

TARTU ÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Helina Meier, Martin Möllits

JÄTKUSUUTLIKKUSE SEOS INVESTEERIMISSTRATEEGIATEGA EESTI
VARAHALDUSETTEVÕTETES

Magistritöö

Juhendaja: dotsent Kertu Lääts

Tartu 2023

Oleme koostanud töö iseseisvalt. Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjandusallikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

.....

(töö autori allkiri)

.....

(töö autori allkiri)

Sisukord

Sissejuhatus.....	5
1. Investeerimisstrateegia, ESG ja nende integreerimise teoreetiline käsitus.....	7
1.1. Jätkusuutliku investeerimisstrateegia põhimõtted erinevate varaklasside lõikes	7
1.2. Jätkusuutliku investeerimise regulatiivne keskkond ja selle areng Euroopa Liidus.....	15
1.3. Jätkusuutlike investeerimisstrateegiate hindamine ESG agentuuride reitingute alusel ja nende võrdlus	20
2. Jätkusuutlikkuse seos investeerimisstrateegiatega.....	27
2.1. Metoodika ja valimi kirjeldus.....	27
2.2. Jätkusuutlikkuse sidumine Eesti varahaldusettevõtete investeerimisstrateegiates	31
2.2.1 ESG andmete ja reitinguagentuuride kasutamine Eesti varahaldusettevõtetes.....	37
2.2.2 Investeerimisstrateegiate ja ESG sidumine Eesti varahaldusettevõtetes.....	41
2.2.3 ESGga seotud puudused investeerimisel ja varahaldurite ootused tulevikuolukorra parandamiseks.....	45
Kokkuvõte.....	49
Viidatud allikad.....	52
LISA A Vastutuslike investeeringute mõistete muutus perioodil 1970–2010	58
LISA B Peamised jätkusuutlikud investeerimisstrateegiad ja nende kirjeldused ...	59
LISA C ESG tegurite olulisus erinevates sektorites.....	62
LISA D MSCI reitinguagentuuri ESG reitingu raamistiku ja protsessi ülevaade ...	63
LISA E MSCI ESG skooride hierarhia	64
LISA F Ülevaade autorite järeldustest peamistest töös kasutatud empiirilistest uuringutest	65
LISA G Ekspertintervjuude kava	67

JÄTKUSUUTLIKKUSE SEOS INVESTEERIMISSTRATEEGIATEGA EESTI

VARAHALDUSETTEVÕTETES

4

LISA H Intervjueeritute nimekiri toimumise järjekorras 68

LISA I Valimi osakaal turuosast 69

LISA J Investorite peamised põhjused jätkusuutlike investeeringute tegemiseks ..70

Summary 72

Sissejuhatus

2015. aastal kehtestas Ühinenud Rahvaste Organisatsioon (ÜRO) 17 säästva arengu eesmärki (*Sustainable Development Goals*), mida rakendab oma riiklikus kavas üle 100 riigi, mis on regulatiivselt kehtestanud need omakorda ettevõtetele. Jätkusuutlikkuse eesmärgid on seatud finantsasutustele, et toetada roheliste investeeringutega säästva arengu eesmärkide täitmist. Fondide ja kindlustettevõtete investeerimisotsuste sidumine jätkusuutlikkuse mõõdikutega tuleneb Euroopa Liidu (EL) ja ÜRO 2030. ja 2050. aastaks püstitatud jätkusuutlikkuse eesmärkidest (Ühinenud Rahvaste Organisatsioon, 2015) (Euroopa Komisjon, 2020). Töö autorid usuvad, et teema on aktuaalne nii rahvusvahelisel kui ka kohalikul tasandil, kuna varahaldusettevõtete esindajad seisavad hetkel regulatiivsete probleemide ees ning tunnevad keerukust ESG raamistikus orienteerudes. Töö autorid valisid käesoleva teema professionaalse huvi tõttu. Ühele autorile pakub huvi, kuidas konkureerivad varahaldusettevõtted on integreerinud jätkusuutlikkust enda investeerimisstrateegiates. Töö ühe autori huvist tingituna on võimalik tõsta valdkonna läbipaistvust ning seeläbi mõista, milliste probleemide ees seisavad teised varahaldusettevõtted. Peale selle on võimalik tõsta esile jätkusuutlike investeeringute olulisust. Töö teise autori jaoks on huvitav teada saada, milliseid ESG teenuseid saab konsultatsiooniettevõtte klientide nõustamisel pakkuda.

Maailma ühe suurima varahaldusettevõtte Natixi Investment Managers uuringust (2019) selgus, et ligikaudu kaks kolmandikku institutsionaalsetest investoritest usub, et järgmise viie aasta jooksul saab ESGst (*Environment, Social, Governance*) sektoriteülene standard (Natixi Investment Managers, 2019). OECD hindas 2020. aastal, et pensionifondid ja kindlustusettevõtted arvestavad investeerimisotsuseid tehes aktiivselt ka ESG faktoritega (Boffo & Patalano, 2020).

Keskkonnamõjude hindamiseks kasutavad reitinguagentuurid keskkondlikke, sotsiaalseid ja juhtimislikke andmeid. Osad reitinguagentuurid on spetsialiseerunud ettevõtete jätkusuutlikkuse hindamisele, kasutades sisendina muuhulgas ettevõtete majandusaasta ning jätkusuutlikkuse aruandeid, meedias ilmunud artikleid ning kolmandate osapoolte andmeid (Auer & Schuhmacher, 2016). Tingituna andmete üleküllusest, mis tekib sadade ettevõtete jälgimisest, on institutsionaalsed investorid asunud otsima lahendusi informeeritud otsuste tegemiseks. Kõnealuses magistritöös käsitletakse institutsionaalseid investoreid pensionifondide ning era- ja riskikapitalifondidena (Cunha, Meira, & Orsato, 2021).

Töö autorid leidsid sarnase töö 2021. aastast, kus bakalaureusetöö raames uuris Tartu Ülikooli tudeng Marek Kullerkupp „Eesti erainvestorite meelestatust ESG investeerimise suhtes“. Nimetatud töö skoobist puuduvad erainvestorid ning investeerimisstrateegiaid analüüsitakse jätkusuutlikkuse vaatest.

Kõnealuse magistritöö eesmärk on välja selgitada jätkusuutlikkuse seos Eesti varahaldusettevõtete investeerimisstrateegiatega, mis hõlmab keskkonna-, sotsiaal- ja juhtimisalaseid aspekte. Kuna hetkel on jätkusuutlik investeerimine institutsionaalsel tasemel Eestis alles välja kujunemas, leiavad töö autorid, et see on hea võimalus uurida varahaldurite seisukohti nimetatud teema kohta ning anda turuülevaade Eesti varahaldusettevõtete jätkusuutlike investeeringute kohta.

Eesmärgi täitmiseks püstitasid töö autorid järgmised ülesanded:

- Jätkusuutliku investeerimisstrateegia olemuse avamine varaklasside lõikes;
- Jätkusuutlike investeeringuid käsitleva regulatiivse keskkonna analüüs;
- ESG reitinguagentuuride võrdlus;
- Intervjuu- ja uurimusplaani koostamine teoreetilise kirjanduse sünteesi tulemusel ning intervjuude tegemine;
- Intervjuude analüüsi tulemusena seose leidmine jätkusuutlikkuse ja investeerimisstrateegiate vahel Eesti varahaldusettevõtetes;
- Jätkusuutlikkusega seotud andmete tähtsuse välja selgitamine Eesti varahaldusettevõtete investeerimisotsustes;
- ESG reitinguagentuuride raportite kasutamine investeerimisotsustes;
- Varahaldurite ootuste kaardistamine jätkusuutlike investeeringute tuleviku osas.

Magistritöö koosneb teoreetilisest ja empiirilisest peatükist. Teoreetilises osas käsitlevad autorid jätkusuutliku investeeringu olemust ning selle kujunemist. Peale selle teostatakse ülevaade varasematest uuringutest, mis käsitlevad ESG reitinguagentuuride võrdlusi ja ka jätkusuutlikke investeerimisstrateegiaid.

Magistritöö empiirilise osa esimeses etapis tegid autorid kvalitatiivse uuringu, teostades teiseste allikate analüüsi ja tehes poolstruktureeritud intervjuusid varahalduse-, riskikapitali- ja erakapitaliettevõtete fondijuhtide, portfelliinvaldurite ning analüütikutega. Kokku tehti 18

poolstruktureeritud intervjuud ning üks intervjuueeritav edastas vastused kirjalikult. Sellele järgnes töö autorite analüüs jätkusuutlikkuse seosest Eesti varahaldusettevõtete investeerimisstrateegiates ja -otsustes. Analüüsi tulemusena toovad töö autorid välja praktikate erinevused ja sarnasused investorite liigi põhjal ning võrdluse jätkusuutliku investeerimisstrateegia teooriaga.

Töö on vajalik Eesti varahaldusettevõtetes tegutsevatele fondijuhtidele, portfellihalduritele ja analüütikutele, kes tegelevad fondides investeeringute analüüsi ja otsustamisega. Nõustamis- ja audiitorettevõtte PricewaterhouseCoopers (PwC) avalikustas oma 2020. aasta uuringus, et 2025. aastaks hoitakse tõenäoliselt 41%–57% varadest Euroopa investeerimisfondides, mis arvestavad ESG aspektidega. Eesti Pensionikeskuse kodulehe andmetel on Eestis kaks II samba pensionifondi, mis moodustavad 7,7% II samba pensionifondidest ning on otsese suunitlusega jätkusuutlikesse investeeringutesse: LHV Pensionifond Roheline (aktiivselt juhitud fond) ning Luminor Pensionifond Jätkusuutlik Tulevik (indeksfond) (Pensionikeskus, 2023). Tegemist on madala osakaaluga, tänu millele oleks kõnealusest tööst kasu, et tekitada valdkonnas läbipaistvus ja ühtne arusaam. Tööd on edaspidi võimalik laiendada, korraldades tulevikus uuringuid, kui varahaldusettevõtted on asunud kohustuslikus korras regulatsioonide alusel raporteerima finantsjärelevalveasutustele. Põhjus seisneb selles, et hetkel toimub ettevõtete käest andmete kogumine ning esmased raportid valmivad 2024. aastal.

Magistritöö autorid tänavad uurimuses osalenud varahaldusettevõtteid põhjalike intervjuude ja panustatud aja eest. Peale selle tänavad töö autorid oma juhendajat Kertu Läätse ja kolleege Ernst & Young konsultatsiooniosakonnast ning AS LHV Varahaldusest.

Märksõnad: ESG, investeerimisstrateegia, jätkusuutlikkus, varahaldus

Teaduseriala kood: S181 Rahandus

1. Investeerimisstrateegia, ESG ja nende integreerimise teoreetiline käsitlus

1.1. Jätkusuutliku investeerimisstrateegia põhimõtted erinevate varaklasside lõikes

Avamaks jätkusuutlike investeeringute tausta, alustavad töö autorid käesolevas peatükis erinevate institutsionaalsete investorite investeerimisstrateegiate käsitlusest ning nende jätkusuutlikkuse aspektide integreerimisest. Peale selle käsitlevad töö autorid erinevaid

investeeringu faase ning milliseid jätkusuutlikkuse aspekte arvesse võtta ja integreerida erinevates etappides. Samuti käsitlevad töö autorid jätkusuutlike investeeringute kasulikkuse aspekte institutsionaalsetele investoritele.

Finantssektoris on rahvusvahelisel tasandil aastatega muutunud aina olulisemaks hinnata investeeringu tegemisel ettevõtete keskkonnatulemusi, sotsiaalset vastutust ja korporatsioonide juhtimist. Antud kolm tegurit moodustavad lühendi ESG (*environmental, social, governance*), mida kasutatakse katuseterminina nende aspektidega seonduvate poliitikate, võimaluste ja väljakutsete raames. Keskkonnaalased aspektid hõlmavad peamiselt ressursside efektiivset kasutamist ning kui palju mõjutatakse oma tegevuse kaudu keskkonda. Sotsiaalsed aspektid arvestavad töötajate, tarneahelate ja kolmandate osapooltega koostööd ja suhtumist. Juhtimisalased aspektid arvestavad ettevõtte juhtimiskultuuri ja kui palju on varem juhtimisalaseid vigu tehtud, mille hulka kuuluvad korruptsioonijuhtumid ning makseraskused. (Buallay, Fadel, Alajmi, & Saudagaran, 2021) (Nizam, Ng, Dewandaru, Nagayev, & Nkoba, 2019). (Batae, Dragomir, & Feleaga, 2021)

Käsitletavas töös kasutatakse järgmist definitsiooni jätkusuutliku investeeringu all, mis tuleneb EL direktiivi 2022/1288 Lisast 2, milles on tutvustatud finantstoodete kohta lepingueelse teabe avalikustamise vormi. Kestlik investeering on defineeritud järgmiselt: „Kestlik investeering on investeering majandustegevusse, mis aitab saavutada mõnda keskkonnaalast või sotsiaalset eesmärki tingimusel, et investeering ei kahjusta oluliselt ühtegi keskkonnaalast või sotsiaalset eesmärki ning et investeerimisobjektiks olevad äriühingud järgivad häid juhtimistavasid“ (Euroopa Komisjon, 2022). Kõnealune definitsioon on laiapõhjaline ning määratleb ära, milliseid aspekte võetakse arvesse jätkusuutlike investeeringute puhul. Alternatiivsed definitsioonid, mida varem on käsitletud jätkusuutlike investeeringute kirjeldamiseks, ei ole piisavalt täpsed käsitletava töö kontekstis, on leitavad lisast A.

ESG faktorite integreerimine investeerimisotsustesse aitab maandada erinevaid pikaajalisi jätkusuutlikkusega seotud riske, tuvastades samal ajal ettevõtted, millel on suurem arengu- ja tootlikkuse potentsiaal. Seega on pikaajalise horisondiga investeeringutes, nagu mitte-noteeritud võlakirjad ning riski- ja erakapitali investeeringud, ESG kõrgema tähtsusega, sest see aitab maandada jätkusuutlikkusega seotud riske ning tegemist ei ole vaid regulatiivselt kohustuslikuks tehtud meetodiga. (Lachance & Stroehle, 2021) (Park & Jang, 2021)

Efimova toob välja, et 2017. aastal leidsid Eccles ja Kastrapeli oma uurimuse käigus, et ESG faktorite olulisus kasvab institutsionaalsete investorite seas tugevalt, sest tegemist on hea töövahendiga volatiilsuse ja riski maandamiseks (Efimova, 2018). Peale selle pakub parem ESG reiting paremat riskiga korrigeeritud tootlust (Cappucci 2017). Efimova ja Cappucci uuringutest saab järeldada, et ESG integreerimine investeerimisotsuste juures kasvab, sest riskide maandamise kaudu on võimalik investeeringute kaotusi paremini vältida ning investoritele paremat tootlust teenida.

Pensionifondid on enamasti mitmekesised fondid, mis investeerivad turul kaubeldavatesse avalikesse võlakirjadesse ja omakapitali erinevatesse kihtidesse. Lisaks on turul suurenemas ka erakapitali, kinnisvara ja infrastruktuuri investeeringute osakaal. Merceri konsultatsioonibüroo 2020. aasta uuring näitas, et 88% (+20% võrreldes 2019. aastaga) Euroopa pensionifondidest on kaalunud ESGd integreerida enda investeerimispoliitikasse. Seega on praegu pensionifondide juhtidele suurimaks katsumuseks ESG integratsioon erinevatesse varaklassidesse. (Scott & Watson, 2020)

Varem on pensionifondid olnud kergesti mõjutatavad kohaliku turu sotsiaalsetest ja poliitilistest arengutest, mis on loonud rahvusvahelisel tasandil väga erinevad pensionisüsteemid (Hammond ja O'Brien 2021). Vaatamata ESG laia populaarsusest, on sellega seotud arengud olnud pensionifondide tasandil aeglased. (Lachance & Stroehle, 2021)

ESG integreerimine investeerimisstrateegiasse on alguse saanud avalikest aktsiaturgudest (Eccles ja Stroehle 2019). Investeerimisstrateegiasse ESG integreerimise arutelu on tekkinud ka fikseeritud tulususega instrumentide (näiteks võlakirjad) ja erakapitaliinvesteeringute puhul (Schoders 2020). Varaklassi erinevuse tõttu võivad tekkida probleemid analüüsides erinevusega, ennekõike likviidsuse ja riskitaseme vaatest. Sellepärast võib tekkida tugevaid erisusi, kuidas ESG ja finantside vahelised kaalutlused on erinevates varaklassides erinevalt üles ehitatud (Lachance & Stroehle, 2021). ESG mõõdikute valimisel on oluline aru saada investori strateegiast. Pika- ja lühiajalise strateegia puhul on mõõdikutel erinev olulisus ning investori eesmärgiks võib olla ettevõtte väärtuse kiire kasv, jätkusuutlik kasv madalama kasumiga või kombinatsioon mõlemast.

