda aktsionäride üldkoosolekul.²³⁹ Seega pole juhtivate fondi riikide praktikas peetud vajalikuks seada investorite otsustusõigus korrelatsiooni fondi puhasväärtusega. Luksemburgi seaduse eelnõu ringkirjas eraldi selgitatud, et soovitatav on reguleerida hääleõiguseid aktsiaseltsifondi põhikirjas.²⁴⁰

Vajadus aktsionäri hääleõiguse piiramiseks võib tuleneda ka allfondide likvideerimise riskist, mis tekib, kui nende likvideerimine on seotud aktsiaseltsifondi üldkoosoleku otsusega. Aktsiaseltsifondi lõpetamisele kohalduvad üldised ÄS-i sätted ning erisus tuleneb üksnes aktsiaseltsifondi kohustusest taotleda investeerimisfondi lõpetamiseks Finantsinspektsiooni luba.²⁴¹ ÄS § 364 alusel on üheks fondi lõpetamise aluseks üldkoosoleku otsus. Nimetatud regulatsioon jätab aga selgusetuks, kuidas toimub allfondide lõpetamine, mis on aktsiaseltsifondist eraldiseisvad varakogumid. Allfondide paindlikkuse eesmärk ei ole täidetud, kui nende lõpetamist on võimalik otsustada ainult koos terve aktsiaseltsifondi lõpetamisega või kui seda on võimalik teha allfondi tasandil üksnes kogu üldkoosoleku otsusega. Viimase välistamist on võimalik tagada hääleõiguse piirangutega allfondi tasandil, mis tagab vastava otsustusõiguse üksnes allfondi aktsionäridele.

Saksa õiguskirjanduses on samas välja toodud, et üldjuhul puudutavad üldkoosoleku otsused kõiki allfonde korraga. Näiteks otsustatakse üksnes nõukogu või audiitori määramine.²⁴² Saksamaal on allfondidega seotud otsused peamiselt juhatuse liikmete pädevuses, sealhulgas allfondi asutamine või likvideerimine.²⁴³ Üksnes allfondide ühinemine nõuab üldkoosoleku otsust.²⁴⁴ Seetõttu on vajadus piirata aktsionäride hääleõigust erandlik, näiteks juhtudel, kus otsustatakse põhikirja muudatusi seoses mõne konkreetse allfondiga.²⁴⁵ Siinkohal tuleb arvestada, et Saksamaa regulatsioonis on kehtestatud erisus allfondide likvideerimiseks seaduse

²³⁹ Circular IML 91/75 as amended by Circulars CSSF 05/177, 18/697, 21/790, 22/811 and 25/901. – https://www.cssf.lu/wp-content/uploads/iml91_75eng.pdf (27.04.2026), p 30

²⁴⁰ *Ibidem*, p 30.

²⁴¹ Investeerimisfondide seaduse eelnõu (297 SE) seletuskiri, lk 202.

²⁴² Mächler, H. Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, § 13/E.

²⁴³ *Ibidem*.

²⁴⁴ *Ibidem*.

²⁴⁵ *Ibidem*.

tasandil. KAGB § 117 lg 8 kohaselt võib allfondi likvideerimise otsustada nõukogu või depositooriumi eelneva loaga investeerimisfondi juhatus.

Tasakaalu tagamiseks on vaja rakendada muid meetmeid, mis võib olla sarnaselt Saksamaale õiguskirjandusele ja regulatsioonile, juhatuse lai otsustusvõime või hääleõiguste piirangud põhikirjas. Täiendavalt võib tasakaalu tagamiseks kaaluda ka regulatiivset hääleõiguse piirangut. Samas potentsiaalseks tasakaalu tagajaks võib olla ka aktsionäride omavaheline kohustus üksteisega arvestada. Aktsionäride vahelistes suhetes tuleneb TsÜS §-st 32 üldine kohustus järgida hea usu põhimõtet ning arvestada üksteise õigustatud huvidega.²⁴⁶ Selle kohustuse kui seadusjärgsest võlasuhtest tuleneva kohustuse rikkumine võib mh kaasa tuua aktsionäri vastutuse VÕS § 115 lg 1 alusel.²⁴⁷ Viimast kinnitab erinormina ÄS § 289 lg 1, mille järgi vastutab aktsionär ise teisele aktsionärile süüliselt tekitatud kahju eest.²⁴⁸ Eeltoodust tuleneb, et üldreeglina on investorite huvid kaitstud kehtivate õigusnormidega, sest aktsionärid peaksid otsustamisel lähtuma üksteise huvidest ning vältima selliseid olukordi, mis kahjustavad teisi investoreid.

Samas ei ole kõik huve puudutavad muudatused lihtsasti rahaliselt mõõdetavad ning tagantjärele kahju hüvitamine ei pruugi investorit piisavalt kaitsta. Seetõttu tuleb teatud allfondi spetsiifiliste otsuste puhul kaitsta investorite huve juba ennetavalt, kehtestades seaduses erisätteid, mis piiravad selliste olukordade tekkimist või võimaldades regulatsiooni, mis tagab vastavate õiguste kaitse olemasolevate regulatiivsete mehhanismidega.

Luksemburgi õiguses puuduvad samuti erisätted, mis käsitlevad allfondi lõpetamist. Õiguskirjanduses on öeldud, et Luksemburgi õiguse kohaselt võivad allfondi likvideerimise otsustada kõik aktsionärid ühiselt, vastava allfondi üldkoosolek või allfondi juhatus.²⁴⁹ Juhul, kui otsustamine on jäetud aktsionäride üldkoosoleku otsustada põhikirja kohaselt, siis tuleb kehtestada kvoorumid selliste otsuste vastu võtmiseks.²⁵⁰ Vaatamata sellele on turupraktikas

²⁴⁶ RKTko 3-2-1-7-10, p 31

²⁴⁷ *Ibidem*.

²⁴⁸ *Ibidem*.

²⁴⁹ Kremer, C., Lebbe, I. Collective Investment Schemes in Luxembourg: Law and Practice, lk 562–563.

²⁵⁰ *Ibidem*.

levinud, et allfondide lõpetamise otsustab allfondi juhatuse või fondivalitseja.²⁵¹ Vastava süsteemi rakendamine vähendaks kõige suuremat riski, mis võib kaasneda allfondi investorite hääleõigustega seoses. Nimelt kui investoritel puudub õigus otsustada teise allfondi likvideerimine, siis maandab majandusliku riski, et allfond likvideeritakse vastu selle allfondi investorite huve. Samas toetades investorite laia otsustusõigust tuleks eelistada lahendust, kus üldreeglina toimub allfondi likvideerimise otsustamine allfondi tasandil, kuid investorid võivad sellest põhikirjaga kõrvale kalduda andes see juhatuse pädevusse. Tagamaks järelevalve likvideerimise otsustamise üle peab selline juhatuse otsus olema tehtud üksnes nõukogu eelneval nõusolekul.

Arvestades investorite ja aktsionäride õiguseid olla võrdselt koheldud, ei saa lubada olukorda, kus neid investorite õiguseid või kohustusi muudetakse fondi tegevuse käigus ebaproportsionaalselt mõne allfondi suhtes. Sellises olukorras tuleks lähtuda sarnasest põhimõttest nagu on Riigikohus tõdenud dividendide jaotamisel, kus osanikult ei saa võtta ära dividendi saamise õigust, välja arvatud juhul kui osanik, kelle suhtes seda piiratakse, sellega ise nõustub.²⁵² Sisuliselt see tähendab, et selliste muudatuste tegemiseks peaks olema kõigi allfondi aktsionäride nõusolek. Seega tuleb allfondide regulatsiooni raames tagada hääleõiguste piiritlemine, et tagada investorite huvide kaitse otsuste tegemisel, mis puudutavad üksnes konkreetset allfondi. Viimast on võimalik saavutada erisätetega või sidudes hääleõigust üldreeglitest tulenevate piirangutega, näiteks lähtudes aktsia liikidele kohalduvatest põhimõtetest.

3.3. Allfondide eristamine aktsia liikide alusel

Aktsiaseltsifondi põhikirjas võib ette näha, et fondil on mitut liiki aktsiaid (IFS § 18 lg 9). Erinevaid õigusi andvad aktsiad moodustavad ühe aktsialiigi ning eri liiki aktsiaid peab fondi dokumentides nimetama erinevalt (IFS § 18 lg 9 ja 10 ja ÄS § 235 lg 1). Aktsiate liigid võivad üksteisest erineda teatud tingimuste poolest, mis on kehtestatud IFS § 18 lg-s 9, millest

²⁵¹ ALFI. Response to IOSCO consultation Report on Good Practices for the Termination of Investment Funds. 17.10.2016 – [https://www.iosco.org/library/pubdocs/542/pdf/The%20Association%20of%20the%20Luxembourg%20Fund%20Industry%20\(ALFI\).pdf](https://www.iosco.org/library/pubdocs/542/pdf/The%20Association%20of%20the%20Luxembourg%20Fund%20Industry%20(ALFI).pdf) (23.04.2026), lk 4.

²⁵² RKTko 2-22-10897, p 13.4.

uurimuse seisukohast asjakohaseim on aktsionäri hääleõigus, mis võib tulenevalt aktsiaga seotud muudest eelistest olla piiratud või aktsial puududa.

Üldjuhul on raku-ühinguga seotud õigused seotud konkreetsete aktsiatega (vt selles osas ptk 1.). Aktsiate liigid võimaldavad kehtestada fondiosakuga seotud erinevaid õiguseid, kuid kogu vara investeeritakse samasse varakogumisse.²⁵³ Aktsia liigid lubavad teatud tasemel kujundada investori investeeringu tunnuseid või nõudeid, näiteks kasumi jaotamine, maksude kohaldamine, erinevad miinimum investeeringu summad ning aktsiaklassiga seotud kulude jaotamine.²⁵⁴ Kehtiv IFS on sätestanud kinnise loetelu aktsia liikidele, mille eesmärk oli eristada aktsia liike ja allfonde.²⁵⁵ Allfondide puhul on eristamise kriteeriumiks investeerimispoliitika, kuid lisaks võivad olla eristamise aluseks ka muud tingimused.²⁵⁶ Aktsiate puhul ei tohiks olla aluseks erinev investeerimispoliitika, vaid alused saavad olla seotud aktsiaga seotud õiguste või kohustustega, näiteks tasud, hääleõigus, väljalaske ja tagasivõtmise tingimused.²⁵⁷

Seletuskirjast erinevalt tuleb tõlgendada aktsia liikide abil varakogumitesse eraldamist. Aktsia liigi abil varade eraldamine võimaldab läbipaistvalt eristada erinevaid allfonde ning siduda nendega seotud õiguseid ja kohustusi investoritele. Aktsiate liikide abil allfondi eristamine ei välista allfondide siseselt täiendavate liikide tekitamist, millega reguleeritakse muid õiguseid, mis on loetletud IFS § 18 lg-s 9. Seda seisukohta toetab seletuskirja osa, mis kirjeldab fondi tingimuste kohustuslikku sisu. Fondi eripära võib tuleneda lisaks allfondide struktuurile investorite liikidest lähtuvalt, mille puhul on võimalik kaasatud investeeringut ja selle investeerimist planeerida lähtuvalt osaku või aktsia liigist.²⁵⁸ Investeerimisfondide seaduses on välja toodud, mis tingimustelt võivad osakud või aktsiad üksteisest erineda.²⁵⁹ Eriliigiliste osakute või aktsiate kasutamine omakorda võimaldab grupeerida osakuid või aktsiaid erinevalt fondi allfondidesse, mis seob teatud aktsia või osaku liigi ka investeerimispoliitika

²⁵³ ESMA. UCITS share classes, p 9.

²⁵⁴ *Ibidem*.

²⁵⁵ Investeerimisfondide seaduse eelnõu (297 SE) seletuskiri, lk 57-58.

²⁵⁶ *Ibidem*.

²⁵⁷ *Ibidem*.

²⁵⁸ Investeerimisfondide seaduse eelnõu (297 SE) seletuskiri, lk 79.

²⁵⁹ *Ibidem*.

eripäradega.²⁶⁰ Grupeerimise tulemusena on nii investoritel endal kui ka fondivalitsejal või depositeeriumil võimalik määratleda, millise konkreetse allfondiga on õigused seotud.

Allfondiga seotud hääleõiguse piiramise vajadus toetab aktsia liikide alusel allfondide eristamist. Nimelt tuleneb piirang ÄS § 235 lg 2 II lausest, mille kohaselt võib aktsia liigiga seotud õigust muuta üldkoosoleku otsusega, mille poolt peab hääletama vähemalt 9/10 aktsionäridest, kelle aktsia liigiga seotud õigusi muudetakse. Sarnast süsteemi rakendatakse lepingulise fondi üldkoosolekute otsuste suhtes. Kinnise lepingulise fondi üldkoosolekute suhtes on sätestatud, et kui üldkoosolekul otsustatakse allfondiga seotud küsimust, siis sellises küsimuses üldkoosoleku pidamisel, sealhulgas üldkoosoleku kvoorumi ja osakuomanike häälte kindlaksmääramisel või muude osakuomanike õiguste teostamisel, võetakse arvesse üksnes selle allfondi suhtes õigusi andvad osakud (IFS § 253 lg 1). Allfondiga seotud üldkoosoleku otsus on vastu võetud, kui selle poolt on antud üle poole üldkoosolekul seda allfondi esindavatest häälest, kui seaduse või põhikirjaga ei ole ette nähtud suurema häälteenamuse nõuet (IFS § 253 lg 10). Arvestades, et samasugused küsimused võivad tõusetuda aktsiaseltsifondi allfondide suhtes, siis tuleks lubada aktsiate liikide kaupa eristamist, mis välistaks vastava erisätte vajaduse ning lubaks muudatusi teha üldsätete alusel. Samas tuleb mõnda, et tegemist oleks rangema regulatsiooniga kui lepinguliste fondide allfondide puhul, kus otsuste kvoorumid on madalamad.