2021. aasta Parki ja Jangi artiklist kajastub, et Euroopa riiklikud investeerimisfondid ja pensionifondid näiteks Suurbritannias, Rootsis ja Prantsusmaal nõuavad ettevõtetelt ESGga seotud teabe avaldamist. Lisaks tuuakse artiklis välja, et iga riigi kohta tuleks luua eraldi ESG mudel, mis võtaks arvesse iga riigi majanduslikku ja sotsiaalset keskkonda. Töö autorid ei pea sellist detailsusastet vajalikuks, sest enamasti tegutsevad börsiettevõtted mitmes riigis

ning pigem võiks ESG mudelit laiendada regioonile. Peale selle selgus 2021. aasta Parki ja Jangi analüüsist, et institutsionaalsed investorid peavad investeerimisotsuste tegemisel oluliseks ennekõike keskkonna- ja juhtimise aspekte kui sotsiaalseid tegureid. ESG juhtimisstrateegia võib ettevõttes ennetavalt ära hoida näiteks ootamatuid rahavoošokke. (Lee, Faff, & Rekker, 2013) (Park & Jang, 2021)

MSCI uurijate koostatud 2020. aasta uuringust selgub, et alamkriteeriumite globaalsest kaaluanalüüsist mõjutasid investeerimisotsuseid võrdlemisi rohkem aktsionäride õigused, saaste ja jäätmed, kasvuhoonegaaside heitkogused ning riskide ja võimaluste juhtimine. Investeerimisasutuste edasine analüüs näitas, et tugeva pikaajalise investeerimissoodumusega investorid, nagu pensionifondid ja kindlustusseltsid, pöörasid rohkem tähelepanu aktsionäride õigustele, riskide ja võimaluste juhtimisele ning tegevjuhi mainele. (Nagy, Lee, & Giese, 2020)

Samas ei ole kõik turuosalised positiivselt meelestatud ESG ja sellega seonduvaga. Näiteks on Boston College'i uurija Alicia Mundell öelnud, et ESG fondid on kõigest turundusviis, kuidas finantsteenuse pakkujad on oma investeeringud trendikalt ümber pakendanud. ESGd võib küll vaadelda, kui atraktiivset võimalust oma tooteid või ettevõtet paremini turustada, kuid tegemist on mõjuka riskimaandusmeetodiga (Sundaram, 2022). ESGga seotud taksonoomia rahvusvaheliste standardite puudumine loob aga võimalusi rohepesuks, mille raames on ettevõtetel võimalus enda ESG tulemustega liialdada või esitleda neid viisil, mille tõttu tõlgendatakse neid valesti (Lokuwaduge & De Silva, 2022).

Esimene ESG indeksfond „MSCI KLD 400 Social Index“ loodi 1990. aastal, kuid 2019. aastaks on sarnaseid indekseid üle tuhande (Sundaram, 2022). Nimetatud fondid lihtsustavad jätkusuutlike investeeringute tegemist, sest indeksi koostaja on teinud eeltöö, valides indeksisse sobivad ettevõtted, mis on tugeva ESG poliitikaga. Samuti on arvestatud erinevate sektorite ja ettevõtete vahel hajutamisega, mis maandavad riske investeeringute tegemisel.

S&P 500 fondis esindatud ettevõtete seas leiti, et mida rohkem on lahkkelisid reitinguagentuuride hinnangute seas, seda paremaid tulemusi töötab aktsia luua investoritele. Lisaks vähendab see tõenäosust, et ettevõtte peab vähem välist raha kaasama. See tuleneb enamasti sellest, et nimetatud ettevõtted raporteerivad rohkem ESG mõõdikuid, mida agentuurid hindavad erinevate kaalutlustega. Seega on reaalne risk, et tulevikus võivad ESG reitinguagentuurid hakata negatiivselt mõjutama finantsotsuseid (Sundaram, 2022). Lopez, Contreras ja Bendix on oma 2020. aasta artiklis samuti väljendatud, et mitmed turuosalised

on pettunud ESG reitingute kasutamises investeerimisotsustes (Lopez, Contreras, & Bendix, 2020).

Aastatel 2012–2018 tegi varahaldusettevõtte BlackRock võrdluse tavaliste ja ESG aktsiate vahel, kust selgus, et ESG aktsiate aastane tootlus oli 0,4% parem (7,7% versus 8,1%) (Sundaram, 2022). PwC Asset and Wealth Management Revolution 2022. aasta raportist selgub, et globaalselt on ESGga seotud varahaldus tõusmas – 18,4 triljonist USA dollarist 2021. aastal 33,9 triljoni USA dollarini 2026. aastaks –, mis moodustaks kogu hallatavast varast 21,5% (PwC, 2022). Lisaks on raportis prognoositud aastane liitkasvumäär (CAGR) 12,9%, mis võrreldes S&P 500ga on 8,4% kõrgem (S&P 500 prognoosiks on 4,5%) (Young, 2018). Turuliidriks on 2021. aasta seisuga Euroopa regioon, hallates 12,8 triljoni USA dollari väärtuses vara, millele järgnevad Põhja-Ameerika (4,5 triljonit USA dollarit), Aasia ja Vaikse ookeani (1 triljon USA dollarit), Lähis-Ida ja Aafrika (0,1 triljon USA dollarit) ja Ladina Ameerika (0,0 triljon USA dollarit) regioonid (PwC, 2022). Euroopa on esirinnas tänu oma regulatsioonidele ning ESG laialdase leviku tõttu Skandinaavia riikide seas.

Van Beurden ja Gössling tõdesid juba 2008. aastal, et CSP (*Corporate social performance*) ehk ettevõtte sotsiaalsel jõudlusel on positiivne mõju finantstulemustele. CS (*corporate sustainability*) ehk ettevõtte jätkusuutlikkuse edu puhul on võimalik riskide vähendamine, mis omakorda mõjutab kapitali maksumust madalamate intresside näol. ESG reitingud ei paranda ettevõtte tulemusi, rahavoogusid ega ärimudelit, vaid põhinevad avalikel andmetel ning arendavad erinevate valdkondade läbipaistvust. Läbipaistvus omakorda pakub investoritele kindlust ja kaitset ning see tähendab paremat riskihaldust, ettevõtte atraktiivsust klientide jaoks ning lihtsamat ligipääsu kapitalile. Viimase korral tuleb jälgida, et ei tehtaks üleinvesteeringuid ettevõtte jätkusuutlikkusesse: kuigi esialgsed keskkonnaalased investeeringud vähendavad süstemaatilist riski, siis on sellel U-kujuline suhe, mille puhul liigsed kulutused ei too oodatud kasu ettevõttele. (Korinth & Lueg, 2022)

2019. aasta McKinsey uuring tõdeb, et ettevõtted, kes pööravad ESG teguritele tähelepanu, kogevad paremaid (äri)tulemusi. Seda eriti näiteks aktsiatootluse ja krediitdivõimekuse edendamise seisukohast, mis omakorda muudab ettevõtte investoritele atraktiivsemaks. ESG mõjutab ettevõtte rahavooge viie peamise suuna kaudu. Esiteks suunab ESG rakendamine ettevõttes tähelepanu energiatarbimisele, mille abil leitakse viise, kuidas muuta seda efektiivsemaks, keskkonnasõbralikumaks ning vähendada sellega seonduvaid kulutusi. Lisaks hõlbustab see ettevõtte kasvu uute kliendisegmentide kaudu, kes on

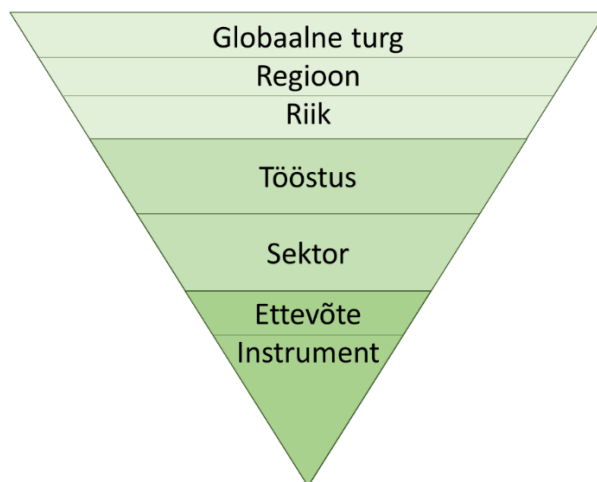
huvitatud jätkusuutlikest toodetest. Seega saab seda vaadelda ka turundusvõtena, avamaks uusi turusegmente. ESG on riskimaandusmeetodina tõhus, vähendamaks regulatiivseid ja avaliku sektori poolseid sekkumisi. Lisaks on sellega võimalik tõsta töötajate motivatsiooni ja tulemuslikkust ning sotsiaalse vastutustundlikkuse abil meelitada ka paremaid talente. Viimaseks on ESG abil võimalik optimeerida ettevõtte investeeringuid ja kapitali selle parema jaotamise kaudu tuleviku vaates. Näiteks võivad ettevõtted hüljata suuri keskkonnakahjulikke tootmiskomplekse, kuna need ei tasu ennast ära enda kahjuliku tegevuse tõttu. (Henisz, Koller, & Nuttall, 2019)

Tänaseks on pea poole FTSE indeksfondi ettevõtete tegevjuhtide palgad ja tulemustasud seotud ESG eesmärkidega ning 78% juhatuse liikmetest ja tippjuhtidest on öelnud, et tugevad ESG tulemused avaldavad ettevõtte väärtusele ja/või finantstulemustele positiivset mõju. Töötasu peab jälgima strateegiat, mitte seda vedama. Seega, kui ettevõtte on oma strateegiasse integreerinud ESG, on tegevjuhtide palga sidumine selle tulemus, mitte eestvedaja, mis tõstab tõenäosust, et seatud ESG eesmärk ka saavutatakse. (O'Connor, Harris, & Gosling, 2021)

Eelneva tõttu tuleks investoritel samuti tõsta ESG kompetentsi, et paremini aru saada ESG tegurite mõjutustest ettevõtte finantstulemustele. Näiteks on efektiivsuse tõstmise või nutilahenduste kasutamise kaudu ettevõtte energiatarbimise vähendamisel otsene seos ettevõtte kulubaasiga. Samas ei ole ESG reitingud otsustava mõjuga: selle olemasolu või puudumine ei mõjuta investori investeerimisotsust (Berg, Heeb, & Kölbel, 2022). 2017. aasta Chartered Financial Analyst (CFA) instituudi ESG uuringust selgus, et 73% institutsionaalsetest investoritest üle maailma arvestavad ESG faktoreid investeerimisprotsessi juures. Uuringus osales 1588 CFA liiget, kes on portfelli juhid ja analüütikud. (CFA Institute, 2017)

Lee ja Zhong avaldasid 2014. aastal uuringu ülevalt alla (*top-down*) strateegiast taastuvenergeetika investeerimises. Investeeringuanalüüs koosneb lihtsustatud kujul kolmest etapist. Kõnealuses töös kasutatakse ülevalt alla investeerimisstrateegiat ESG näidikute sidumiseks (Joonis 1). Ülevalt alla mudelit võib pöörata ka teistpidi ning kasutada kui alt ülesse mudelit. Tegemist on standardse strateegiaga, kus investeeringu analüüsi alustatakse globaalsest vajadusest ja makromajanduslikest näitajatest. Seejärel leitakse sobiv sektor, mis vajadusele lahendust pakub. Samuti võib sektori veel omakorda jagada tööstusharude alamrühmadeks. Lee ja Zhong on oma 2014. aasta uurimuses toonud näiteks finantssektori, mille saab jagada omakorda nii kindlustuseks, tarbimislaenude äriks kui ka investeerimisteenuseks. Sektori analüüsis tuvastatakse tugevamad ettevõtted ning leitakse

sobiv ettevõte, mille kohta tehakse sisulisem analüüs. Lõpliku otsusena selgub, kas ettevõttesse investeerida kohe või oodata sobivamat hetke. Samuti on oluline välja tuua sobiva instrumendi valik, mille kaudu ettevõttesse investeerida. Peamised asjakohased turul kasutatavad investeerimisinstrumendid on fikseeritud tulususega instrumendid (võlakirjad), aktsiad, kinnisvara, erakapitaliinvesteeringud. (Lee & Zhong, 2014)



Joonis 1. Investeeringuanalüüsi protsess tegurite lõikes ülevalt alla mudeli puhul

Allikas: (Lee & Zhong, 2014)

Azmati, Jaini ja Michaux'i 2021. aasta uuringu tulemusena kirjeldati ära peamised jätkusuutlikkusega seotud investeerimisstrateegiad ning toodi välja ka erisusi investeerimisinstrumentide vahel strateegiate valikul. Magistritöö autorid on nimetatud uuringu tulemusi kohandanud ning teinud valiku asjakohasematest strateegiatest, mis on esitatud lisas B. Ülevaade ei arvesta erinevate varaklasside riskitasemetega, vaid ainult jätkusuutlikkuse aspektidega. Kõnealusest analüüsist joonistub välja, et parimad investeerimisstrateegiad jätkusuutlike investeeringute tegemiseks on ennekõike pikaajalised instrumendid, nagu kinnisvarainvesteeringud ning jätkusuutlikkuse aspektidega seotud võlakirjad. (Azmat, Jain, & Michaux, 2022)

Eelmainitud uuringu analüüsi käigus selgus, et jätkusuutlikkust on võimalik siduda erinevatesse strateegiatesse ja varaklassidesse, mis võimaldab investoril olla paindlik (ressursside ja varaklassi eelistuste põhjal). Nimetatud strateegiatest teevad käesoleva töö autorid järelduse: kui ettevõttele pakkuda jätkusuutlike eesmärkidega võlakirju, on ettevõttel võimalik saada odavamatel tingimustel finantseeringut võrreldes mitte-jätkusuutlikkuse aspektidega seotud võlakirjadega. Jätkusuutlikkuse eesmärkidega võlakirju iseloomustab asjaolu, et võlakirja tingimustes on kajastatud jätkusuutlikud eesmärgid, mida ettevõtte peab täitma ning eesmärkide mittetäitmise korral tuleb ettevõttel tasuda täiendavat intressi. Põhjus

seisneb selles, et ettevõttel on vaja stiimulit eesmärkide täitmiseks ning maksta ainult esialgu kokkulepitud intressi. (Azmat, Jain, & Michaux, 2022)

Võlakirjade võidukäiku ESG investeringutes näitab ka CFA 2022. aastal Euroopa ja Ameerika Ühendriikide investeerimisfondide seas korraldatud uuring, kus varaklasside lõikes on suurim ESG integreeritus fikseeritud tulususega instrumentidel (76% vastanutest) ning madalaim tulemus toormetes (47%). Samuti toodi uuringus välja, et üksikutesse aktsiatesse või fondidesse investeerides on probleemiks juurdepääsetavus usaldusväärsetele andmetele. Põhjus seisneb selles, et ettevõtete avalikustatud jätkusuutlikkuse aruanded ei ole järjepidevad ning kõikehõlmavad. (Redding, 2022).

Töö autorid on integreerinud ülevalt alla investeerimisstrateegiasse ESG analüüsi etapid (Joonis 2). Oluline on täheldada, et ESG aspekte saab investeerimisstrateegiasse sisse tuua nii investeringu analüüsi alguses kui ka vaheetappides, milleks on sektori või ettevõtte analüüs. Nimetatud mudeliga kirjeldavad töö autorid ära võimalused ESG integreerimiseks klassikalisesse ülevalt alla investeerimisstrateegiasse. Investeerimisotsuses on oluline teha ka sobiva instrumendi valik: kas investeeritavasse ettevõttesse tehakse võlakiri või tehakse suurema riskitaluvuse korral omakapitaliinvesteering. Kõnealuse ESG analüüsi integreerimise tulemusena tekib investoril ülevaade investeeritava ettevõtte (sh sektorite ja riikide) jätkusuutlikkuse riskidest, mida tuleb investoril arvestada investeringu positsiooni võttes. Vastasel juhul võib investeringu tootlus osutuda negatiivseks.



Joonis 2. ESG strateegia integreerimine ülevalt alla investeerimisstrateegiasse

Allikas: Autorite kohandatud tuginedes (Efimova, 2018) (Lee & Zhong, 2014)

Üldise ESG vaate all on mõeldud laialdasemaid probleeme ühiskonnas, millele on viidanud ka Pariisi kliimalepe. Strateegilise analüüsi käigus leitakse sektorid, mis aitavad kaasa kliimaeesmärkide saavutamisele (näiteks energiakriisist kasu saavad taastuvenergia ettevõtted). Selle käigus elimineeritakse sektorid, kus jätkusuutlikkusele ei pöörata nii suurt rõhku ning keskendutakse pigem kasumi teenimisele. Ettevõtte tegevusanalüüsi käigus selgitatakse välja riskikohad keskkonna-, sotsiaal- ja juhtimisalastes (näiteks korruptsioonijuhtumid) küsimustes.