Aktsia liikidest tuleneva kvoorumi süsteemi kasutab ka Luksemburgi õigussüsteem. Tulenevalt Luksemburgi süsteemist kohalduvad aktsiate välja laskmisele samuti ühinguõigusest tulenevad üldsätted. Üldreeglina kohaldub aktsia liikidega seotud õiguste muutmisele piirang, mille kohaselt on vaja kõigi vastava aktsia liigi aktsionäride nõusolekut.²⁶¹ Luksemburgi äriseadustikus on aga kehtestatud erand, mille kohaselt võib iga aktsia liigiga seotud õiguseid muuta vastava aktsia liigi siseselt kvoorumi või häälteenamuse saavutamisel.²⁶²

Vastavat lähenemist toetab ka Luksemburgi kohtupraktika. Ühes vaidluses omas üks investor 100% ühest allfondist, kuid alla 10% kogu fondist, teine investor keeldus allfondi

²⁶⁰ Investeeringufondide seaduse eelnõu (297 SE) seletuskiri, lk 79.

²⁶¹ Kremer, C., Lebbe, I. Collective Investment Schemes in Luxembourg: Law and Practice, lk 61.

²⁶² *Ibidem*.

likvideerimisest, sest tema arvates ei olnud sellisel osanikul õigus üksi otsustada oma allfondi likvideerimine.²⁶³ Kohtu hinnangul tuli vaadata 10% nõuet koosoleku kokkukutsumiseks vastava allfondi tasandil.²⁶⁴ Sellega tunnustas kohus aktsionäri õigust vastava allfondiga seoses koosoleku kokku kutsuda ning seal võtta vastu otsuseid, mis puudutavad üksnes seda allfondi.²⁶⁵ Kuna tegemist on vaidlust tekitava küsimusega, siis tuleks seadusandjal kaaluda lahendust, mis on olemas kehtivas õiguses või alternatiivselt lahendada hääletamine erisätetega nagu on tehtud lepinguliste fondide puhul. Selliselt tagatakse aktsionäride õigus otsustada oma investeeringute teostamise üle sõltumata teiste aktsionäride arvamusest.

Samas tuleb arvestada, et eriliigiliste aktsiate väljaandmine tuleb ette näha põhikirjas, kus tuleb näidata eri liiki aktsiate tähistus ning aktsiatega seotud õigused.²⁶⁶ See on aga takistuseks allfondi struktuuri eesmärgile tagada paindlikkus uute allfondide asutamisel, sest põhikirja muutmine tähendab täiendavat registrimenetlust. Probleemi lahendamiseks ei piisa aktsia liikide kehtestamisest etteulatuvalt põhikirjas, sest sisuliselt on tegemist juba allfondi asutamisega, mis tuleks kooskõlastada Finantsinspeksiooniga. Lisaks on aktsia liigitamine IFS § 18 lg 9 alusel samuti seotud muude majanduslike parameetritega, mida ei ole võimalik üheselt paika panna enne allfondi asutamist. Tegemist regulatiivse takistusega, millega tuleb arvestada allfondi struktuuri kehtestamisel. Lahendusena tuleks näiteks kaaluda kiirmenetluse kohaldamist, sest allfondi asutamine kooskõlastatakse juba eelnevalt Finantsinspeksiooniga.

Eeltoodust tulenevalt tuleks eelkõige rakendada aktsia liikidest lähtuvat allfondide eristamist, mis omakorda loob vähemalt minimaalse nõude hääleõigustele, piiramaks teiste allfondide mõjutamist. Sellegipoolest vajab regulatsioon täpsustust, et allfonde oleks võimalik iseseisvalt likvideerida üksnes allfondi tasandi kvoorumiga, et tagada varade eraldatuse põhimõtte läbivalt kogu fondi eluaja jooksul. Lisaks on õigustatud lubada investoritel kvoorumitest põhikirja alusel kõrvale kalduda, sest investoritel peab säilima õigus oma investeeringutega seotud riske investeeringu tegemisel mõjutada, välja arvatud juhul, kui nad on ise sellest loobunud põhikirja tingimustega nõustudes.

²⁶³ Court of Appeal judgment of 24 May 2022 (No. 99/22). – <https://www.bsp.lu/lu/publications/newsletters-newsflashes/autonomy-investment-fund-compartments-judgment-no-9922> (23.04.2026).

²⁶⁴ *Ibidem*.

²⁶⁵ *Ibidem*.

²⁶⁶ Saare, K. Ühinguõigus I, lk 338.

KOKKUVÕTE

Käesoleva magistritöö eesmärk oli analüüsida, kas ja millisel kujul oleks võimalik kehtestada Eesti õigusruumis muutuvkapitaliga aktsiaseltsifondi allfondide regulatsioon, mis tagaks investoritele ja fondisektori teistele osalistele õiguskindla ning funktsionaalselt toimiva fondistruktuuri. Analüüs põhines eeldusel, et kuigi Eesti investeerimisfondide õigusraamistikku on alates 2016. aastast oluliselt reformitud, ei ole suudetud saavutada neid eesmärke, mida seadusandja investeerimisfondide seaduse reformidega taotles. Ühe võimaliku arengusuunana on tõusetunud küsimus aktsiaseltsifondide allfondide lubamisest, mis on rahvusvahelises fondipraktikas laialdaselt levinud, kuid Eesti õiguses hetkel keelatud. Magistritöös on käsitletud Eesti õiguskorras seni analüüsimata küsimust aktsiaseltsifondi allfondide sobitumisest tsiviil- ja maksejõuetusõiguse raamistikku. Töö koondab ja süstematiseerib allfondidega seotud eraõiguslikud probleemid ning pakub normatiivseid lähtekohti varade eraldatuse, maksejõuetusmenetluse ja investorite õiguste käsitlemiseks kehtivate põhimõtete alusel.

Töö uurimisküsimus oli, kas ja kuidas on võimalik kujundada Eesti õiguse kontekstis allfondide regulatsioon, mis arvestaks ühelt poolt tsiviilõiguse üldpõhimõtteid ning teiselt poolt allfondide struktuurile omaseid erisusi. Sellele vastamiseks käsitleti mitmeid alaküsimusi, sealhulgas allfondide varade eraldatuse tagamist, allfondi võimaliku õigusvõime küsimust, allfondidega seotud maksejõuetusõiguslikke probleeme ning investorite õiguste teostamist allfondide struktuuri raames.