Van Duureni 2016. aasta uuringust selgus, et finantsanalüütikud eelistavad ESG andmeid kasutada rohkem ettevõtte kui valdkonna tasandil (van Duuren, Plantinga, & Scholtens, 2016). Töö autorid järeldavad van Duureni uuringust, et analüüsides ettevõtte ESG erisusi, on võimalik eristada tugevamaid ettevõtteid konkurentidest ning seeläbi maandada paremini investeeringu riske võrreldes ainult valdkonna tasandi uuringutega. Nimetatud aspekt toetab ka töö autorite koostatud mudeli kasutust, kus on võimalik ESG integratsioon sisse viia ka ainult ettevõtte andmete analüüsi.

Peatükis käsitleti magistritöö vaates asjakohaseid investeerimisstrateegiaid ning erinevaid võimalusi varaklasside vahel, kuidas nendesse integreerida ESGd. Lisaks koostati ülevaade selle mõjust erinevate finantsinstrumentide tootlikkusele. Kõnealuse peatüki ühe olulisema järeldusena saab välja tuua, et ESGd on võimalik rakendada erinevate varaklasside ja finantsinstrumentide vahel, kuid tuleb arvestada instrumentide eripäradega.

1.2. Jätkusuutliku investeerimise regulatiivne keskkond ja selle areng Euroopa Liidus

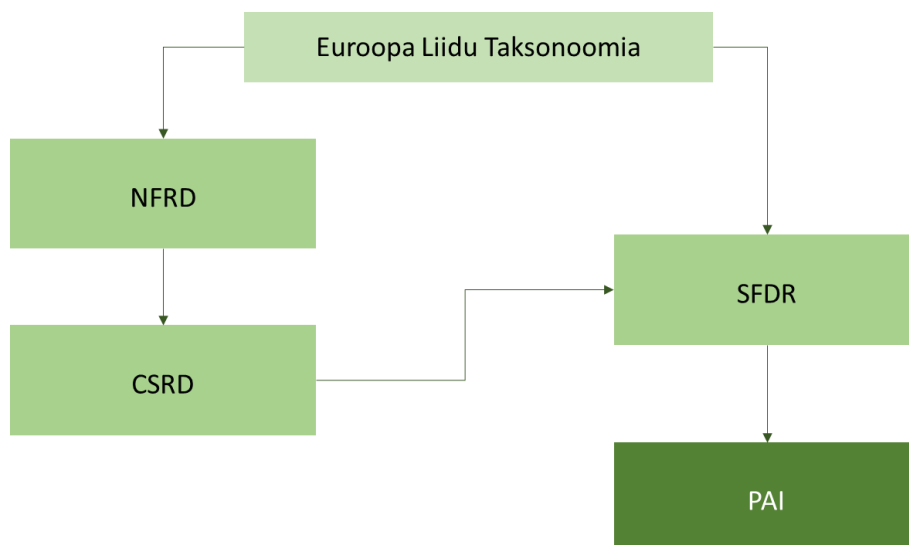
Käesolevas peatükis avavad autorid jätkusuutlike investeringute tausta läbi regulatiivse keskkonna analüüsi, kuna see on siiani olnud suurim valdkonna edendaja. Põhiliselt käsitletakse ELi regulatsioone, kuna need on kõnealuses töös asjakohased.

Investeringute tegemisel on enamasti alusraamistikuks regionaalne regulatiivne raamistik, mis määratleb ära, millised investeringud on lubatud ning millised mitte. Samuti on määratletud sektorid, millesse on sobilik investeerida ning mida tuleb arvestada investeringute tegemisel. Nimetatud regulatsioonidest peavad juhinduma regiooni kuuluvad suuremad finantsasutused (pangad, pensionifondid, kindlustusettevõtted).

Jätkusuutlikkuse olulisus on majanduses olnud pikemat aega aktuaalne, kuid suurema tähelepanu alla on see kerkinud alates 2016. aasta oktoobrist, kui ÜRO kliimamuutuste raamkonventsiooni alusel kiideti heaks Pariisi kliimakokkulepe. Kõnealuse dokumendi eesmärk oli reageerida kliimamuutustele ning suunata rahavoogusid investeringutena vähese kasvuhoonegaaside heite ja kliimamuutuste vastupanuvõimelise arengu suunas. Samuti oli

lepingu pikaajaline eesmärk saavutada aastaks 2050 tasakaal kasvuhoonegaaside heitkoguste ja maakera neeldumistaseme vahel, hoides temperatuuri tõusu alla 2°C võrreldes industriaalajastu eelse tasemega (soovitavalt isegi alla 1,5°C) (Park & Jang, 2021). Sellest ajast saadik on jätkusuutlikkusele oluliselt rohkem rõhku pööratud võrreldes varasema perioodiga. Kuigi üle maailma on selle käigus asunud erinevad riigid kehtestama nõudeid, siis kõnealuse töö kontekstist lähtutakse Euroopast. Nimetatud kokkuleppe tõttu on edasi arendatud uusi regulatsioone ja kokkuleppeid, et koostada, kajastada ja kasutada jätkusuutlikkuse infot.

Joonis 3 kajastab kitsendatult Euroopas kohaldatud jätkusuutlikkuse regulatsioonide seoseid. Kitsendus tuleneb sellest, et on lähtutud finantssektorist ja raporteerimiskohustusest. Skoobist on välja jäetud regulatsioonid ja direktiivid, mis ei ole seotud eelmainitud tingimustega. Euroopa Liidus on kestlikkuse teabe oluline alustala EL taksonoomia kui klassifitseerimissüsteem, mis on sätestatud määruses (EL) 2020/852 ning millega kehtestatakse keskkonnakestlike majandustegevuste loetelu. Nimetatud määruses ei ole sätestatud sotsiaalselt kehtlike majandustegevuste loetelu.



Joonis 3. Euroopas jätkusuutlikkusega seotud regulatsioonide omavahelised seosed

Allikas: Autorite koostatud

Esmalt arendati välja *Non-Financial Reporting Directive* (NFRD) 2013/34/EL. Tegemist on direktiiviga, mis nõuab enam kui 500 töötajaga organisatsioonidelt läbipaistvate ESG andmete avaldamist. NFRDi edasiarendusena koostati *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) 2022/2464, mis kujutab endast kestlikkuse aruandluse direktiivi. Tegemist on NFRD laiendusega, mis laiendab reguleerimisala kõigile suurettevõtetele.

Nimetatud määrus laieneb ka ettevõtetele, kes soovivad EL riikides tegutseda, kuid nad ei asu füüsiliselt EL piirkonnas (Park & Jang, 2021).

Direktiivis on reguleeritud suurettevõtte kriteeriumid ning sellele vastamiseks peab olema täidetud vähemalt kaks järgmist tingimust kolmest (Euroopa Parlament, Euroopa Nõukogu, 2022): rohkem kui 250 töötajat; rohkem kui 40 mln eurot müügitulu aastas; bilansimaht rohkem kui 20 mln eurot.

EL määrus (EL) 2019/2088 ehk *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR) regulatsioon käsitleb jätkusuutlikkuse teabe avalikustamist finantsteenuste sektoris. Nimetatud määruses nõutakse, et finantsturu osalised lisaksid informatsiooni lepingueelsesesse ja perioodilisse teabesse, mis käsitlevad keskkonnavalasid omadusi edendavaid finantstooteid. Seda tuleb esitada selliste finantstoodete puhul, mille eesmärk on kestlik investeerimine ja millega investeeritakse majandustegevusse, mis aitab saavutada keskkonnaväärmarki kõnealuse määruuse tähenduses (Euroopa Parlament, Euroopa Nõukogu, 2019). Tegemist on väga laia skoobiga, mis kohaldub ka finantsteenustele, mida muus osas ELis ei reguleerita (nt pensionitooted).

SFDRis on defineeritud artikkel 6, 8 ja 9. Artikkel 6 puhul ei pea arvestama jätkusuutlikkuse printsiipe ega riske investeerimisotsustes. Artikkel 8 puhul arvestatakse investeerimisotsuses keskkonna- ja sotsiaalaspekte, kuid jätkusuutlikkus ei ole primaarse tähtsusega. Artikkel 9 nõuab jätkusuutlikkuse printsiipide arvestamist ning võrdlusindeksite kasutamist eesmärkide saavutamise kohta. Artiklite täpsustavad parameetrid on toodud välja tabelis 1.

Tabel 1
Artiklite 6, 8 ja 9 võrdlus

Eristav aspekt	Artikkel 6	Artikkel 8	Artikkel 9
Keskendub rahalisele olulisusele	Jah	Jah	Jah
Jätkusuutlikkuse riskid on lõimitud investeerimisotsustes	Jah	Jah	Jah
Võrdlusaluseks on määratud indeks	Ei	Jah	Jah
Piiravad tegurid sektorite lõikes	Ei	Jah	Jah
Peab arvestama jätkusuutlikkuse riske	Ei*	Jah	Jah
Edendab keskkonnavalasid või sotsiaalseid omandusi	Ei	Jah	Jah
Keskendub keskkonnavalaste ja sotsiaalsete eesmärkide saavutamisele	Ei	Ei	Jah
Valitud indeks erineb laiapõhjalisest turuindeksist	Ei	Ei	Jah

Märkus: Peab olema põhjendatud, miks ei arvestata jätkusuutlikkuse riskidega investeerimisotsuste juures

Allikas: Autorite kohaldatud EL 2019/2088 põhjal

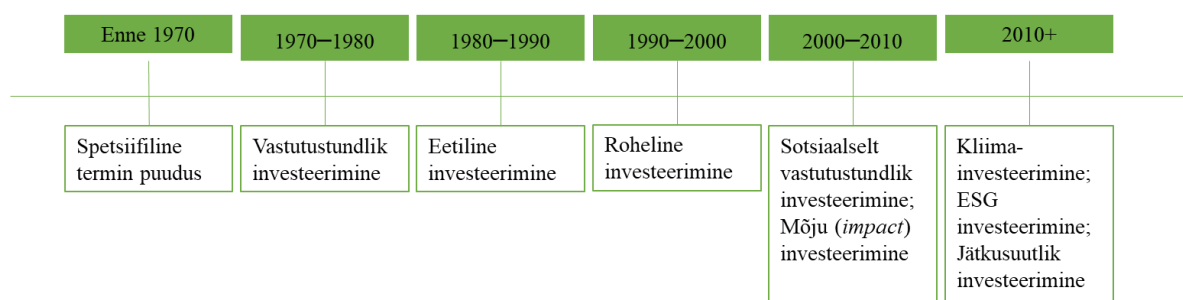
Principal Adverse Impacts (PAI) ehk põhiline negatiivne mõju on investeerimisotsuste kõige suurem negatiivne mõju kestlikkuse teguritele, mis on seotud keskkonnavalaste, sotsiaalsete ja töötajatega seotud küsimuste, inimõiguste asutamise ning korruptsiooni- ja altkäemaksuvastase võitlusega. See definitsioon pärineb 2022/1288 Lisast 2, kus on tutvustatud finantstoodete kohta lepinguelse teabe avalikustamise vormi. PAIs on seotud eraldi kriteeriumid ka sektorite lõikes. Näiteks on eraldi välja toodud kinnisvarasektori investeeringu hindamispunktid, kus tuleb anda hinnang fossiilkütustega seotud kinnisvarale ning kehva (EL standardite järgi C-energiaklassi) energiatõhususega kinnisvarale. Erinevates sektorites on E, S ja G osakaalude olulisused erinevad ning kinnisvaras on kõige olulisem rõhk E aspektil ehk keskkonnal (Lisa C) (Park & Jang, 2021) (Bender, Bridges, He, Lester, & Sun, 2018).

Pariisi kliimaleppe, kus seati rõhk investeeringute suunamisele jätkusuutlike investeeringute poole, tõttu on oluline, et finantsasutused (varahaldusettevõtted, pangad ja muud investeerimisfondid) seoksid edaspidi oma investeerimisstrateegiasse jätkusuutlikkuse aspekte. Jätkusuutlik investeerimispoliitika või -strateegia ei pea ilmtingimata algama null-süsinikuemissioonide tasandilt, vaid näiteks lubadusega olla vastutustundlik varahaldaja (Lachance & Stroehle, 2021).

Ettevõtte sotsiaalset vastutust seostatakse tavaliselt CSR (*corporate social responsibility*) raamistikuga. Pankades kasutatakse keskkonnavalase vastutustundlikkuse analüüsimiseks kolme perspektiivi (Batae, Dragomir, & Feleaga, 2021) (Gangi, Meles, D'Angelo, & Daniele, 2018) (Jacobs, Singhal, & Subramanian, 2010) (Laguir, Marais, Baz, & Stekelorum, 2018):

1. pangasiseste ressursside efektiivne haldamine;
2. hüved keskkonnateadlike projektide rahastamisest;
3. keskkonnavaenulike tegevusharude investeerimiskriisi vähendamine.

Alates 1970ndatest on käsitletud vastutustundliku investeerimisega erinevaid vorme ning mõisteid (Joonis 4). ESG investeeringu all mõistetakse investeerimisstrateegiat, mis kaasab lisaks traditsioonilistele majandusnäitajatele süstemaatiliselt ka keskkondlikke, sotsiaalseid ja juhtimislikke aspekte. ESG kaalutlused ei ole ilmtingimata uued investeerimismaailmas, kuid see on varasemast muutunud palju formaalsemaks. ESG on tänapäevaks kujunenud katuserminiks kõigi varem kasutatud väljendite kohta (jätkusuutlik, vastutustundlik, sotsiaalselt vastutustundlik), et vähendada segadust investorite seas. (Lopez, Contreras, & Bendix, 2020)



Joonis 4. Vastutustundliku investeerimise termini muutus alates 1970. aastast kuni tänapäevani

Allikas: (Cunha, Meira, & Orsato, 2021), autorite kohaldatud lisa A põhjal

Cunha et al. 2021. aasta uuringu analüüsi käigus selgus, et varem on kasutatud ennekõike jätkusuutlikku kontseptsiooni, kuid uuemates regulatiivsetes dokumentides on kasutatud kestlikkuse kontseptsiooni. Töö autorid kasutavad töös ennekõike jätkusuutlikkuse kontseptsiooni, sest tegemist on laiemalt levinuma mõistega kui kestlikkus.

Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määrus 2019/2088 artikkel 2 punkt 17 käsitleb jätkusuutlikke investeeringuid kui „investeeringud majandustegevusse, millega toetatakse keskkonnavalast eesmärki, mida mõõdetakse näiteks energiakasutusega, taastuvenergia kasutusega, tooraine kasutusega, veekasutusega, maakasutusega, jäätmetekkega, kasvuhoonegaaside heitega, mõjuga bioloogilisele mitmekesisusele ja ringmajandust käsitlevate ressursitõhususe põhinäitajatega; või investeeringud majandustegevusse, millega toetatakse sotsiaalseid eesmärke, ja eelkõige ebavõrdsust vähendada aitavad investeeringud, sotsiaalset ühtekuuluvust ja lõimumist ning töösuhteid edendavad investeeringud või investeeringud inimkapitali või majanduslikult või sotsiaalselt ebasoodsas olukorras kogukondadesse; eeldusel, et need investeeringud ei kahjusta oluliselt ühtegi neist eesmärkidest ja äriühingud, millesse investeeritakse, järgivad häid juhtimistavasid, eelkõige seoses tugeva juhtimisstruktuuri, heade töösuhete, töötajate tasustamise ja maksukohustuste täitmisega” (Euroopa Liidu Teataja, 2019). ESG tegurite kohta puudub lõplik nimekiri, kuna nende rohkuse vajalikkus sõltub ettevõttest, tegevusvaldkonnast ja investori eelistustest ja eesmärkidest (Lopez, Contreras, & Bendix, 2020).

Jätkusuutliku investeerimise põhimõte oli algul ennekõike eetilised investeeringud. Aja jooksul on täiendatud jätkusuutliku investeeringu kontseptsiooni keskkonna-, sotsiaal- ja juhtimisalaste aspektidega, kuid nendes kõigis kolmes on läbivalt sees eetilise aspekt. Erialasest kirjandusest selgub, et endiselt kasutatakse ka sotsiaalselt vastutustundliku investeerimise printsiipi, mis pärineb perioodist 1970–1980. Seega on võimalik alternatiivse definitsioonina kasutada ka SRId (*socially responsible investment*) ehk sotsiaalselt

vastutustundliku investeeingu definitsiooni, mis oli varem rohkem tuntud. Tegemist on investeerimisprotsessiga, mille raames tuvastatakse kõrge CSR ehk vastutustundliku ettevõtte profiiliga ettevõtted ning hinnatakse neid keskkonna- ja sotsiaaltegurite põhjal. Käsitletavas töös lähtutakse siiski kestliku investeerimise printsiibist, mis arvestab ka juhtimisalaseid aspekte.

Kokkuvõttes võib järeldada, et regulatiivne keskkond on piisavalt muutunud ning finantstoodete eesmärk ei ole enam finantsilise kasu saamine, vaid oluliseks on saanud ka muud tegurid ühiskondlikul tasandil. Jätkusuutlikkuse olulisus kerkis esile perioodil 1970–1980, kuid viimase kümnendi jooksul on selle olulisust Euroopas toonud esile regulatiivne keskkond ning Pariisi kliimaleppe eesmärkide saavutamine.

Järgnevalt käsitlevad magistritöö autorid ESG agentuure ja nende reitinguid, et luua seos regulatiivsete nõuete, ettevõtete pakutud kolmandate osapoolte andmete analüüsi ning jätkusuutlike investeerimisstrateegiate vahel.

1.3. Jätkusuutlike investeerimisstrateegiate hindamine ESG agentuuride reitingute alusel ja nende võrdlus

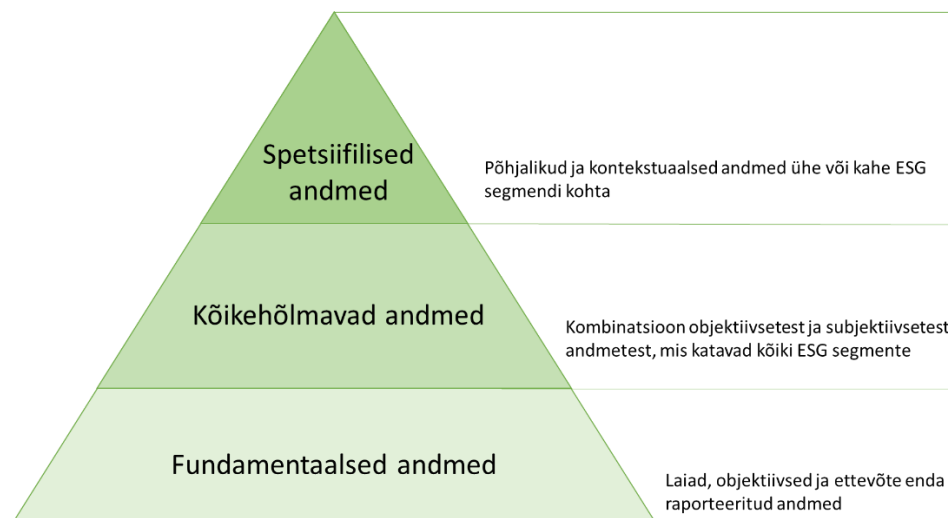
Käesolevas peatükis käsitlevad autorid kolmandate osapoolte (ennekõike ESG reitinguagentuuride) analüüsitud ettevõtete jätkusuutlikkuse andmete kontseptsiooni, eripärasid ning kasutusvõimalusi. Nimetatud analüüsi on võimalik kasutada, et hinnata ettevõtte ESG profiili ning seeläbi parendada investeeritava fondi jätkusuutlike investeeringute olemasolu.

ESG reitingud ilmneseid esimesena 1980ndatel aastatel, et aidata investoritel vaadelda ettevõtteid nende keskkonna-, sotsiaalse- ja juhtimislike tegurite tulemuste põhjal. Esimene ESG reitinguagentuur Eiris loodi 1983. aastal Prantsusmaal. Kuigi ESG on olnud olemas üle 40 aasta, on suurimad arengud toimunud just viimase kümnendi jooksul. Paljud finantsandmete pakkujad on ostnud üle või omandanud osalusi erinevates ESG reitinguagentuurides, sest ESG investeeringud on nüüdseks peavoolu jõudnud ja populaarseks muutunud. Näiteks ostis MSCI ära KLD, Morningstar omandas Sustainalyticsis 40%, S&P Global ostis ära RobecoSAMi jpt juhud (Escrig-Olmedo, Fernández-Izquierdo, Ferrero-Ferrero, Rivera-Lirio, & Muñoz-Torres, 2019). Varem tuntud krediidireitingute analüüsijad on omandanud ESG reitinguagentuurid, et pakkuda oma klientidele (ennekõike institutsionaalsetele investoritele) lisateenuseid ning sellest võib järeldada, et nähakse mitte-finantsiliste andmete analüüsikokkuvõtetel väärtust.

ESG reitinguid annavad välja erinevad agentuurid, kuid neil puudub ühtne standard selleks: mõnel juhul saab ettevõtte hiilgava reitingu ning mõnel juhul on see vastupidi. Hea näitena on Li ja Polychronopoulos välja toonud oma uuringus Wells Fargo ja Facebooki (tänapäevaks Meta) ESG reitingute erinevused, kus juhtimises on Wells Fargo saanud ühelt hindajalt edetabelis kolmanda koha ning teiselt hindajalt koha viimase 5% seas (Li & Polychronopoulos, 2020). Seda põhjustab sisendindikaatorite erisus ja detailsus, kuigi sisuliselt hinnatakse samu parameetreid/kategooriaid. Igal agentuuril on oma meetodika, mille põhjal nad ettevõtteid hindavad, ning siinkohal langeb sobiva agentuuri valimine investori kohustuseks. Investor peab tegema kindlaks, et tema fondi väärtused ja eesmärgid oleksid kooskõlas sellega, mida reitinguagentuur hindab, vastasel juhul on oht luua portfell, mis ei vasta investori vaadetega. Lisaks võib selle tõttu portfell minna vastuollu portfellisestest piirangute või regulatsioonidega.

ESG reitingute andmise teeb keeruliseks usaldusväärsete jätkusuutlikkusega seotud andmete puudumine, mis raskendab üleüldiselt erinevate ESG strateegiate rakendamist. Hetkel sõltub jätkusuutlike andmete kättesaadavus ettevõtte iseseisvast raporteerimisest avalikkusele, mis viimastel aastatel on paranenud tänu investorite survele. Lisaks rakendatakse erinevates kultuuriruumides erinevaid standardeid, mille tõttu võib mõni ettevõtte olla ühes regioonis väga hea reitinguga ning teises regioonis väga halvaga. Sellepärast tuleks investoril lähtuda reitinguagentuuri valimisel sellest, millisega neist kattuvad nende vaated kõige paremini. (Li & Polychronopoulos, 2020)

Research Affiliates on koostanud kolmekihilise ESG andmete raamistiku, mis toob välja andmete liigid ja nende väljastajad (Joonis 5 Joonis 5). Kõige laiema vaatega on fundamentaalsed andmed, mis on tavaliselt ettevõtete enda raporteeritud andmed ning kõik muu, mis on kättesaadav avalikest andmetest. Nende andmete põhjal tavaliselt reitingut ei anta. Selles kihis on andmete väljastajateks Refinitiv (enne Thomson Reuters) ja Bloomberg. (Li & Polychronopoulos, 2020)



Joonis 5. ESG andmete raamistik

Allikas: Research Affiliates LLC (Li & Polychronopoulos, 2020)

Teise kihi andmete ehk kõikehõlmavate andmete väljastajad kombineerivad objektiivseid ja subjektiivseid andmeid, kasutades oma metodoloogiaid. Nendeks on tavaliselt avaliku info (nt aastaaruanded ja meedia) kombineerimine erinevate intervjuude, küsimustike ning iseseisva analüüsiga. Peale ettevõtete reitingute avalikustamise väljastatakse ka sektori- ja riigipõhiseid trendiraporteid. Selles kihis on tuntuimateks agentuurideks MSCI, Sustainalytics, Vigeo Eiris, ISS, TruValue Labs, ja RepRisk. Selles kihis tegutsevad enamuse ESG reitinguagentuurid. (Li & Polychronopoulos, 2020) Sellepärast loetakse investeerimisstrateegiates ESG andmeid alternatiivandmeteks investeerimisotsuse tegemisel (In, Rook, Monk, & Rajagopal, 2019).

Viimase ja kõige kitsama kihi ehk spetsialisti andmeid väljastavad näiteks TruCost (omandanud S&P Global), Carbon Disclosure Project (CDP) ja Equileap (soovõrdsuse andmete pakkuja). Need agentuurid spetsialiseeruvad tavaliselt konkreetsetele ESG probleemidele, nagu inimõigused või heitgaasid. Andmete väljastajatel on nimetatud kihis tegemist ekspertidega, kes suudavad pakkuda spetsiifilisi andmeid investoritele, kelle eesmärgiks on mõne konkreetse probleemi lahendamine. (Li & Polychronopoulos, 2020)

Töö autorid on täpsemalt analüüsinud MSCI ESG andmete ja analüüsi raamistikku (Lisa D). Võrreldes teiste konkureerivate reitinguagentuuridega kasutab nimetatud agentuur kõige laiapõhjalisemat andmestikku oma tulemuse saamiseks. Peamine erisus tuleneb üle 3400 meediaallika igapäevasest jälgimisest. Konkureerivad agentuurid kasutavad enamasti kas ettevõtete raporteid, küsitlust ettevõtte juhtkonnaga või viidatakse lihtsalt justkui avalikele allikatele. MSCI ESG skoori analüüsipuu on toodud välja Lisas E. MSCI analüüsipuu puhul on oluline täheldada, et iga ESG kriteerium on eraldi alamkriteeriumiteks

lahti võetud. Kriteeriumite numbrilise hindamise kaudu kujuneb välja lõplik ESG reitingu väärtus, mille puhul kasutatakse ka kriteeriumite kaalutud keskmist ning jäetakse võimalus ka viimasteks muudatusteks enne lõpliku hinde kujunemist.

ESG reitingud on pidevas jälgimises ning nende skooride muutumine põhjustab majanduslikke tagajärgi ettevõtetele. Reitingu skoor võib muutuda paljude tegurite tagajärjel, näiteks põhineb see reitinguagentuuri analüütikute arvamusel, kuidas ettevõtte ESG praktikad on muutunud või kuidas ettevõtte kokkupuuted spetsiifiliste ESG probleemidega on kasvanud või kahanenud. Lisaks jälgivad analüütikud, kuidas on erinevate probleemide lahendamiseks muutunud finantssuhtarvud ning kuidas toimib ettevõtte võrreldes teiste sektoriosaliste käitumise muutustega (*benchmarking*). Reiting võib muutuda ühe või kõigi nelja teguri tagajärjel. ESG reitingute pideva muutumise ning sellega kaasneva majandusliku mõju tulemusel soovivad Berg, Heeb ja Kölbel finantsjärelevalveasutustel arutleda selle üle, kas ja kuidas tuleks neid optimaalselt reguleerida. (Berg, Heeb, & Kölbel, 2022)

ESG reitinguagentuurid pakuvad sarnast tulemusepõhist reitingut, nagu krediidireitingud. See-eest on neil aga vähemalt kolm erisust (Berg, Heeb, & Kölbel, The Economic Impact of ESG Ratings, 2022):

- A. Krediidivõimekus on üsna selgesti defineeritud kui maksejõuetuse tõenäosus, samal ajal on ESG tulemuslikkus määratlemata arusaamaga.
- B. Finantstulemuste raporteerimise standardid on viimase sajandi jooksul selgelt välja kujunenud, samal ajal on ESG tulemuste raporteerimine alles välja arenemas. Palju sõltub regulatsioonidest (ehk miinimumnõuetest) ning ettevõtte enda tahtest raporteerida rohkem, kui nõutakse.
- C. ESG agentuuride teenuse eest maksavad investorid, kes neid reitinguid kasutavad, erinevalt krediidiagentuuridest, kelle teenuse eest tasuvad ettevõtted ise. See vähendab parima reitingu otsimise eesmärki, mis tihti on probleemiks krediidireitingute puhul.

ESG reitingute lahknemine erinevate agentuuride vahel on suur ning selle lahendamisel oodatakse regulaatorite abi. Selle probleemi lahendamiseks tuleks harmoniseerida ESG andmete raporteerimine ettevõtete tasandil, et tekiks usaldusväärne ja kättesaadav andmebaas ESG reitingute tarbeks. Samad aspektid on välja toonud ka CFA 2017. aasta uuring, kus investorite silmis on suurimaks takistuseks ESG investeeringutes asjakohase info puudumine, ettevõtete võrreldavus ning andmete kvaliteet (CFA Institute, 2017). Selle reguleerimine aitaks ESG reitinguteagentuuride vahel luua tugevamat

konkurentsi, mille tulemusel metoodika- ja mõõtmiskvaliteet tõuseks ning reitingud muutuksid lihtsamini arusaadavamaks kõigile turuosalistele. Taksonoomias konkreetsete indikaatorite sidumine erinevate valdkondade vahel on hetkel keeruline ja need metoodikad erinevad agentuuride lõikes, mis teeb erinevate reitingute võrdlemise keeruliseks.

Bergi, Kölbeli ja Rigoboni (2022) koostatud uuringus leiti, et suurim korrelatsioon teiste reitinguagentuuride tulemustega on Sustainalyticsil. Samas ei saa seda reitingut kasutada *benchmark*ina, kuna teiste agentuuride antud hinnangud varieeruvad drastiliselt, olenemata kas ettevõtte saab Sustainalyticsilt positiivse või negatiivse reitingu. Siinkohal aga selgus, et kui Sustainalyticsi reitingud on paremad, on ka teiste agentuuride reitingud paremad, kuigi need võivad varieeruda Sustainalyticsi seisukohast. See võib tuleneda asjaolust, et Sustainalytics on ainukene agentuur, kes kasutab eraldi beetakordajat oma mudelite analüüsimiseks, et jõuda järelduseni. (Berg, Kölbel, & Rigobon, 2022)

Uuringus käsitleti teiste agentuuridena veel Moody's ESG, S&P Global, MSCI, Refinitiv ja KLD agente, millest viimased kaks käsitlevad reitingu andmisel nelja ja seitset dimensiooni ehk rohkem kui ainult E, S ja G. Nimetatud uuringus käsitletud agentuurid kasutasid 38 kuni 282 indikaatorit, et anda ettevõtetele reiting. Selline varieeruvus on problemaatiline ettevõtetele, kes neid andmeid peavad raporteerima, kui ka reitingu kasutajale, kellele jääb arusaamatuks, miks on erinevate agentuuride hinnangud erinevatele ettevõtetele nii varieeruvad. Mõningad indikaatorid kattuvad ka kõigi käsitletud agentuuride seas. (Berg, Kölbel, & Rigobon, 2022)

ESG andmete pakkujad on võtnud erinevad lähenemised materiaalsuse suhtes. Sustainalytics defineerib IFRSi järgi materiaalsust kui informatsiooni, mis on investoritele oluline, tegemaks investeerimis- ja hääletusotsuseid, ning mille avaldamata jätmine või valesti esitamine võib mõjutada investorite majanduslikku käitumist. Ettevõtetele ega ESG agentuuridele ei ole seatud regulaatoritelt formaalseid standardeid, milliseid ESG andmeid loetakse materiaalseks. Iga ESG andmepakkuja on loonud oma raamistiku, mille põhjal koondatakse ja kaalutakse ESG tegureid lõpliku reitingu tarbeks.

Töö autorid on analüüsinud nelja ESG reitinguagentuuri peamisi hindamiskategooriaid tabelis 2. Analüüsitava agentuuride valik on tehtud, lähtudes andmete kättesaadavusest ning tuginedes varasematele uuringutele, et mõista, milliseid agente investorid kasutavad kõige sagedamini. Andmete kättesaadavus tuleneb sellest, et kõik reitinguagentuurid ei avalikusta oma metoodikat. Andmeid avalikustatakse enamasti

institutsionaalsetele investoritele ning eeldusel, et investor on tulevikus valmis antud andmete eest maksma. Samuti on argumendina võetud analüüsitava ettevõtete rohkus.

Tabel 2

Nelja reitinguagentuuri ESG tegurite võrdlus

Reitingu-agentuur	MSCI	S&P	FTSE	Sustainalytics
Keskkond	Kliimamuutus	Kasvuhoonegaaside emissioon	Bioloogiline mitmekesisus	Toodete ja teenuste keskkonna- ja sotsiaalmõju
	Maavarad	Jäätmed & saastamine	Kliimamuutus	Emissioonid, heitveed ja jäätmed
	Saastamine & jäätmed	Veekasutus	Jäätmed ja ressursid	Süsinik – oma tegevusest
	Keskkonnavõimalused	Maakasutus	Tarneahel	Süsinik – tooted ja teenused
			Vee käitlemine	Maakasutus ja bioloogiline mitmekesisus (tarneahel) 2x
Sotsiaal				Ressursside kasutamine (tarneahel) 2x
	Inimressurss	Tööjõud ja mitmekesisus	Kliendi vastutustundlikkus	Inimõigused (tarneahel) 2x
	Toote usaldusväärsus	Turvalisuse juhtimine	Tervis ja ohutus	Ärieetika
	Osapoolte seotus	Kliendisuhet	Inimõigused ja kogukonnad	Kättesaadavus üldteenustele
	Sotsiaälvõimalused	Kogukonnad	Tööstandardid	Kogukonnasuhet
Juhtimine			Tarneahel	Inimressurss
			Korruptsiooni vastu võitlemine	Töötavishoid ja ohutus
	Ettevõtte juhtimine	Struktuur	Ettevõtte juhtimine	Andmete turvalisus ja privaatsus
	Ettevõtte käitumine	Koodeks ja väärtused	Riskijuhtimine	Altkäemaks ja korruptsioon
		Läbipaistvus ja raporteerimine	Maksude läbipaistvus	ESG integreerimine – finants
Kokku		Finants- ja operatsiooniriskid		Toote juhtimine
				Finantsiline vastupidavus
	10	12	14	20

Allikas: (Sustainalytics, 2023) (S&P Global Ratings, 2023) (MSCI, 2020) (Niemeyer, 2019), autorite koostatud

Tabeli 2 põhjal saame väita, et Sustainalytics kasutab kõige rohkem erinevaid alamkategooriaid ning on suuresti rõhku pannud tarneahelale. Näiteks maakasutus ja bioloogiline mitmekesisus on mõõdetud nii eraldi kui ka tarneahela spetsiifiliselt. MSCI on võrreldavatest agentuuridest kõige üldisema kategoorilise jaotusega. Keskkonnaaspektis on kõik valitud hindajad pannud rõhku kliimamuutusele ja efektiivsele ressursikasutusele (nii maa-, ressursi- kui ka veekasutus). Sotsiaalaspektis on reitinguagentuuride vahel suurim ühisosa inimressursil ja juhtimises ettevõtte juhtimisel ning läbipaistvusel.