Töö tulemusel tuvastati, et allfondide kasutamise keskne funktsioon seisneb fondi siseses horisontaalses riskide eraldamises, mis võimaldab ühe juriidilise isiku raames pakkuda erineva investeerimispoliitika ja riskiprofiiliga investeerimisvõimalusi. Selline struktuur pakub fondivalitseja ja investorite vaates mitmeid eeliseid, sealhulgas haldus- ja regulatiivsete kulude vähenemist ning fondi juhtimise ühtlustamist. Samas eeldab allfondide toimivus selgelt kehtestatud ja kolmandate isikute suhtes siduvat varade eraldatuse reeglistikku, kuna ilma selleta ei ole võimalik saavutada allfondi struktuuri põhieesmärki.

Õigusvõime küsimust analüüsides jõuti järeldusele, et Eesti tsiviilõiguse süsteemis on õigusvõime lahutamatult seotud isikuks olemisega ning ühe juriidilise isiku sees paiknevale

varakogumile iseseisva õigusvõime omistamine ei ole kooskõlas tsiviilseadustiku üldosa üldpõhimõtetega ning Eestis ei toeta see allfondi struktuuri praktilisi eesmärke. Seega ei ole üldpõhimõtetest kõrvale kaldumine ja allfondi õigusvõime tunnustamine Eestis vajalik.

Samas näitas võrdlev analüüs, et õigusvõime puudumine ei välista varade eraldatuse tõhusat tagamist. Võrdleva analüüsi põhjal järeldati, et praktikas kasutatakse regulatsiooni, kus nõuded esitatakse küll aktsiaseltsifondi kui juriidilise isiku vastu, kuid nende rahuldamine on piiratud konkreetse allfondi varaga. Sellise lahenduse eelduseks on selged menetluslikud garantiid, mis välistavad teiste allfondide varade mõjutamise kohtu- ja täitemenetluses. Töö tulemusel leiti, et investeerimisfondide seadust tuleks täiendada normidega, mis annavad juhatusele ja depositeoriumile õiguse kaitsta allfondi varade eraldatust, võimaldades täitemenetluses vara vabastamise hagi esitamist. Need kohustused on osa juhatuse järelevalve ja hoolsuskohustusest aktsiaseltsifondis, mille rikkumine võib kaasa tuua juhatuse liikme vastutuse, mis omakorda loob täiendava garantii investoritele seoses varade eraldatusega. Lisaks tuleks kaaluda lahendust, mis kohustab aktsiaseltsifondi fondivalitsejat teavitama vastaspoolt lepingu sõlmimisel sellest, millise allfondiga on tehing seotud, tagamaks selguse varade eraldatuse osas algusest peale.

Maksejõuetusmenetluse analüüsi käigus selgus, et maksejõuetus on allfondide praktikas kõige enam vaidluseid tekitanud aspekt. Töö tulemusel leiti, et kehtiv maksejõuetusõigus lähtub pankrotivõlgnikuna üksnes füüsilisest või juriidilisest isikust, mistõttu ei ole võimalik ilma erisäteteta alkatada eraldiseisvat maksejõuetusmenetlust üksnes allfondi varade suhtes. Samas on allfondide struktuuri puhul keskne põhimõte, et ühe allfondi ebaõnnestumine ei kahjustaks teiste allfondide investorite ja võlausaldajate positsiooni. Võrdluses Saksamaa ja Luksemburgi regulatsiooni ja praktikaga järeldati, et allfondide struktuuri toimimiseks on põhjendatud tunnustada eraldiseisva maksejõuetusmenetluse kohaldamist varakogumite suhtes, sarnaselt pärandvara ja lepinguliste fondide regulatsioonile Eestis. Selleks tuleb laiendada investeerimisfondide seaduses pankrotiseaduse kohaldamisala selliselt, et ka allfonde käsitletaks seaduses ettenähtud juhul pankrotimenetluse subjektina. Selline lahendus võimaldaks tasakaalustada investorite ja võlausaldajate huve ning vältida olukorda, kus ühe allfondi maksejõuetus tooks kaasa kogu aktsiaseltsifondi tegevuse lõpetamise. Fondisektori usaldusväärsuse tagamiseks on samuti vajalik, et menetluse pealkirjadest ja teadaannetest peab

selgelt nähtuma, et pankrotimenetlus on algatatud konkreetse allfondi vara, mitte kogu aktsiaseltsifondi või mõne teise allfondi suhtes, et vältida teiste allfondide investorite usalduse kaotust. Seega on erisätete kehtestamisel võimalik viia läbi maksejõuetusmenetlus aktsiaseltsifondi allfondi suhtes eraldiseisvalt ning seejuures saab rakendada pankrotimenetluse sätteid terves ulatuses, sealhulgas näiteks tagasivõitmist.

Allfondide regulatsiooni keskseks küsimuseks on ka aktsiaseltsifondi kohustuste ja kapitalinõuete jaotumine allfondide vahel. Magistritöö tulemusena saab järeldada, et allfondide struktuuri loogikaga ei ole kooskõlas lahendus, mille kohaselt vastutaksid eri allfondid vastastikku teineteisega mitteseotud kohustuste eest. Allfondide varade eraldatuse põhimõte eeldab, et konkreetse allfondiga seotud kohustused kaetakse üldjuhul selle allfondi varade arvel, samas kogu fondi tegevusega seotud üldkulud tuleb jaotada allfondide vahel objektiivsetel ja läbipaistvatel alustel. Seetõttu võiks kohaldada lahendust, mille kohaselt kannavad allfondid fondi üleseid kohustusi proportsionaalselt oma vara puhasväärtusega, kui põhikirjas ei ole ette nähtud teistsugust jaotust. Vaatamata keerukusele arvestada kulutuste jaotust allfondide vahel muutuva puhasväärtuse alusel, on see tulenevalt juhatuse ja fondivalitseja rollist õigustatud. Selline lähenemine võimaldab säilitada varade eraldatuse, vältides samal ajal olukorda, kus fondi vältimatud tegevuskulud jäävad katmata. Lisaks säilib investoritel õigus põhikirja muutmise teel kujundada kulutuste kandmise jaotus ja korraldus vastavalt nende soovidele.