Iga agentuur sihib erinevate investorite huvisid: kas ESGd vaadeldakse riski või võimalusena ning kas mõõdikud on kvalitatiivsed või kvantitatiivsed. See tähendab, et investorid peavad hoolikalt jälgima, milline agentuur vastab nende investeerimisstrateegia loogikale ning selle järgi valima nende jaoks sobiva. See kõik on aga äärmiselt subjektiivne ning toob endaga kaasa lisariske ja -müra.

Vaatamata andmete ja reitingute kättesaadavusele, soovivad paljud investorid teha veel põhjalikuma analüüsi ettevõtte kohta. Reitinguid nähakse kui lihtsustatud võimalust, mida saavad kasutada väiksemad tiimid, kellel puudub võimekus süvaanalüüsideks. Samas tunnevad investorid, et ESG investeeringuid kiirustatakse tagant ning selle tõttu ei ole neil tihti peale aega süveneda kõikidesse ettevõtetesse võrdselt ning reitinguid kasutatakse, et paberil paistaks kõik korrektne (Wong & Petroy, 2020). Reitinguid kasutatakse pigem esmase otsuse tegemiseks, peale mida analüütik süüvib sügavamalt ettevõtte ESG andmetesse, mille järel koostatakse omapoolne analüüs (Brock, Nelson, & Brackley, 2023).

Ettevõtte reitingu halvenedes on risk, et pühendunud ESG strateegiaga investorid vähendavad järgmise kahe aasta jooksul oma positsioone (-13,1%), reitingu paranemisel on aga vastupidine reaktsioon (+17,1%). Lisaks on leitud reitingu halvenemise puhul, et see mõjutab pika aja jooksul negatiivselt ettevõtte aktsiahinda, samas on reitingu paranedes nõrgem positiivne reaktsioon. Ettevõtte sees ei suurene ega vähene kapitalikulutused erinevate reitingute tulemusel ning ESG käitumise raames toimuvad muutused tihti vaid juhtimise (G) tasandil. Reitingu halvenedes edendavad ettevõtted enda juhtimislikku käitumist, reitingu edenedes lasevad selle kvaliteedil langeda. (Berg, Heeb, & Kölbel, 2022)

Töö autorid uurisid varasemat viit asjakohast uuringut, mis hõlmasid endast ESG reitingute kasutust või ESG investeeringuid. Valitud uuringud on korraldatud viimase viie aasta jooksul ning autoritepoolsed olulisemad täheldused on toodud lisas F. Nimetatud uuringutest selgus, et ESG andmete saamise jaoks kasutatakse mitmeid allikaid, kuid populaarseimad on ettevõtte raportid, ESG reitinguagentuuride andmed ja reitingud,

otsesuhtlus ettevõtetega ja avalikud andmebaasid. Töö autorite silmis on ettevõtetega otsesuhtlus eriti oluline mitte-noteeritud võlakirjade ning erakapitaliinvesteeringutega, mille puhul on ettevõtte jälgimine kriitilise tähtsusega ning teiseste andmete olemasolu on madal. Huvitav tähelepanek oli ka „Rate the Raters 2020“ uuringus, kus investorid olid väljendanud ESG reitingute osas kahtlusi, et nimetatud viis investeeringu analüüsiks muudab selle „kastikeste täitmiseks“ ning kaugendab sisulisest analüüsist. Selle tõttu võib käsitletava töö autorite silmis tekkida rohkem hooletusvigu investeeringute analüüsimisel ning olulised riskid võivad jääda kaardistamata. Varasemale teooriale tuginedes kattus ka Deutsche Banki uuringu tulemus eelnevaga, et investorite jaoks on olulisemad keskkonna- ja juhtimisalased aspektid ning sotsiaalsetele aspektidele pööratakse oluliselt vähem rõhku. Töö autoritele oli üllatuseks, et nimetatud uuringus osalenud investorite sõnul on nende peamiseks stiimuliks olnud pakkuda jätkusuutlikke finantstooteid, mis on tulenenud klientide nõudlusest. Töö autorid eeldasid, et selleks on olnud ennekõike regulatiivne surve, mis on viimastel aastatel kasvanud.

Teooria ning varasemates uuringustes osalenud investorite meelsuse tõttu teevad töö autorid järelduse, et ESG sidumiseks investeerimisotsustes on mõistlik kasutada MSCI ja Sustainalyticsi andmeid ning mitte ESG reitinguid. Peamiseks eeliseks toodi teoorias käsitletud uuringutes nende kahe agentuuri andmete rohkust ning läbipaistvust nende kogumise ja analüüsimise metoodikal. ESG reitingud on subjektiivsed metoodika poolest, aga andmed on mõõdetavad ning neid ei saa kallutada. Iga agentuur kasutab enda põhimõtete järgi samade andmete jaoks erinevat metoodikat.

Käsitletav alapeatükk analüüsis ESG reitingute peamiseid probleeme (lahkhelid, andmete kvaliteet ja vähesus), võrdles agentuuride indikaatorite varieeruvust ning nendest tulenevat mõju varahaldusettevõtete positsioonidele.

Tuginedes eelnevale teoreetilisele käsitlusele, uurivad töö autorid magistritöö järgmises, empiirilises osas jätkusuutlikkuse seost Eesti varahaldusettevõtete investeerimisstrateegiates. Uuringuga soovivad magistritöö autorid välja selgitada ESG olulisust Eesti varahaldusettevõtete investeerimisstrateegiates.

2. Jätkusuutlikkuse seos investeerimisstrateegiatega

2.1. Metoodika ja valimi kirjeldus

Käsitletava peatüki eesmärgiks on selgitada magistritöö uurimisprotsessi ja anda ülevaade metoodikast ning kogutud andmetest. Empiirilise osa eesmärgiks oli välja selgitada

jätkusuutlikkuse olulisus Eesti varahaldusettevõtete investeerimisstrateegias, mis hõlmab endast ennekõike keskkonna-, sotsiaal- ja juhtimisalaste aspektide arvestamist.

Jätkusuutlikkuse seose hindamisel Eesti varahaldusettevõtete investeerimisstrateegiates kasutasid autorid kvalitatiivset analüüsimeetodit ning korraldasid uuringu poolstruktureeritud intervjuude vormis. Nimetatud intervjuu vorm andis paindlikkuse küsida intervjuueeritavate käest täpsustavaid küsimusi ning võimaluse minna detailidega rohkem süvitsi. Varem on teostatud uuringuid samuti kvalitatiivsel meetodil, kuid globaalselt.

Autorid koostasid küsimustiku (Lisa G), mille aluseks on võetud „Rate the Raters“ 2019. ja 2020. aasta uuringu küsitlused ja ka CFA 2021. aasta uuring ESG faktorite integreerimise osas investeerimisotsustes (Wong & Petroy, 2020) (Wong, Brackley, & Petroy, 2019) (CFA Institute, 2021). Autorite koostatud küsimustik koosneb nii avatud kui ka suletud küsimustest.

Intervjuu küsimustik on liigitatud nelja erinevasse rühma. Esimene kategooria on sissejuhatavad küsimused, mis uurisid intervjuueeritavate ning nende hallatavate või tegutsevate fondide taustasid. Teine kategooria oli ESG andmed ja allikad, mille küsimused tulid ennekõike teoreetilise osa viimasest peatükist, kus kirjeldati ESG andmete allikaid ning reitinguagentuuride toodetud andmete kasutust. Kolmas kategooria oli investeerimisstrateegia ja ESG sidumine, mille küsimused tulid suuresti teoreetilise osa esimesest peatükist, mis käsitles jätkusuutlike investeerimisstrateegiate olemasolu. Selle kategooria käigus proovisid töö autorid mõista, milliseid strateegiaid kasutatakse Eestis varahaldusettevõtetes jätkusuutlikke investeeringute tegemisel ning kas on sarnasusi laialt kasutatud investeerimisstrateegiatega. Viimane kategooria oli lõpetavavad küsimused, mille käigus uuriti intervjuueeritavate nägemust tulevastes jätkusuutlikes investeeringutes. Kokku oli 13 küsimust ning intervjuude käigus kasutati lisaks koostatud küsimustikule ka intervjuu põhjal suunavaid lisaküsimusi, et saavutada põhjalikumat arusaama käsitletavate teemade kohta.

Dokumendianalüüs tehti 2022. aasta lõpus teoreetilise baasi kohta, kasutades teadusallikaid, varasemaid uuringuid ning raporteid. Intervjuud tehti 2023. aasta alguses (Tabel 3). Intervjuude kestvus oli keskmiselt 45 minutit ning varieerus 30–60 minuti ringis ning täpsem ülevaade intervjuude kestvustest ja küsitletutest on välja toodud lisas H. Intervjuu pikkuste suur varieeruvus oli tingitud investorite ESG teadlikkuse ja kokkupuute taseme erinevusest. Kokku võeti e-kirja teel ühendust 29 Eesti varahaldusettevõtte esindajaga, kellest 18 olid nõus andma intervjuud. Ühe ettevõtte esindaja keeldus intervjuust,

kuid oli nõus edastama vastused osadele küsimustele kirjalikult, seega kokku saadi 19 vastust 15 erineva varahaldusettevõtte käest.

Tabel 3

Käesoleva töö tegemise ajakava koos tegevustega

Tegevus	Ajaraam
Uurimisplaani koostamine	Oktoober 2022
Allikate kogumine	Detsember 2022–jaanuar 2023
Teooria analüüs	Jaanuar–märts 2023
Intervjueeritavate nimekirja koostamine	9.–15. jaanuar 2023
Küsimustiku koostamine	16.–22. jaanuar 2023
Intervjuude kokkuleppimine	23. jaanuar–03. veebruar 2023
Intervjuude tegemine	6.–22. veebruar 2023
Intervjuude sünteesimine	Veebruar–märts 2023
Empiiriline analüüs	Märts 2023–aprill 2023

Allikas: Autorite koostatud

Intervjuud tehti nii füüsiliselt kui ka virtuaalselt intervjueeritava soovi järgi. Füüsiline intervjuu oli keskmiselt ainult 2 minutit pikem kui interneti teel tehtud intervjuu. Intervjuude tulemused on esitatud üldistatud kujul, et tagada uuringus osalejatele anonüümsus vabalt oma arvamust avaldada, kuna tegemist on kitsa ja konkureeriva valdkonnaga. Esimeste intervjuude käigus kasutati esialgse valimi laiendamiseks lumepalli meetodit, mille käigus küsiti intervjueeritavatelt kontakte, kes oleksid nende arvates samuti nõus andma teavet nii ettevõtte seest kui ka konkureerivatest varahaldusettevõtetest. Käsitletavas töös saavutati töö autorite silmis küllastatuse punkt ning sellepärast peavad töö autorid nimetatud valimit esinduslikuks ning piisavaks.

Valimi koostamisel seati varahaldusettevõtetele kitsendus, et need peavad olema Eestis registreeritud ning eelistatult võiks olla enamik investeringute tiimist Eestis või pakkuma finantstooteid Eesti turule. Autorite sooviks oli kaasata valimisse finantsettevõtete investorite puhul kogu turuosa ning era- ja riskikapitali puhul aktiivsed ning tuntud turuosalistes, mille fondid on erineva suurusega ning suunatud erinevatesse investeerimisfaasidesse. Fondi- ja portfelliholduritele sooviti kaasata ka analüütikuid, kes moodustaksid laiapõhjalise vaate sektorile, tagades samal ajal piisava kogemuse sektoris. Põhjus seisnes ka selles, et analüütik süüvib ettevõtte detailidesse ning sealt tuleneb peamine mõju jätkusuutlikkuse seosele investeerimisstrateegiates. Kuna analüütik edastab oma analüüsi portfelliholdurile ja fondijuhile, siis on analüütik otsene lüli jätkusuutlikkuse seose mõjutamisel. Uuringus osalenud turuosaliste keskmine töökogemus sektoris on 14,8 aastat

ning enamikul intervjuueritutel on omandatud äri, finantsi, majanduse või ettevõtlusega seotud kõrgem haridus. Lisaks on neljal intervjuueritud varahalduril omandatud ka *Chartered Financial Analyst* (CFA) sertifikaat. Selle põhjal väidavad töö autorid, et valim on esinduslik ning suure kogemusega, andmaks kompetentseid vastuseid.

18st intervjuust on intervjueeritavate nõusolekul kokku 12 tundi ja 45 minutit helisalvestisi. Hilisema analüüsi lihtsustamiseks tegi üks intervjuuerija märkmeid, samal ajal kui teine töö autor intervjueris. Nimetatud lähenemine lihtsustas analüüsi protsessi ning intervjuude tegemist, kus üks töö autoritest sai keskenduda intervjuu tegemisele ning täiendavate küsimuste küsimisele ja teine töö autoritest sai fookuse suunata märkmete tegemisele. Intervjuude kohta koostati kokku 57 lehekülge märkmeid. Intervjuueritute nimekiri koos täpsustava informatsiooniga on esitatud Lisas H.

Panganduse varahaldusettevõtetest intervjueriti LHV Varahalduse ja panga, Swedbanki pensionifondide ja panga, Luminori ja Tuleva esindajaid, kelle turuosa on kokku 4,1 miljardit eurot ehk 83,95%. Fondi osakuomanike (investorite) arvu poolest said töö autorid turuosast 576 977 investorit ehk 87,02% (Lisa I). Turuosas on arvestatud ainult pensionifondide osa, sest privaatpanganduse portfelliholduse osa ei ole avalik info. Pensionifondide mahud ja klientide arvud on võetud pensionikeskuse lehelt (AS Pensionikeskus, 2023). Esindajate hulgas oli 5 fondijuhti, 4 portfelliholdurit ja 1 analüütik (nii pensionifondidest kui ka privaatpanganduse portfelliholdidest). Nimetatud ettevõtted valiti Eesti suurimate varahaldusettevõtete põhjal, milleks on pensionifondid. Ettevõtte esindajate hulgast soovisime saada kõneisikuid, kes tegelevad investeringute tegemise ja analüüsimisega. Osades ettevõtetes positsioonide nimetused erinesid ning samuti esines seda, et portfelliholdur teostas tegelikult enamik investeringuid.

Riski- ja erakapitalifondidest intervjueriti Tera Venturesi, NordicNinja VC, Change Venturesi, Lemonade Standi, SmartCapi, Trind Venturesi, Specialist Fund Managementi ja BaltCapi esindajaid, kes moodustavad Eesti Era- ja Riskikapitali Assotsiatsiooni (ESTVCA) liikmetest üle poole (12st era- ja riskikapitali liikmest intervjueriti 7). Lisaks olid valimis esindatud riskikapitalifondidest veel kaks fondi, kes assotsiatsiooni nimekirja ei kuulu. Nendest fondidest intervjueriti 5 partnerit, 2 fondijuhti, 1 vanemspetsialisti ja 1 analüütikut. Eelmainitud fondid teevad investeringuid väga varajastest faasidest (*pre-seed*), kus alles töötatakse toodet või teenust välja, kuni hilisemate faasideni välja (*series B*), kus tegeletakse juba äri laiendamisega. Valim koostati eesmärgiga katta erineva investeerimisstrateegiaga fonde. Riskikapitali segmendist kaasati kõik, kellel oli soov töösse panustada ning

erakapitalist kaasati suurima turuosalise (BaltCap) esindajad. Tänu laiale spektrile oli võimalik saada erinevaid seisukohti: mis on mõne faasi puhul olulisem ning mis mitte. Saavutatud turuosa mõlemas segmendis oli ligikaudu kolm neljandikku fondi mahtudest, lähtudes 2021. aasta ESTVCA andmetest (Lisa I).

Intervjuude käigus selgus, et üks ettevõtte ostab oma fondihalduse ja kogu muu teenuse väljapoolt sisse ning ise ettevõtete ja andmete analüüsiga otseselt kokku ei puutu. Sellepärast ei ole nimetatud ettevõtte tulemusi arvestatud iga küsimuse all, sest osadele küsimustele ei osatud vastata ning käsitletava töö teemast jäadi kaugeks. Peale selle oli üks ettevõtte, kes edastas oma tulemused kirjalikul teel ning jättis mõnele küsimusele vastamata. Sellepärast on mõne küsimuse puhul nimetatud ettevõtte valimist välja jäetud.

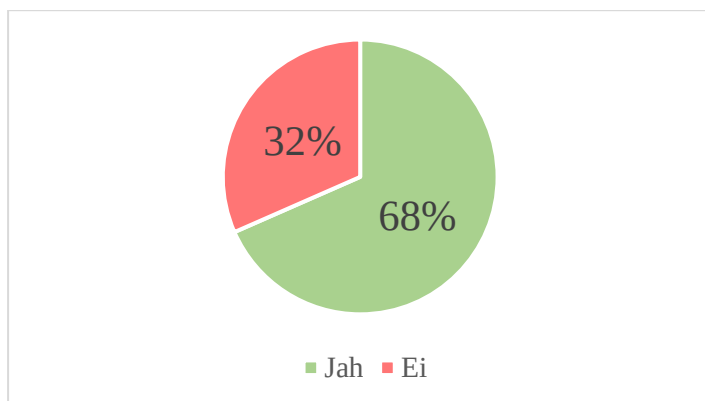
Intervjuude analüüsimiseks kasutati tarkvara MS Excel, kuhu sisestati märksõnadena intervjuude vastused küsimuste ja valimite (pensionifondid, portfelliholdusettevõtted ning era- ja riskikapitalifondid) kaupa.

Alapeatükis 2.2 analüüsivad magistr töö autorid intervjuude tulemusi küsimuste kaupa ning analüüsi sünteesimisel teooriaga teevad järeldusi Eesti varahaldusettevõtete jätkusuutlikest seostest investeerimisstrateegiates.

2.2. Jätkusuutlikkuse sidumine Eesti varahaldusettevõtete investeerimisstrateegiates

Käesoleva alapeatüki eesmärk on analüüsida magistr töö käigus tehtud intervjuusid, et tuvastada, kuidas on Eesti varahaldusettevõtetes integreeritud jätkusuutliku investeerimise printsiipe investeerimisstrateegiates.

Uuringu käigus selgus, et veidi üle kahe kolmandiku intervjuueeritud turuosalistest teevad teadlikult jätkusuutlikke investeeringuid (Joonis 6). Lisaks selgus turu kaardistamise käigus, et Eestis puuduvad mõju (*impact*) fondid ehk riskikapitalifondid, mis annaksid investeerimisotsuse tegemisel lisapunkte juurde jätkusuutlikkuse eest.



Joonis 6. Intervjuueeritud turuosaliste jagunemine jätkusuutlike investeeringute lõikes, n=19

Allikas: Autorite koostatud intervjuude tulemuste põhjal

Intervjuude käigus selgus, et kuna erinevad varahaldurid defineerivad enda jaoks jätkusuutlikku investeringut erinevalt, vastasid osad uuringus osalenud sellepärast nimetatud küsimusele eitavalt. Suurimad varieeruvused vastuste puhul olid ennekõike seotud detailsusastme järgi, mis tuleneb EL direktiivist 2019/2088, kus on defineeritud artikkel 6, 8 ja 9 finantsoodete sisud. Kõnealuste artiklite 6, 8 ja 9 osas tekkis samuti intervjuueeritavatel täpsustavaid küsimusi, et kas neid kõiki peetakse käsitletava töö kontekstis jätkusuutlikeks investeringuteks või mitte. EL regulatsioon on üritanud jätkusuutliku investeringu defineerimiseks luua ühtset standardit, aga paraku on see kõigis turuosalistes tekitanud rohkem segadust kui selgust. Töö autorite silmis on tegemist positiivse tulemusega teadlike jätkusuutlike investeringute tegemisel, arvestades, et viimastel aastatel on regulatsioon jõudsalt kasvanud. Deutsche Banki uuringus oli välja toodud, et 37% osalenutest on täielikult integreerinud jätkusuutlikkuse põhimõtted investeerimisprotsessi ning teine 37% on kaalunud nimetatud lähenemist (Reid, Cotaga, & Templeman, 2021). Seega on töö autorite silmis 68% Eesti turul positiivne tulemus.

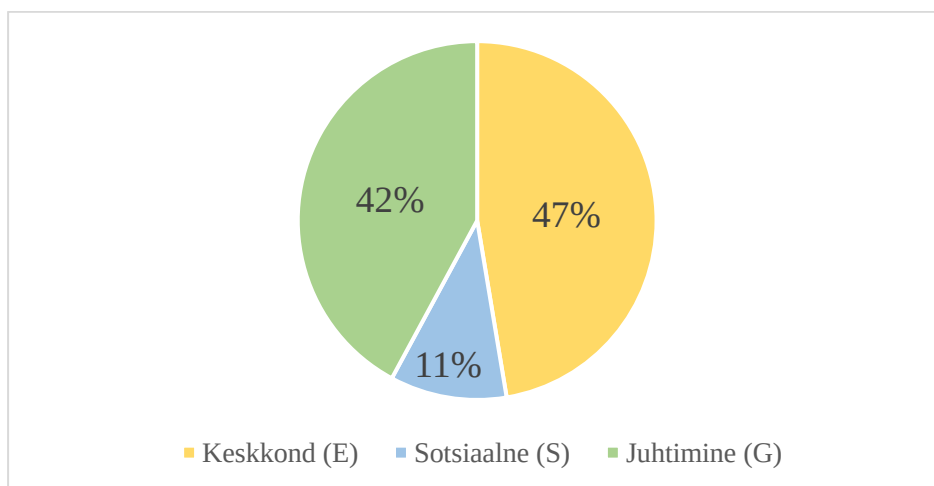
Pensionifondide ja portfelliholduse puhul oli peamine mõjutav tegur jätkusuutlike investeringute tegemisel regulatiivne surve, mis on viimastel aastatel välja kujunenud EL ja ÜRO standardite järgi, mis nõuab finantstoodete kohta jätkusuutliku info kajastamist. Mitmel korral mainiti ka klientide soovi ning eristumise kaudu pakkuda jätkusuutlikke investeringuid. Peale eelneva toodi välja emaettevõtte poolset survet ning osade puhul regionaalseid mõjutusi Skandinaaviast, kus on varem ESG osakaalule rohkem rõhku pööratud kui Baltikumis. Samuti tõid vastanud välja, et jätkusuutlikkus on investeringutesse integreeritud seetõttu, et seda kasutatakse riskimaandustööriistana. Viimane aspekt langeb tugevalt kokku teoreetilise tausta ja varasemate uuringutega, kus institutsionaalsed investorid kasutavad jätkusuutlikkuse printsiipe tööriistana riskide maandamisel (Lachance & Stroehle, 2021).

Jätkusuutlike investeringute tegemise peamiseks põhjusteks ja motivaatoriteks tõid riski- ja erakapitali esindajad välja investorite surve ning ESG investeringute kasumlikkuse. Viimast kinnitab ka PwC uuring, kus selgus, et ESG investeringud on olnud parema tootlikkusega ning ennustatakse, et jätkusuutlikud fondid on tulevikus parema tootlusega kui S&P 500 indeks (PwC, 2022). Seda toetab ka intervjuueeritute väide, et ESG investeringutel on kasvav turg ja nõudlus. Lisaks toodi olulise punktina välja moraalsed ja isiklikud vaated, mille tõttu ei toetata erinevaid projekte, mis on ühiskonnale või keskkonnale kahjulikud, ning fondi üleüldine läbipaistvuse ja maine hoidmine. Mõlema segmendi vastuste koondtabelid on

esitatud lisas J, võttes arvesse vaid jätkusuutlikke investeeringuid tegevad intervjueeritavad. Vastuste analüüsist selgub, et peamine põhjus on klientide nõudlus. Kõnealune tulemus langeb tugevalt kokku varasemate uuringutega, kus samuti toodi esile, et peamine põhjus jätkusuutlike investeeringute tegemiseks tuleneb klientide nõudlusest. Töö autorid eeldasid, et populaarseimaks tulemuseks osutub regulatsioon. Põhjus seisneb regulatsiooni keerukuses ning mahu järsus kasvus viimaste aastate jooksul.

Eelneva põhjal võib väita, et finantsasutustes eksisteerib pigem regulatiivne surve jätkusuutlike investeeringute tegemiseks, mis omakorda survestab era- ja riskikapitali fonde, kuna nad kaasavad kapitali enda fondidesse finantsasutuste käest ehk toimub ülevalt alla surve. Ülevalt alla surve tõttu mõjutatakse ka ettevõtteid liikuma jätkusuutlikkuse poole.

Intervjueeritute seas osutus kõige olulisemaks ESG teguriks keskkond, millele järgnesid juhtimise ja sotsiaalse aspekti tegurid (Joonis 7). Olulisust hinnati investorite isiklikust vaatest, milline ESG näitajatest on kõige kriitilisem investeeringu tegemise puhul.



Joonis 7. Intervjueeritud turuosaliste ESG tegurite olulisuse osakaalud, n=18

Allikas: Autorite koostatud intervjuude tulemuste põhjal

Keskkonnaaspekt on riskikapitalifondide esindajatele kõige olulisem. Põhjendusteks toodi, et tegemist on kõigist ESG teguritest arusaadavam ning seda on üldiselt kõige lihtsam mõõta, olenemata millises kasvufaasis ettevõtte on. Keskkonnategur oli panganduse esindajate jaoks võrdselt oluline koos juhtimise teguriga.

Sotsiaalse teguri tõid uuringu käigus välja vaid kaks riskikapitalifondi esindajat. Põhjenduseks toodi, et sotsiaalse aspekti puhul ei piisa ainult negatiivse mõju vältimisest, vaid tuleb konkreetseid ressursse suunata sotsiaalsete probleemide lahendamiseks. Teised vastajad arvasid, et enne sotsiaalse aspekti lahendamist tuleb tegeleda keskkonna ja

juhtimisega seotud teguritega. Portfelliholduse ja pensionifondide segmendist ei pidanud keegi sotsiaalset aspekti kõige olulisemaks.

Juhtimine on tähtsaim erakapitali ning panganduse esindajatele. Juhtimise puhul töid erakapitali fondide esindajad põhjenduseks, et juhtimine kohaldub kõigile, näiteks IT ettevõtete puhul ei pruugi keskkond nii suurt rolli mängida, kuid kvaliteetselt tuleb juhtida igat ettevõtet. Juhtimise tegurit kasutavad investorid peamiselt äririski maandamiseks, mis tuli välja ka teoreetilisest analüüsist (Efimova, 2018). Sarnased vaated erakapitali investoritega olid ka portfelliholduse ja pensionifondide investoritel. Suurimaks argumendiks peeti juhtimise osakaalu hindamisel, et juhtimisest algab kõik ning see peaks olema lõimitud läbi keskkonna ja sotsiaalsete teemade. Seda töid välja nii jätkusuutlikke investeringuid tegevad fondijuhid (artikkel 8 esindajad) kui ka mitte-jätkusuutlikke investeringuid tegevad fondijuhid (artikkel 6 esindajad). Näitena tõi üks intervjuueeritav Facebooki emaettevõtte Meta aktsia, kus ettevõtte juhtkond investeeris Metaversumi loomisesse, millesse investoritel usku ei olnud, ning selle tagajärjena vallandus tugev müügisurve aktsiale.

Arvestades mõlema grupi eelistusi ESG mõõdikute osas, langevad intervjuude tulemused teoreetilise tausta ja varasemate uuringutega kokku. Kirjandusest selgus, et investorid peavad oluliseks ennekõike keskkonna- ja juhtimisalaseid aspekte (Park & Jang, 2021). Samalaadse järelduseni jõudsid ka Deutsche Banki uuringu koostajad, kus toodi välja, et sotsiaalsetele aspektidele pööratakse oluliselt vähem tähelepanu kui keskkonna- ja juhtimisalastele kriteeriumitele (Reid, Cotaga, & Templeman, 2021).

Intervjuueeritavatel paluti valida allolevas tabelis (Tabel 4) väljatoodud ESG mõõdikutest nende jaoks kolm kõige olulisemat (mitte eelistuse järjekorras). Tabelis väljatoodud vastused on esitatud üldises populaarsuse järjekorras. Kolm enim levinumat mõõdikut kõigi vastanute vahel olid: eetiline käitumine, ressursikasutus ning kasvuhoonegaaside emissioonid ja teised keskkonnamõjud. Analüüsi käigus joonistus välja muster, et laias plaanis eelistatakse enim keskkonna ja juhtimisega seotud mõõdikuid, mis kinnitab enne enim esile tõstetud keskkonna- ja juhtimisaspektide olulisust.

Tabel 4

Intervjueeritute nimetatud olulisimad ESG alamkriteeriumid, n=18

ESG alamkriteerium	ESG kategooria	Finants-asutused	Era- ja riskikapital	Kokku	% kõigist vastustest
1. Eetiline käitumine	G	4	7	11	21%
2. Ressursikasutus	E	6	3	9	17%
3. Kasvuhoonegaaside emissioonid ja teised keskkonnamõjud	E	5	4	9	17%
4. Huvide konfliktide vältimine	G	2	5	7	13%
5. Vastavus keskkonnaregulatsioonidele	E	3	1	4	8%
6. Osanikuõigused	G	1	3	4	8%
7. Töötajate tingimused	S	2	1	3	6%
8. Jäätmed	E	1	1	2	4%
9. Suhted tarnijatega ning koostöö partneritega	S	1	1	2	4%
10. Sooline võrdsus juhtide tasemel	G	0	1	1	2%
11. Annetused ning sponsorlus	S	0	0	0	0%

Allikas: Autorite koostatud intervjuude tulemuste põhjal

Portfelli halduse ja pensionifondide segmendi esindajate jaoks olid kõige olulisemad mõõdikud ressursikasutus, kasvuhoonegaaside emissioonid ja teised keskkonnamõjud ning eetiline käitumine. Ressursikasutuse all toodi välja, et mida efektiivsemalt ettevõtte suudab oma ressursse kasutada, seda kasumlikum ta enamasti on: olgu selleks siis materiaalne- või inimressurss. Sellepärast seostasid osad intervjuus osalenud ressursikasutust nii keskkonnaku kui ka sotsiaalaspektina. Eetilise aspekti all väljendasid enamik investoreid, et juhtimisalased skandaalid kipuvad korduma ning pigem soovitakse selliseid ettevõtteid vältida.

Teooria tõttu on varem peetud olulisemateks mõõdikuteks osanike õiguseid, saastet ja jäätmeid, kasvuhoonegaaside heitkoguseid ning riskide ja võimaluste juhtimist (Nagy, Lee, & Giese, 2020). Töö autorid näevad seost kasvuhoonegaaside osas, kuid teiste aspektide osas nii suurt seost ei näe, kui varasemas uuringus. Põhjus võib seisneda alamkriteeriumite sõnastamises.

Era- ja riskikapitali esindajate jaoks olid kõige olulisemateks mõõdikuteks eetiline käitumine, huvide konfliktide vältimine ning kasvuhoonegaaside emissioonid ja teised keskkonnamõjud. Intervjueeritud tõid välja, et tihtipeale ei ole vahendeid, millega

põhjalikumalt teisi mõõdikuid kinnitada. Eetilise käitumise puhul toodi põhjuseks, et see on pikas perspektiivis oluline nii ettevõttele toimimiseks kui ka investorile läbipaistvuse tagamiseks. Selle puhul on investoritele oluline ka asjaolu, et asutajad ei tegutse ainult raha teenimise eesmärgil, vaid tahavad maailma väärtust luua. Eetiline käitumine koos huvide konfliktide vältimisega seab ettevõttes aluse kõige muu toimimisele. Sinna alla loetles üks riskikapitali esindaja ka rahapesuvastased (*anti-money laundering*) ja tunne oma klienti (*know your customer*) protsessid, mis on tema fondi jaoks olulise tähtsusega. Huvide konfliktide vältimine on oluline, kuna huvide konfliktid takistavad ettevõtte edasist arengut (võivad tekkida vaidlused juhtkonna ja omanike vahel või kohtuvaidlused erinevate turuosalistega). Era- ja riskikapitali esindajad tõid välja ka osanikuõiguste olulisuse: kui antud tingimused pole neile sobivad, siis investearingut ei tehta. Mõnedel vähem olulisematel teguritel, näiteks sooline võrdsus juhtide tasemel, ei ole investeerimisotsuses suurt mõju, kuid jäävad investoritele positiivselt silma.

Kokkuvõttes on märgata huvide kattumist tegurite eelistuses nii portfelliholduse ja pensionifondide esindajatel kui ka era- ja riskikapitali esindajatel. Suurimateks erinevusteks olid ressursikasutus ja huvide konfliktide vältimine: esimest eelistasid pigem finantsasutuste esindajad ning viimast era- ja riskikapitali esindajad. Annetust ja sponsorlust ei pidanud ükski intervjuueeritav üheks kõige olulisemaks mõõdikuks, sest need ei oma intervjuueeritute arvates suurt tähtsust ettevõtte jätkusuutlikkuse hindamisel. Nimetatud näitajad kajastavad, kui palju ettevõtte annab ühiskonnale tagasi, kuid investeerimisotsust see ei mõjuta.