Kapitalinõuete täitmise osas puudub vajadus kehtestada erisätted. Aktsiaseltsifondi miinimumkapitali nõuet on õigustatud arvestada kogu fondi tasandil mitte üksikute allfondide lõikes. Allfondide struktuuri puhul ei ole põhjendatud kapitalinõuete proportsionaalne jaotamine ega solidaarvastutuse kehtestamine allfondide vahel, kuna selline lahendus seaks ohtu varade eraldatuse põhimõtte ning looks investoritele täiendava raskesti prognoositava riski. Töö tulemusel leiti, et kapitalinõuete rikkumise ohu korral tuleb eelistada lahendusi, mis säilitavad aktsiaseltsifondi terviklikkuse ning võimaldavad investoritel teha teadlikke otsuseid fondi jätkamise, kapitali suurendamise või fondi lõpetamise kohta. Kuigi on õigustatud ajutise fondist väljumise takistamise meetme kehtestamine, siis lõpuks peavad investorid otsustama fondi tegevuse jätkamise vastavalt üldistele reeglitele, mis võib tähendada ka kogu fondi likvideerimist. Selline lähenemine on kooskõlas allfondide majandusliku eesmärgiga ning

võimaldab tasakaalustada investorite kaitset ja fondi struktuurset paindlikkust ilma täiendavate kohustuslike kapitali eraldamise nõuete kehtestamiseta, mis pärsiks fondi põhitegevust.

Investorite õiguste analüüs näitas, et allfondide struktuuri puhul ei pruugi erinevate allfondide investorite huvid kattuda. Seetõttu ei ole põhjendatud võimaldada investoritele ühesugust otsustusõigust kogu fondi puudutavate otsuste tegemisel. Eriti selgelt ilmneb see otsustes, mis puudutavad üksnes konkreetse allfondi investeerimispoliitikat, varade koosseisu, kulude jaotust või allfondi likvideerimist. Vajadus hääleõiguse piiramiseks tuleneb eelkõige riskist, et ühe allfondi investorid võiksid otsustada teise allfondi likvideerimise vastu selle allfondi investorite huve. Sellest tulenevalt leiti, et investorite õiguste tasakaalu tagamiseks on vajalik võimaldada hääleõiguse piiritlemist allfondi tasandil. Selline lähenemine on kooskõlas võrdlusriikide praktikaga ning allfondide struktuuri majandusliku loogikaga, kuna investorite varalised õigused ja riskid on seotud konkreetse allfondiga. Siiski peaksid üldised kogu fondi struktuuri puudutavad otsused, näiteks nõukogu või audiitori määramine, jääma kõigi aktsionäride ühisesse pädevusse. Allfondide õiguste eristamiseks võiks kasutada kehtivast õigusest tulenevat aktsia liikide regulatsiooni. Aktsiate liigitamine allfondide kaupa võimaldab siduda allfondide investorite õigused konkreetse allfondiga, mis juba üldreeglina piirab investorite hääleõigust teist allfondi puudutavates küsimustes. Erisätetega tuleks reguleerida aktsia liikide väljalaskmise menetlust ning allfondide likvideerimise otsustamist, mis peaks üldreeglina käima allfondi tasandi kvoorumi alusel ning alternatiivselt võiks selle otsustamise põhikirjaga anda nõukogu eelneval nõusolekul juhatuse pädevusse.

Kokkuvõttes järeldati, et aktsiaseltsifondi allfondide regulatsiooni kehtestamine Eesti õiguses on võimalik. Seda tingimusel, et investeerimisfondide seadust täiendatakse selgete ja süsteemsete erisätetega. Töö käigus tehtud ettepanekud keskendusid eeskätt varade eraldatuse tagamisele, maksejõuetusmenetluse kohaldatavuse selgitamisele ning investorite õiguste tasakaalustamisele allfondide struktuuris. Läbivaks järelduseks on, et allfondide lubamine ei eelda Eesti tsiviilõiguse põhialuste ümberkujundamist, vaid pigem konkreetsete erisätete kehtestamist, mis arvestavad nii fondisektori praktiliste vajaduste kui ka õigusselguse vajadusega.

SUB-FUNDS OF VARIABLE CAPITAL INVESTMENT COMPANIES – POSSIBILITIES IN ESTONIAN LAW

Abstract

The purpose of this master's thesis was to analyse whether and in what form the regulation of sub-funds of variable capital investment companies' funds (based on public limited company's regulation) could be established in Estonian law, ensuring a legally certain and functionally viable fund structure for investors and other fund sector participants. The thesis addresses a question not previously analysed in Estonian legal scholarship about the compatibility of sub-funds of investment company funds with the framework of civil and insolvency law.

The research was based on the premise that despite significant reforms to the Estonian Investment Funds Act since 2016, the objectives sought by the legislator have not been fully achieved. One potential development direction is permitting sub-funds for investment company funds, which is widely established internationally but currently prohibited under Estonian law pursuant to Section 6(3) of the Investment Funds Act.

The main research question was whether and how sub-fund regulation can be designed in Estonian law, considering both general civil law principles and sub-fund structure specificities. Sub-questions examined: (1) How can sub-fund asset segregation be ensured? This included examining legal subjectivity, insolvency proceedings applicability, and distribution of obligations and capital requirements at the sub-fund level; (2) What specificities does the sub-fund structure entail for investor rights? This included analysing how to distinguish investor rights and whether voting rights should be delimited at the sub-fund level.

The thesis employed analytical and comparative legal methodology. The comparative method compared Estonian law primarily with Luxembourg and Germany, as these jurisdictions have variable capital investment company regulations resembling Estonia, where special legislation supplements existing corporate forms. The analysis drew upon legal acts, explanatory memoranda, legal literature, case law, EU directives including UCITS and AIFMD, and ESMA guidelines.

The first chapter focuses on sub-fund characteristics and advantages. An umbrella fund consists of smaller asset pools (sub-funds), each with different investment policies. Key distinguishing characteristics include absence of legal capacity, different investment policies, asset segregation at sub-fund level, separate accounting and NAV calculation, and differentiated share rights. The central function of sub-funds lies in horizontal risk segregation within a fund, enabling different investment opportunities with varied risk profiles within a single legal entity.

The sub-fund structure provides many advantages for both fund managers and investors. An easier establishment compared to separate funds, unified management under harmonised rules, simplified regulatory compliance, economies of scale through shared management bodies and service providers, and unified foundational documents. However, functionality presupposes a clearly established and binding asset segregation framework.

The second chapter analyses sub-fund asset segregation. Asset segregation is the central principle of the sub-fund structure, which developed in the fund sector before the establishment of regulatory restrictions. Under general rules, as a commercial company is the legal subject in transactions, it is liable with all its. Thus it may be necessary to give sub-funds separate legal capacity. However, the thesis concluded that in Estonian civil law, legal capacity is inseparably linked to legal personality, and attributing independent legal capacity to an asset pool within a single legal entity is inconsistent with the principles from of General Part of the Civil Code Act.

However, comparative analysis demonstrated that absence of legal capacity does not preclude effective asset segregation. In practice, claims are filed against the investment company as legal entity, but satisfaction is limited to specific sub-fund assets. In Germany, obligations are limited to sub-fund assets with mandatory disclosure of which sub-fund a transaction relates to. The thesis found that the Investment Funds Act should be supplemented with provisions granting the board and depositary rights to protect asset segregation through objections in enforcement proceedings, breach of which may result in board member liability. Additionally, fund managers should be obliged to notify counterparties at contract conclusion of which sub-fund the transaction relates to.

The insolvency proceedings analysis revealed this area has generated the most disputes in practice. Current insolvency law proceeds from the premise that only natural or legal persons can be bankruptcy debtors, meaning without special provisions, separate proceedings cannot be initiated solely regarding sub-fund assets. Such conclusion would require insolvency against the entire investment company, which would call into question the entire asset segregation principle of regarding sub-funds.

The thesis found that recognition of separate insolvency proceedings for asset pools is possible and justified, similar to estate and contractual fund bankruptcy regulation in Estonia. The Bankruptcy Act's scope should be extended so sub-funds may be treated as bankruptcy proceedings subjects. This would balance investor and creditor interests while avoiding one sub-fund's insolvency terminating the entire company's activities. Proceeding titles must clearly indicate bankruptcy is against a specific sub-fund's assets. With special provisions, insolvency proceedings can be conducted separately regarding a sub-fund, with full bankruptcy procedure provisions applicable, including recovery actions.

Regarding distribution of obligations and capital requirements, the thesis concluded that mutual liability among sub-funds for unrelated obligations is incompatible with sub-fund logic. Asset segregation presupposes that sub-fund-related obligations are covered from that sub-fund's assets, while fund-wide costs must be distributed on objective and transparent grounds. The solution would be that sub-funds bear fund-wide obligations proportionally to net asset value, unless otherwise provided in articles of association. This way there are no uncovered costs, but investors still retain rights to shape cost allocation through amendments in the articles of association.

As for the capital requirements, the thesis concluded that minimum capital requirements should apply at fund level, not individually for sub-funds. Proportional distribution or joint liability among sub-funds is not justified, as it would jeopardise asset segregation and create unpredictable investor risks. In case of capital requirement breach risk, solutions maintaining investment company integrity should be preferred, enabling informed investor decisions on fund continuation, capital increase, or termination. While temporary exit prevention measures are justified, investors must ultimately decide on fund continuation according to general rules,

which may mean fund liquidation. This approach is consistent with the economic purpose of sub-funds and enables balancing investor protection and the structural flexibility of the fund without establishing additional mandatory capital allocation requirements that would inhibit the fund's primary investment activities.

The third chapter analyses investor rights and voting right delimitation. In sub-fund structures, investor interests may not coincide across sub-funds, so identical decision-making rights for all fund decisions are not justified. This is evident in decisions affecting only specific sub-fund investment policy, asset composition, cost allocation, or liquidation. To ensure investor rights balance, voting right delimitation at sub-fund level is necessary, consistent with comparison countries' practice and economic logic, as investors' property rights and risks are linked to specific sub-funds. However, general fund-wide decisions (supervisory board or auditor appointment) should remain within all shareholders' joint competence. A practical solution is linking sub-fund rights to specific share classes. Special provisions should regulate share class issuance procedures and sub-fund liquidation decisions, which should generally be based on sub-fund level quorum, alternatively delegable to the management board with supervisory board consent through articles of association.

In conclusion, implementing sub-fund regulation for investment company funds is possible in Estonian law, provided the Investment Funds Act is supplemented with clear and systematic special provisions. The proposals in the thesis focused on: (1) ensuring asset segregation through procedural guarantees in enforcement proceedings and counterparty notification obligations; (2) clarifying insolvency proceedings applicability by extending bankruptcy subjects to include sub-fund asset pools, with clear proceeding titles and allowing full applicability of bankruptcy provisions including recovery actions; (3) establishing clear rules for fund-wide cost distribution among sub-funds based on their net asset value, while preserving investor rights to shape cost allocation; (4) maintaining capital requirement compliance at fund level, but allowing temporary exit prevention measures; and (5) balancing investor rights through voting right delimitation at sub-fund level linked to share classes, maintaining joint competence for fund-wide decisions, with sub-fund level quorum or management board delegation for liquidation decisions.

The overarching conclusion is that permitting sub-funds does not require fundamental restructuring of Estonian civil law principles, but rather specific special provisions considering both fund sector practical needs and legal certainty requirements. The comparative analysis demonstrated that jurisdictions with similar regulatory frameworks have successfully implemented sub-fund structures by supplementing general corporate law with targeted special provisions. The Estonian legal system already contains conceptual precedents for recognising asset pools as separate legal proceedings subjects, as evidenced by estate bankruptcy and contractual funds regulation. Building upon these foundations, the thesis proposes a coherent framework enabling Estonian investment company funds to benefit from sub-fund structure competitive advantages while maintaining consistency with established civil law principles.

LÜHENDID

ESMA	European Securities and Markets Authority (Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve)
IFS	investeerimisfondide seadus
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch (Saksamaa kapitaliturgude seadus)
KAGBK	Kapitalanlagegesetzbuch Kommentar (KAGB kommenteeritud väljaanne)
LCC	Law on Commercial Companies (Luksemburgi äriseadustik, Law of 10 August 1915)
NAV	net asset value (vara puhasväärtus)
PankrS	pankrotiseadus
RKTKm	Riigikohtu tsiviilkolleegiumi määrus
RKTKo	Riigikohtu tsiviilkolleegiumi otsus
SICAV	<i>société d'investissement à capital variable</i> (Luksemburgi muutuvkapitaliga investeerimisühing)
SPV	<i>special purpose vehicle</i> (eraldi tegevuseks loodud juriidiline keha)
TMS	täitemenetluse seadustik
TsMS	tsiviilkohtumenetluse seadustik
TsÜS	tsiviilseadustiku üldosa seadus
UCI	<i>Law on Undertakings for Collective Investment</i> (Luksemburgi investeerimisfondide seadus, Law of 17 December 2010)
UCITS	<i>undertakings for collective investment in transferable securities</i> (eurofondid)
VÕS	võlaõigusseadus
ÄS	äriseadustik