Pensioni- ja portfelliholduse segmendi puhul oli viiel ettevõttel olemas majasisene kompetents ESG osas jätkusuutlike investeringute tegemiseks ning tagada regulatsioonidele vastavus. Enamasti oli see 1–5 inimest ning kohati täitis üks inimene ülesandeid mitmes grupi ettevõttes ja/või riigis. Üks ettevõtte oli ainult selline, kus neil endil puudub ESG kompetents, sest nad sisuliselt ostavad kogu fondihalduse väljastpoolt sisse ning selle tõttu ei ole neil vaja eraldi ESG eest vastutavat isikut. Töö autorite saavutatud valimist ostavad enamik omale teenust Sustainalyticsi ja MSCI käest andmetena sisse. Põhjuseks toodi enamasti andmete usaldusväärsus ning suur hulk analüüsitavaid ettevõtteid Põhja- ja Ida-Euroopa ettevõtete seas. Ühe grupi ettevõtte (nii pensionfondi kui ka privaatpanganduse portfelliholduse ettevõtted) kasutas ESG reitinguagentuuride teenuseid ka portfelli üleselt ning oli tugevalt integreeritud portfelli ja fondide jälgimisse. Teised kasutasid neid pigem üksikettevõtete tasandil toorandmetena. Teooria ja varasemate uuringute põhjal olid Sustainalytics ja MSCI ESG valdkonnas kõige populaarsemate andmete ja analüüsi pakkujate seas ning peamised

põhjused seisnesid andmete ja metodoloogia läbipaistvuses ning analüüsitavate ettevõtete mahtudes. (Wong & Petroy, 2020) (Berg, Kölbel, & Rigobon, 2022) (Brock, Nelson, & Brackley, 2023)

Töö autorite poolt oli ka huvitav täheldada, et ettevõtetes ei kasuta osad fondijuhid ja portfelli juhid sisse ostetuid andmeid, vaid lähtuvad ettevõtete endi pakutud andmetest (jätkusuutlikkuse raportid, majandusaasta aruanded), kuna need on esmased ehk fundamentaalsed andmed ning ei ole surutud nii kitsastesse raamidesse (Li & Polychronopoulos, 2020). Nimetatud tulemused kattuvad ka varasemate uuringutega, kus pigem eelistatakse kasutada majasisest analüüsi väliste analüüsides asemel. Sellisel juhul kasutatakse allikana ettevõtte enda raporteid. „Rate the Raters 2023“ aasta uuringus jagas majasisene analüüs ESG reitinguga esimest kohta kasutatavate allikate seas (Brock, Nelson, & Brackley, 2023). Töö autorite silmis on tegemist võimalusega kasutada erinevaid lähenemisviise investeringu analüüsiks ning mõlemad meetodid on jätkuvalt laialt kasutatud.

Era- ja riskikapitalis oli kõige tavapärasemaks majasisese kompetentsi ning välise ekspertiisi kombineerimine, kuna tihti on meeskonnad väikesed ning ESG jaoks pole piisavalt ressursi. ESG teemadega tegeleb tavaliselt meeskonnas vaid üks inimene ning tihti on see mõne muu rolli kõrvalt. Majasisese kompetentsi omamist peetakse oluliseks, et vastata investorite nõudmistele ning olla kursis valdkonna arengutega. Lisaks on kompetentsi omamine oluline, et saada aru, milliseid teenuseid on tarvis sisse osta. Vastanute sõnul on enamasti ostetud sisse konsultatsiooni, ESG poliitika koostamist, ESG kirjelduse väljatöötamist fondi koduleheküljele, info kogumist ja ESGga seonduva hoolsuskontrolli tegemist.

Töö autorid järelavad intervjuude tulemuste põhjal, et finantsasutustes on ESG kompetentsi rohkem struktureeritud ning selle jaoks eksisteerib konkreetne inimene või osa meeskonnast ESG jaoks. Kontrastina on era- ja riskikapitali fondides limiteeritud kompetents ehk üldiselt tegeleb ESGga keegi igapäevaülesannete kõrvalt ning vajadusel kaasatakse väline nõustaja. Sisse ostetud teenused piirduvad finantsasutustes üldiselt andmetega.

2.2.1 ESG andmete ja reitinguagentuuride kasutamine Eesti varahaldusettevõtetes

ESG andmete allikate kasutamise küsimuses jagunesid pensioni- ja portfelli halduse esindajate vastused sisuliselt kaheks. Ettevõtte finantsanalüüsi käigus lähtutakse üldiselt ettevõtte kvartali- ja aastaaruannetest, siis niimoodi lähtutakse nimetatud dokumentidest ka ESG analüüsis. Peale selle lisandub ettevõtte enda pakutuna jätkusuutlikkuse raport, mida enamasti avalikustatakse aastas korra ning mis on keskendunud peamiselt ESG aspektidele

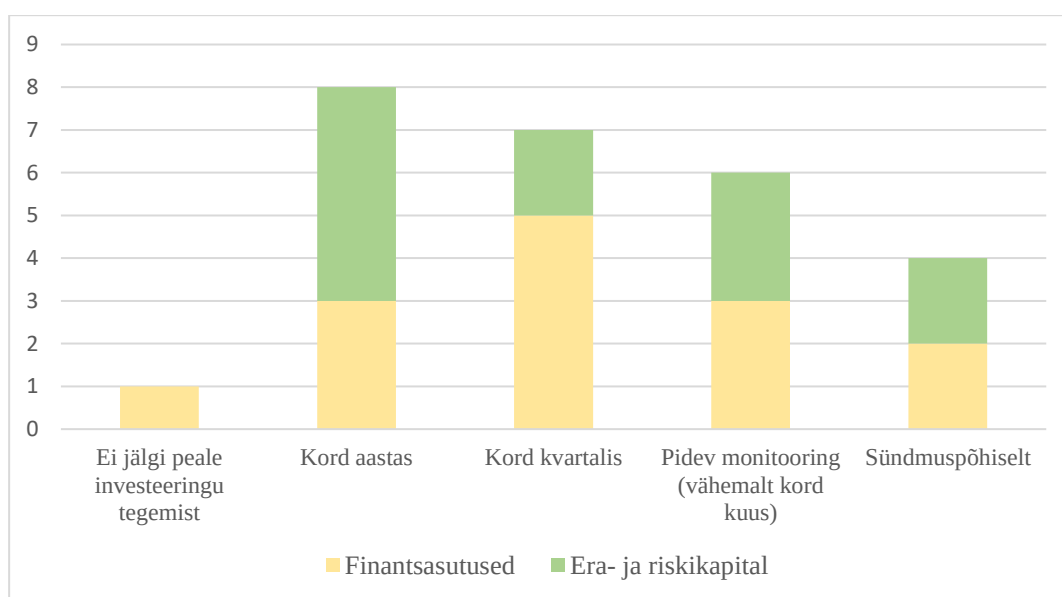
ettevõtte põhitegevustes. Teise suurema allikate kogumina toodi välja sisse ostetud andmed ESG reitinguagentuuride ning teiste teenusepakkujate käest (näiteks Bloomberg Terminali ESG laiend). Samalaadseid tulemusi on võimalik leida ka Deutsche Banki ja „Rate the Raters 2023“ aasta uuringutest, kus kaks populaarseimat allikat on ettevõtte aruanded ja ESG reiting ning sellega seotud andmed (Brock, Nelson, & Brackley, 2023) (Reid, Cotaga, & Templeman, 2021). Viimase suurema trendina on lisandunud ka PAI küsimustik (2022/1288 Lisa 1), mida saadetakse investorite omapoolsete täpsustustega ettevõtetele välja. Selle eesmärgiks on saada ettevõtete käest jätkusuutlikkuse andmeid, mida oleks võimalik kajastada portfelli ja/või fondiüleselt koondandmetena. See tuleneb regulatiivsest survest ning kohustab ettevõtteid täpsustama oma jätkusuutlikkuse aruandeid ning avalikustatavat infot PAI küsimustiku põhjal. Täiendavate täpsustustena toodi veel välja, et kasutatakse sektoriüleseid aruandeid, avalikke allikaid (sh uudised) ja ka teiste analüütikute arvamusi. Indeksfondide puhul täpsustati, et kasutatakse ETF dokumente, mis on koostatud iseseisva raportina indeksis olevatest ettevõtetest ning kus on kirjas, milliseid ettevõtteid tohib ESG parameetrite põhjal valida.

Era- ja riskikapitalis on nimetatud teema juures suurimaks murekohaks mitteavalike või varajasemas faasis olevate ettevõtete andmete ebatäpsus või puudumine. Seega tuleb enamik andmeid hoolsuskontrolli käigus välja erinevatest allikatest: intervjuud asutajate ja klientidega, välised uuringud (näiteks erinevate konsultatsioonibüroode poolt, nagu McKinsey), meedia ning erinevad andmebaasid ja registrid (sh ka riiklik statistika). Põhjalik hoolsuskontroll tehakse riskimaandusmeetodina, kuna pikaajalisest investeerimisstrateegiast tingitud risk võetakse mitmeks aastaks. Mida varajasemas faasis ettevõtte on, seda vähem tuginetakse avalikele andmetele, kuna tavaliselt pole neid piisavas mahus järelduste tegemiseks ning lähtutakse ettevõtte enda esitatud andmetest näiteks *pitchdeckil* (ettevõtet tutvustav esitlus) või peetakse mitteformaalseid arutelusid Eesti investorite vahel. Lisaks toodi välja Upright Project ja Worldfavour, kuhu ettevõtted saavad ise enda andmeid raporteerida. Toodi välja ka juhuseid, kus ettevõttel puuduvad investori nõutud andmed ning tehingu tegemise tarbeks hakatakse andmeid alles koguma. Laias vaates lähenetakse era- ja riskikapitali investeeringule juhtumipõhiselt ettevõtte faas ja andmete kättesaadavuse põhjal.

ESG andmete allikad olid analüüsitava grupi vahel väga erinevad investeerimisstrateegiade erinevuste tõttu. Kuna finantsasutused investeerivad enamasti avalikesse ettevõtetesse, tuginetakse ettevõtete välja antud (kvartali-, aasta- ning mõnel juhul ka jätkusuutlikkuse) aruannetele ja sisse ostetud andmetele. Era- ja riskikapital suunavad

investeeringuid mitteavalikesse ettevõtetesse, mille tõttu peavad nad lähtuma mitteavalikest andmetest, mille ettevõtte esitab hoolsuskontrolli käigus.

ESG andmete järjepideva kontrollimise osas joonistus finantsasutuste suunal välja kaks populaarseimat vastust, milleks olid kas kord aastas või kvartalis ettevõtte käekäiguga kursis püsimine peale investeeringu tegemist (Joonis 8). Enne investeeringut tehakse põhjalik analüüs, kuid pikemat eemalt jälgimist ei teostata. Peamiselt oli kontrollimine seotud ettevõtete avalikustatud tulemuste saamisega ning sisemise täiendava analüüsi tegemisega. Analüüsiva tiimi suuruse ning ettevõtte riskitaseme tõttu otsustatakse, kui tihti ettevõtet jälgitakse. Lisaks tõi mõni üksik intervjuueeritav välja, et jälgimine toimub iga päev: nii aktsiahinna liikumise kui ka uudiste voo põhjal.



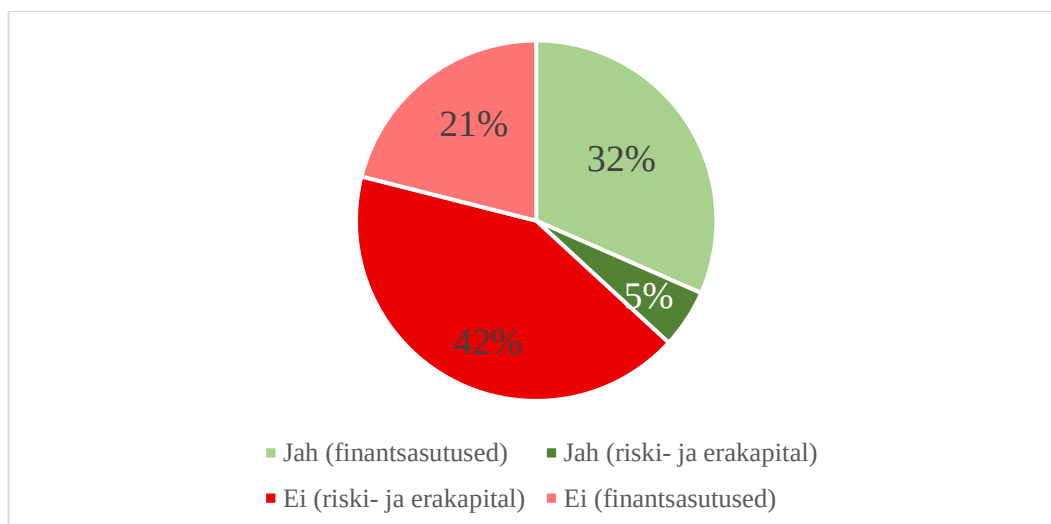
Joonis 8. Turuosaliste ESG andmete jälgimise sagedus peale investeeringu tegemist, n=18 (mõned intervjuueeritud kasutavad ettevõtte faasi ja riski põhjal mitut strateegiat ettevõtete jälgimisel)

Allikas: Autorite koostatud intervjuude tulemuste põhjal

Era- ja riskikapitali suunal jagunesid vaated samuti kaheks, milleks olid pidev lähedalt „käed küljes“ jälgimine (eriti juhtivate investorite poolt) ning kord aastas kontroll. Paljud tõid viimase puhul välja ka sündmuspõhise jälgimise vajaduse. Lisaks joonistus välja muster, et varajasemas faasis ettevõtteid jälgitakse tihedamini (kuni kord kuus) kui arenenumaid ettevõtteid (kord kvartalis kuni kord aastas). Jälgimise käigus vaatavad investorid ettevõtete esitatud raporteid ning juhtivinvestorid esitavad täitmiseks küsimustiku, mis põhineb nende ESG poliitikal. Mõnel juhul on see põhjalikum, kuid üks investor tõi välja, et tema esitatav vorm koosneb enamasti jah/ei küsimustest.

ESG andmete jälgimise osas selgus, et suuresti oleneb selle tihedus ettevõtte faasist. Era- ja riskikapitali vaade hilisema faasi ettevõtete puhul kattub finantsasutuste vaadetega: pigem jälgitakse neid kord kvartalis või kord aastas. Varasemas faasis eelistavad era- ja riskikapitali fondid ettevõtteid tihedamini jälgida – kuni kord kuus –, kuna võetud risk on nimetatud juhul suurem. Üks fondijuht ei jälgi ESG andmeid üldse peale investearingu tegemist, kuna ostab fondihalduse ja sellega seonduvad teenused väljapoolt sisse. Varasema uuringu „Rate the Raters 2023“ intervjueeritavatest kasutab 47% mitu korda nädalas ESG reitinguid. Eelmisel intervjuu perioodil (2018/2019) oli see number 35%. Käsitletavas töös nimetatud tulemust ei saavutatud ning töö autorite silmis võib põhjuseks olla jätkusuutlike investeeringute vähesus ning majasiseste analüütikute arvamuse parem usaldamine.

ESG reitinguagentuuride ja/või nende raportitega oli reaalne kokkupuude 37% kõigist intervjueritutest (Joonis 9). Sisuliselt oli kõigil finantsasutuste esindajatel mingi kokkupuude ESG reitinguagentuuride pakutud raportitega. Peamine erinevus tekkis selles, et kes neid päriselt kasutab ning mis määral. 50% finantsasutuste esindajatest kasutab raporteid siis, kui analüüsitakse ettevõtte tulemusi ning üks kolmandik vastanutest kasutab neid iga päev. Intervjuude käigus toodi välja, et ESG raporteid ei kasutata peamiselt selle tõttu, et see surub erinevaid ettevõtteid jälgima ühtset regulatsiooni ning mitmed vastanutest väljendasid seda kui „kohustuslikku kastikeste täitmist“. Vastanute sõnul viib see sisust ja analüüsist kaugemale ning võib jätta olulised detailid investori jaoks kõrvale.



Joonis 9. ESG reitinguagentuuride ja/või nende raportitega tööalaselt kokkupuudet omavate tuuosaliste jagunemine gruppide kaupa, n=19

Allikas: Autorite koostatud intervjuude tulemuste põhjal

ESG reitinguagentuuride ja nende raportitega oli tööalane kokkupuude vaid ühel riskikapitalifondi esindajal ning selleks osutus Upright project. Enamik intervjueeritustest mainis, et kuigi nad ESG reitinguagentuure ja nende raporteid tööalaselt ei kasuta, siis isikliku huvi tõttu on kuulnud neist või kasutanud neid. Põhjus, miks ESG raporteid tööalaselt ei kasutata, seisnes selles, et ettevõtted, kuhu investeeritakse, ei ole antud raportites üldiselt kajastatud. Pigem jälgitakse näiteks sektoriüleseid raporteid või paremaid praktikaid, mida saaks referentsina rakendada.