KASUTATUD KIRJANDUS

1. Assman, H.-D., jt. Kapitalanlagegesetzbuch Kommentar. 2. Aufl. Köln: Verlag Dr. Otto Schmidt 2023.
2. Baur J. jt. (koost) Investmentgesetze. Großkommentar. Aufl. 4. Berlin: De Gruyter 2019.
3. Conaway, A., Tsoflias, P. The Delaware Series LLC: Sophisticated and Flexible Business Planning. – Michigan Business & Entrepreneurial Law Review. 2012/2(1).
4. Feetham, N., Jones, G. Protected Cell Companies: A guide to their implementation and use. London: Spiramus Press Ltd 2024.
5. Fischer, C. Die Investmentaktiengesellschaft aus aufsichtsrechtlicher und gesellschaftsrechtlicher Perspektive. Frankfurt am Main: Peter Lang Verlag 2007.
6. Forste, U. Pankrotiõigus. Tallinn: Juura 2018.
7. Harju, I. Syyrilä, J. Sijoitusrahastolainsäädäntö. Helsinki: WSOY Lakitieto, 2001.
8. Hudson, M. Funds: Private Equity, Hedge and All Core Structures. Chichester: John Wiley & Sons Ltd. 2014.
9. Kremer, C., Lebbe, I. Collective Investment Schemes in Luxembourg: Law and Practice. Oxford: Oxford University Press 2014.
10. Kõve, V. jt (koost). Tsiviilkohtumenetluse seadustik I. I–V osa (§-d 1–305). Komm. vlj. Tallinn: Juura 2017.
11. Lindeblad, A.-C. En hållbar, transparent och konkurrenskraftig fondmarknad (SOU 2016:45). Stockholm 2016.
12. Madise, Ü. jt (toim). Eesti Vabariigi põhiseadus. Komm. vlj. 5., täiend. vlj. Tartu: Sihtasutus Iuridicum 2020.
13. McElhinney, T.J. A Bankruptcy Litigation Framework for Series LLC Eligibility, A Bankruptcy Litigation Framework for Series LLC Eligibility, Property of the Estate and Substantive Consolidation. – Emory Bankruptcy Developments Journal. 2019/35(1) – <https://scholarlycommons.law.emory.edu/ebdj/vol35/iss1/8> (23.04.2026).
14. Moritz, J., Klebeck, U., Jesch, T. A. Frankfurter Kommentar zum Kapitalanlagerecht. Frankfurt: Fachmedien Recht und Wirtschaft in Deutscher Fachverlag GmbH 2019.
15. Mühler, H. Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital. Frankfurt am Main: Peter Lang Verlag 2014.

16. Ooi, V. A new structuring option for funds: The Singapore variable capital company. – Company Lawyer 2021/42(4) – https://ink.library.smu.edu.sg/sol_research/3245/ (27.04.2026).
17. Richards, D. Cell technology an innovative type of cell company in jersey is set to create structured finance and umbrella fund opportunities. International Financial Law Review. 2007/26(3).
18. Saare, K., Volens, U., Vutt, A., Vutt. M. Ühinguõigus I. Tallinn: Juura 2015.
19. Steck, K.-U., and Fisher, C. Better than Sicav. – International Financial Law Review, 2010/29(1). – <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/intfinr29&i=60> (23.04.2026).
20. Thiebaud, P., Henneresse, L. Insolvency of a compartment of a Luxembourg umbrella investment vehicle. – Insolvency and Restructuring International 2020/14(2). – <https://www.ibanet.org/MediaHandler?id=919A9399-7C92-45D4-9864-FAF657E0F83E> (23.04.2026).
21. Varul, P. jt (koost). Tsiviilseadustiku üldosa seadus. Komm. vlj. 2. vlj. Tartu: Juura 2023.
22. Varul, P. jt (koost). Võlaõigusseadus. Komm. vlj. 2. vlj. I. Tallinn: Juura 2016.
23. Varul, P. jt (koost). Pankrotiseadus. Komm. vlj. 1. vlj. Tartu: Juura 2024.
24. Venesaar, M. Lepingulise investeerimisfondi õiguslik staatus. Magistritöö. Juhendajad Kilvar Kessler ja Urmas Volerns. Tallinn: Tartu Ülikool 2013.
25. Vepsä, A. Sateenvarjomuotoisen sijoitusyhtiön oikeudelliset erityiskysymykset – oikeusvertailevia näkökohtia. – Liikejuridiikka 2021/2 – <https://trepo.tuni.fi/bitstream/handle/10024/147406/978-952-03-2814-6.pdf?sequence=7&isAllowed=y> (22.04.2026).
26. Vepsä, A. Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö. Doktoritöö. Juhendaja Veikko Vahtera. Tampere: Tampereen yliopisto 2023 – <https://trepo.tuni.fi/bitstream/handle/10024/147406/978-952-03-2814-6.pdf?sequence=7&isAllowed=y> (22.04.2026).
27. Vepsä, A. Yhteissijoitusyhtyritysten oikeudelliset muodot. – Edilex-sarja 2021/18 – <https://trepo.tuni.fi/bitstream/handle/10024/147406/978-952-03-2814-6.pdf?sequence=7&isAllowed=y> (23.04.2026).

KASUTATUD ÕIGUSAKTID

Eesti õigusaktid

- 28. Investeeringufondide seadus. – RT I, 11.11.2025, 4.
- 29. Pankrotiseadus. – RT I, 11.11.2025, 12.
- 30. Tsiviilkohtumenetluse seadustik. – RT I, 03.04.2025, 2.
- 31. Täitemenetluse seadustik. – RT I, 07.01.2026, 8.
- 32. Võlaõigusseadus. – RT I, 11.11.2025, 16.
- 33. Äriseadustik. – RT I, 06.07.2023, 131.

Euroopa Liidu õigusaktid

- 34. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2009/65/EÜ, vabalt võõrandatavatesse väärtpaberitesse ühiseks investeringuks loodud ettevõtjaid (eurofondid) käsitlevate õigus- ja haldusnormide kooskõlastamise kohta. – ELT L302/32.
- 35. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2011/61/EL, 8. juuni 2011, alternatiivsete investeerimisfondide valitsejate kohta, millega muudetakse direktiive 2003/41/EÜ ja 2009/65/EÜ ning määruseid (EÜ) nr 1060/2009 ja (EL) nr 1095/2010. – ELT L174/1
- 36. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määrus (EL) 2015/848, 20. mai 2015, maksejõuetusmenetluse kohta. – ELT L141/19.

Saksa õigusaktid

- 37. Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das zuletzt durch Artikel 23 des Gesetzes vom 4. Februar 2026 (BGBl. 2026 I Nr. 33) geändert worden ist. – <https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/> (22.04.2026).
- 38. Insolvenzordnung vom 5. Oktober 1994 (BGBl. I S. 2866), die zuletzt durch Artikel 6 des Gesetzes vom 15. Juli 2024 (BGBl. 2024 I Nr. 236) geändert worden ist. – <https://www.gesetze-im-internet.de/inso/> (27.04.2026).
- 39. Kapitalanlagegesetzbuch vom 4. Juli 2013 (BGBl. I S. 1981), das zuletzt durch Artikel 3 des Gesetzes vom 9. April 2026 (BGBl. 2026 I Nr. 97) geändert worden ist. – <https://www.gesetze-im-internet.de/kagb/index.html#BJNR198110013BJNE011703128> (22.04.2026).

Luksemburgi õigusaktid

40. Code Civil. – <https://legilux.public.lu/eli/etat/leg/code/civil/20251226> (23.04.2026).
41. Law of 10 August 1915 on Commercial Companies, consolidated as of 2 March 2025. – <https://www.cssf.lu/en/Document/law-of-10-august-1915/> (30.03.2026).
42. Law of 17 December 2010 on Undertakings for Collective Investment, as amended by the modernization law of 21 July 2023 (Law n° 8183). – https://www.cssf.lu/wp-content/uploads/L_171210_UCI.pdf (22.04.2026).

Iirimaa õigusaktid

43. Central Bank (Supervision And Enforcement) Act 2013 (Section 48(1)) (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Regulations 2019. S.I. No. 230 of 2019. – <https://www.irishstatutebook.ie/eli/2019/si/230/made/en/print?q=230> (23.04.2026).

Ühendkuningriigi õigusaktid

44. Insolvency Act 1986. – <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/45/section/221> (30.03.2026).

KASUTATUD KOHTUPRAKTIKA

Eesti kohtupraktika

45. RKTko 3-2-1-111-04.
46. RKTko 3-2-163-14.
47. RKTkm 3-2-1-13-09.
48. RKTko 3-2-1-7-10.
49. RKTko 2-22-10897.

Luksemburgi kohtupraktika

50. Luxembourg Court of Appeal, 14.03.2018, roll Nos 44556 and 44493.

Ühendkuningriigi kohtupraktika

51. East Riding of Yorkshire Council (As administrating authority of the East Riding Pension Fund) (Appellant) v KMG SICAV-SIF-GB Strategic Land Fund (Respondent). Case No: CA-2024-002839 – <https://www.serlecourt.co.uk/images/uploads/news-and->

[events/East_Riding_of_Yorkshire_Council_as_Administrating_Authority_of_the_East_Riding_Pension_Fund_v_KMG_SICAV-SIF-GB_Strategic_Land_Fund_2025_EWCA_Civ_1137.pdf](#) (30.03.2026).

MUUD ALLIKAD

52. ALFI. Response to IOSCO consultation Report on Good Practices for the Termination of Investment Funds. 17.10.2016. – [https://www.iosco.org/library/pubdocs/542/pdf/The%20Association%20of%20the%20Luxembourg%20Fund%20Industry%20\(ALFI\).pdf](https://www.iosco.org/library/pubdocs/542/pdf/The%20Association%20of%20the%20Luxembourg%20Fund%20Industry%20(ALFI).pdf) (23.04.2026).
53. Case Summary: East Riding of Yorkshire Council (As administrating authority of the East Riding Pension Fund) (Appellant) v KMG SICAV-SIF-GB Strategic Land Fund (Respondent) (UKSC/2025/0195). – <https://supremecourt.uk/cases/uksc-2025-0195> (30.03.2026).
54. CHAMBRE DES DEPUTES. Session ordinaire 1999-2000. No 4612. PROJET DE LOI portant modification de certaines dispositions de la loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif. – https://wdocs-public.chd.lu/docs/Dossiers_parlementaires/4612/20250513_Dep%C3%B4t.pdf (23.04.2026).
55. Circular IML 91/75 as amended by Circulars CSSF 05/177, 18/697, 21/790, 22/811 and 25/901. – https://www.cssf.lu/wp-content/uploads/iml91_75eng.pdf (27.04.2026).
56. COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS. CESR's response to the European Commission's consultation on the UCITS depositary function. 2009. – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_781.pdf (12.04.2026).
57. Company Law Review Group. First Report. 2001. – <https://clrg.org/media/ycile5dz/1-clrg-first-report.pdf> (10.04.2026).
58. Court of Appeal judgment of 24 May 2022 (No. 99/22). – <https://www.bsp.lu/lu/publications/newsletters-newsflashes/autonomy-investment-fund-compartments-judgment-no-9922> (23.04.2026).
59. Crowe Horwath First Trust LLP. 8 Key Reasons for Choosing a VCC. – <https://www.crowe.com/sg/blog/8-key-reasons-for-choosing-a-vcc> (30.03.2026).
60. Elvinger, J., Mengal, M. Cross sub-funds investment: a new weapon in the armoury of the Luxembourg investment fund law. –

- https://elvingerhoss.lu/sites/default/files/documents/legal_topics/investment/LFR_14_Cross_sub-funds_investment_Luxembourg.pdf (26.04.2026).
61. ESMA. UCITS share classes. 6. aprill 2016. –
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-570_discussion_paper_on_ucits_share_classes_2016_0.pdf (23.04.2026).
62. European Central Bank. Lists of Financial Institutions: Investment Funds. Q3 2025. –
https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/money/ecb.ifn_cumulated_overview_tables.en.pdf?6f81e5ed2d83e7bff3692491054550d0 (30.03.2026).
63. Explanatory memorandum to the open-ended investment companies (amendment) regulations. 2011 No. 3049 –
https://www.legislation.gov.uk/uksi/2011/3049/pdfs/uksiem_20113049_en.pdf (10.04.2026).
64. Finantsinspeksioon. Turuosaliste register. Aktsiaseltsina asutatud investeerimisfondid. –
<https://www.fi.ee/et/investeerimine/investeerimis-ja-pensionifondid/investeerimine/investeerimis-ja-pensionifondid/avalikud-investeerimisfondid/avalikud-investeerimisfondid?closed=All> (30.03.2026).
65. Investeerimisfondide seaduse eelnõu (297 SE) seletuskiri. –
<https://www.riigikogu.ee/download/af0b0f80-319d-47a4-a2a8-9e284e6a490f> (23.04.2026).
66. Jamieson, B., Shuen, G. W., Relan, N. Segregation of assets and liabilities under the Variable Capital Company framework. – <https://www.cnplaw.com/wp-content/uploads/2020/01/Segregation-of-assets-and-liabilities-under-the-Variable-Capital-Company-framework.pdf> (23.04.2026).
67. Liin, S. MAKSEJÕUETUSÕIGUSE REVISJON ANALÜÜS-KONTSEPTSIOON PÄRANDVARA PANKROT. –
<https://www.justdigi.ee/sites/default/files/documents/2021-11/T%C3%B6%C3%B6r%C3%BChma%20liikme%20Susann%20Liini%20anal%C3%B6%C3%BCs-kontseptsioon%20%E2%80%9EP%C3%A4randvara%20pankrot%E2%80%9C.pdf> (11.04.2026).
68. Malta Financial Services Authority. A GUIDE ON ESTABLISHING INCORPORATED CELL COMPANIES IN MALTA. – [link], (21.04.2026).

69. Rahandusministeeriumi lõputöö teemad 2025-2026. – https://etag.ee/wp-content/uploads/2025/08/Rahandusministeeriumi-loputoo-teemad-2025_2026.docx (05.04.2026).

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Hendrik Viimsalu _____ ,

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

AKTSIASELTSIFONDIDE ALLFONDID – VÕIMALUSED EESTI ,
ÕIGUSRUUMIS

(lõputöö pealkiri)

mille juhendaja(d) on Gerd Laub ja Andres Vutt _____ ,
(juhendaja nimi)

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

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

Hendrik Viimsalu

29.04.2026