ESG reitinguagentuurid ja nende raportid on asjakohasemad pigem finantsasutustes kui era- ja riskikapitali fondides, sest ettevõtteid, millesse investeeritakse, üldiselt ei kajastata raportites. Küll aga töid era- ja riskikapitali mõned esindajad välja, et kasutavad neid tööväliselt.

2.2.2 Investeerimisstrateegiate ja ESG sidumine Eesti varahaldusettevõtetes

ESG näitajate tasandi kasutamisel investeerimisotsuses joonistus pensioni- ja portfelli halduses välja muster, et enamasti kasutatakse klassikalist ülevalt alla strateegiat investeringu analüüsiks. Suurim rõhk suunatakse siiski üksiku ettevõtte tasandile. Erandiks oli ainult üks indeksfondide esindaja, kes ütles, et vaatab puhtalt regionaalseid ja segmendipõhiseid näitajaid, sest üksikettevõtted ei ole tema investeerimisstrateegias. Ühe artikkel 8 fondi esindaja tõi välja, et vaatab ainult ettevõtte tasandit ning puhtalt keskkonnaaspekti, sest see on tema fondi vaatest kõige olulisem. Töö autorite nimetatud küsimuste vastuste kokkuvõtteks saab järeldada, et mida kauem on ESG riskimaandustööriistana ettevõttes kasutusel olnud, seda sügavamalt on see põimitud läbi erinevate tasandite (ülevalt alla mudeli kolm tasandit) ning osatakse selle hüvesid regulatiivse surve all rohkem enda kasuks pöörata.

Välistavate teguritena toodi peamiselt välja sõltuvust tekitavad (alkohol, tubakas, pornograafia, hasartmängud) ning kahjulikud segmendid (sõjatööstus, fossiilsed kütused, relvakaubandus). Samas artikkel 6 fondi esindajad teevad investeringuid naftasektoris, sest seal nähakse algavas toormetsükli paremat tootlust ning nafta nõudluse suuremat kasvu. Nimetatud fondide eesmärk on peamiselt teha tootlust klientidele ning mitte nii suurelt pöörata rõhku jätkusuutlikkusele.

Era- ja riskikapitali esindajad eelistasid investeerimisotsuses kasutada ettevõtte tasandil ESG näitajaid ning nende paremaks mõistmiseks kasutada sektori tasandit võrdlusena. Kuna riskikapitalistide jaoks on oluline kaardistada ka ettevõtte globaalset kasvupotentsiaali, siis paari intervjuu käigus toodi välja ka globaalsete tegurite tähtsus

investeeringuotsustuses. Lisaks pidasid mõned oluliseks ka riiklikul või regionaalsel tasemel kaardistamist, et saada aru ärimudeli rakendatavusest ja laienemisvõimest.

Nii nagu finantsasutustel, on ka era- ja riskikapitali esindajate jaoks välistavateks teguriteks alkoholi-, tubaka-, hasartmängude-, sõja- ja pornograafiatööstused (Euroopa Investeeringufondi nõudmiste tõttu). Lisaks regiooni regulatsioonide muud sätestatud aspektid, nagu teatud kanepil põhinevad ravimid ja lapstööjõud. Olulise välistava tegurina toodi välja ka ekspertiisi puudumine (näitena toodi välja krüptoraha ja sellega seonduv, virtuaalreaalsus, haridusvaldkond) või isiklik välistamine eetilistel põhjustel (nt *fintech* ettevõtted, mille ärimudeliks on röövellik laenamine).

Mõlema grupi puhul on suurim rõhk seatud ettevõtte tasandile, millest liigutakse laiemasse vaatesse, et saada aru ettevõtte potentsiaalset ning paiknemisest erinevatel tasanditel (sektor, riiklik, regionaalne, globaalne). Lisaks olid mõlemal valimi grupil regulatsioonide tõttu sarnased välistavad tegurid, kuigi riskikapitali poolel lähtutakse ka isiklikest eelistustest või ekspertiisist.

Nii panganduse kui ka era- ja riskikapitalifondide esindajate sõnul ei ole nende jaoks investeeringu pikkus seotud ESG olulisusega. See oli töö autorite jaoks üllatav, kuna läheb täielikult vastu teoorias varem käsitletud uuringutega. Nimelt on varem jõutud järeldusele, et pikaajalistes investeeringutes on ESG tähtsus kõrgem ning seda nii institutsionaalsetes (võlakirjad) kui ka era- ja riskikapitali investeeringutes (Lachance & Stroehle, 2021) (Park & Jang, 2021).

Finantsasutuste sõnul peavad ettevõtte ESG näitajad olema korras nii lühi- kui ka pikaajaliselt. Põhjus seisneb väidetavalt selles, et lühiajalised positsioonid võivad turuolukorra tõttu muutuda pikemaajaliseks positsiooniks. Peale selle toodi nii intervjuudes kui ka teoreetilises käsitluses välja, et pensionifondide investeeringud ongi pikaajalised ning lühiajalisi spekulatiivseid positsioone enamasti ei võeta, sest nimetatud investeeringutes on riskid liiga suured (Berg, Heeb, & Kölbel, 2022). Ühe fondijuhi sõnul oleks see oluline vaid juhul, kui ettevõtte ESG näitajad on väga kehvad, aga on suur tõenäosus, et lähitulevikus need paranevad ning sellest võidetakse aktsia hinna liikumise kaudu. Antud aspekt tuli välja ka teooriast, et investorid suurendavad enda positsioone (mis omakorda põhjustab aktsia hinna liikumist) ESG reitingu paranemisel (Berg, Heeb, & Kölbel, The Economic Impact of ESG Ratings, 2022).

Era- ja riskikapitalifondide esindajad ütlesid, et enamjaolt eeldataksegi pikka positsiooni sama moodi nagu finantsasutustes ning ESG on osa tavapärasest

hoolsuskohustusest (*due diligence*). Samas toodi välja ka asjaolu, et ESGga seotud ettevõtetel on mõnel teadusprojektil pikaajsem mõju ja käibeni jõudmine võib võtta kauem aega, mida nad peavad investeerimisotsuse tegemisel arvestama. Lisaks toodi välja, et olulisemateks teguriteks on pigem osaluse suurus ning ettevõtte kasvufaas. Erakapitalifondide jaoks oli olulisim pigem see, et ettevõtte oleks ka järgnevale investorile atraktiivne ning selleks peab ESG olema korrektselt rakendatud.

Nii pensionifondide kui ka era- ja riskikapitali investeeringute esindajad on keskendunud pikaajsele investeeringule ning ESGl ei ole selles kontekstis eriline roll. Küll aga on mõlema jaoks oluline, et ESG ja sellega seonduvad näitajad on korrektselt rakendatud. Põhjused selle taga on aga erinevad: finantsasutuste jaoks võib lühiajaline positsioon muutuda pikaajaliseks ning era- ja riskikapitali puhul on oluline, et ettevõtte oleks ka tulevaste investorite jaoks atraktiivne.

Töötajate tasustamisel ESG investeeringute tegemisel oli institutsionaalsete investorite vastuseks, et enamasti on tasustamine seotud erinevate eesmärkide ja peamiste aastaste tulemusnäitajatega. Eesmärkide seadmisel on arvestatud jätkusuutlikkuse näitajatega, kuid täpsemat infot selle kohta intervjueeritavad avalikustada ei soovinud. Huvitava asjaoluna tähendasid töö autorid, et portfelliholdurite ja analüütikute tasustamisel ei olnud enamasti arvestatud ESG näitajatega, kuid fondijuhtide puhul oli. Töö autorid said idee nimetatud teema katmiseks Äripäeva artiklist, kus mainitakse LHV Varahalduse töötajate tasustamist ESG näidikute põhjal (Kald, 2022). Peale selle on avaldatud ka PwC uuring, kus tuuakse välja, et ESG juurutamisel ettevõttes seostatakse jätkusuutlikud eesmärgid ka juhtide tasustamisega, et näidata enda pühendumist ESG agendale, mille kaudu olla atraktiivsemad enda klientidele (O'Connor, Harris, & Gosling, 2021).

Era- ja riskikapitalis ei rakendanud ükski fond töötajate tasustamist ESG investeeringute tegemisel. Peamisteks põhjusteks toodi välja selle subjektiivsus, raske mõõdetavus ning asjaolu, et investeeringu tegemine põhineb fondisisesel konsensusel, seega indiviidi tasustamine pole oluline. Küll aga mainis üks turuosaline, et tehakse esimesi samme, et leida sobiv lahendus töötajate tasustamiseks ESG investeeringute põhjal.

ESG investeeringute tegemisel on finantsasutustes tasustamine seotud eesmärkide või tulemusnäitajatega. Era- ja riskikapitali valimis ei esinenud sellist tasustamisskeemi, kuna seda pole suudetud millegagi edukalt siduda.

Finantsettevõtete intervjuude analüüsist selgus, et jätkusuutlikele investeeringutele ei tehta erisusi võrreldes mitte-jätkusuutlike investeeringutega. Samas töid kaks fondijuhti ja

üks portfellihaldur välja, et nii on varem tehtud. Selgitusteks toodi, et seda tehakse vaid sellel tingimusel, et see ei halvenda tootlust (võlakirjade puhul) ning tihti on head ja jätkusuutlikumad ettevõtted kallimad (aktsiate puhul). Töö autorid ootasid nimetatud küsimuse vastustest positiivsemat olukorda jätkusuutlike investeeringute tegemisel soodsamate tingimuste pakkumisele, sest teooriast lähtudes on jätkusuutlike võlakirjade puhul see võimalus täielikult olemas (Azmat, Jain, & Michaux, 2022). Paremaid tingimusi ei pakuta põhjusel, et ennekõike on oluline tootlus ning jätkusuutliku ettevõtte analüüsimine on aeganõudvam ja keerukam. Töö autorite koostatud valimi fondiesindajate eelistatunud instrumendid jätkusuutlike investeeringute tegemisel on ennekõike pikaajalised üksikaktsiad ja võlakirjad (nii noteeritud kui ka noteerimata). Üks fondijuht väljendas arvamust, et eelistatuim viis investeeringute tegemiseks on otseinvesteeringud (mitte-noteeritud võlakirjad või erakapitali investeeringud), sest nende puhul kasutatakse raha ennekõike protsesside ja keskkonna paremaks tegemiseks. Börsiettevõtetes tema sõnul see mõju nii suur ei ole.

Era- ja riskikapitali intervjuudest selgus, et pigem seab investoritevaheline konkurents investeeringutele tingimused, mis ei välista mõnele jätkusuutlikumale projektile paremaid tingimusi seadmast. Mõned intervjuueeritud ei välista, et konkurents mõjutab investeeringute tingimusi, aga tavaliselt võetakse seda kohe arvesse ja mingeid lisanduvaid erisusi ei tehta. Pigem näevad fondide esindajad, et mõnel muul teguril on olulisem mõju investeeringute tingimuste mõjutamisel, näiteks eduka ajalooga tugev või ekspertidest koosnev tiim. Üldises vaates siiski erisusi ei tehta, kuna see pole vastavuses intervjuueeritud fondide investeerimisstrateegiaga (ei ole tegemist mõju investoritega) ning lähtutakse pigem paremast potentsiaalsest tootlusest. Intervjuueeritud riskikapitali esindajad eelistavad investeeringute tegemisel enim konverteeritavat laenu, eriti varajases faasis ettevõtete puhul, ning hilisemas faasis otseinvesteeringuid. Erakapitalis eelistatakse suunata omakapitaliinvesteeringuid erinevatesse kihtidesse või anda laenu.

Mõlema segmendi sõnul ei mõjuta ESG otseselt investeeringu tingimusi, kuna investorid ei lähe selle eeldusega pakkuma kohe paremaid tingimusi, kuid ajalooliselt on seda ette tulnud. Mõlema grupi esindajad ütlesid, et ei paku üldiselt paremaid tingimusi, sest nad ei tohi kompenseerida tootluse pealt. Ühisosa tuli välja ka eelistatud investeerimisinstrumendi osas: enim levinud viisiks on otseinvesteeringud ja võlakirjad. Deutsche Banki uuringust väljendus samuti, et eelistatuim instrument jätkusuutlike investeeringute tegemiseks on jätkusuutlikkuse seosega võlakirjad.

2.2.3 ESGga seotud puudused investeerimisel ja varahaldurite ootused tulevikuolukorra parandamiseks

Peamiselt tunnevad finantsasutuste esindajad puudust andmetest investeeritud ettevõtete käest, kui investor soovib teostada ise analüüsi ning mitte kasutada kolmandate osapoolte koostatud raporteid. Andmete juures täpsustati, et enamasti on need osaliselt puudulikud, vigased või puuduvad täielikult. Põhjus seisneb selles, et enamasti lähtuvad ettevõtted oma loogikast, sest definitsioonid on kohati üldsõnalised ning varasem praktika puudub. Kõik finantsasutuste esindajad tõid välja, et teema uudsuse ja järsu ülereguleerimise tõttu ei ole kõik turuosalisel jõudnud veel olukorraga kohaneda. Samuti toodi välja, et hetkel on tegemist EL-sisese standardiga ning teistes regioonides on erinevad standardid, mis võimaldavad andmete erinevat tõlgendamist. Hea näitena toodi korruptsiooniskandaalide normaliseerimine ühes või teises riigis. Mõnes riigis on see paratamatu ning sobilik, teises riigis ollakse sellele täielikult vastu. Üks fondijuhtidest pakkus lahenduseks välja, et ESGi võiks olla üleilmne standard nagu on raamatupidamisel IFRS. Põhjus seisneb selles, et USA, Hiina, ÜK ning Austraalia standardid on teistsugused võrreldes EL omaga. Hea näitena tõi üks portfellihaldur välja, et naftaettevõtte peab ELis tegelema ennekõike ESG teemadega, kuid USAs tegutsetakse siiski nafta tootmisega. Põhjus seisneb regulatiivses surves ning soovist näidata ennast keskkonnasõbralikuna ning investorite jaoks atraktiivsena.

Viimasel kolmel aastal on ESGlt fookuse ära viinud erinevad kriisid (nt COVID-19, Ukraina sõda, energiakriis). Selle tõttu on osade artikkel 6 fondi esindajate sõnul tekkinud head võimalused toormete sektoris, mis ei ole nii suure rõhuga jätkusuutlikkusele suunatud.

Era- ja riskikapitali poolelt tuli välja asjaolu, et Eesti turu väike suurus pärsib ESG investeringuid, kuna pole piisavalt palju jätkusuutlikke projekte, kuhu raha investeerida. Nii nagu finantsasutuste esindajatel, on ka era- ja riskikapitali segmendis intervjuueeritutel palju ebaselgust terminoloogia ja andmete osas. Viimase puhul puuduvad veel head ühtsed praktikad, nõudmised ning arusaam, kuidas vältida rohepesu andmete puudumise tõttu. Lisaks valmistab keerukust andmete üleüldine analüüs ning mõjust arusaamine.

Regulatsiooni osas jagunesid arvamused kaheks: mõned arvasid, et regulatsioon aitab järgnevatel aastatel valdkonda edasi tõugata, kuid rohkem leidis neid, kes olid arvamusel, et hetkel on turg ülereguleeritud. Seda just väikestes ettevõtetes, kus rakenduvad samad raporteerimiskohustused nagu kõigile teistele turuosalistele ning mis on ebaoproportsionaalne ettevõtte tegevusega. Ühtse praktika poolelt oodatakse, et juhtivinvestor võiks ESG

raporteerimise eest vastutada, et lihtsustada ja vähendada ettevõtete raporteerimiskohustust igale investorile eraldi nende esitatud vormide põhjal.

Era- ja riskikapitali esindajad tunnevad enim puudust mugavatest ja praktilistest lahendustest, mis motiveeriks ettevõtjaid rohkem mõõdikuid raporteerima enda toodete ja teenuste kohta (hetkel vaadeldakse seda kui ajamahukat bürokraatiat või igapäevatööd segavat faktorit) ning mis aitaksid investoritel analüüsitavaid andmeid sektoriga võrrelda. Sektoriga võrreldamatus oli intervjueritute kõige suurem mure, kuna puuduvad piisavad andmed ja selle tõttu ka arusaam, kuidas ettevõtte turul paigutub. Lisaks toodi ühe intervjuu käigus välja, et era- ja riskikapitali poolel võiks olla rohkem mõju investeringuid ja sellega seonduvat konkreetset, kuna see on turuosaliste jaoks arusaadavam kui ESG investeringud, mis tihti jätaavad lakoonilisema ja kastikeste täitmise mulje. Üks juhtiv partner tõi esile ka asjaolu, et kohalikul turul puudub piisav konsultantide võrgustik, kes suudaksid ESG teemadega investoreid nõustada ja aidata hallata ESG andmete mõõtmist ja raporteerimist.

Mõlemal valimi grupil oli suurimaks murekohaks ESG andmete puudumine ettevõtetes ja ELi ülereguleerimine (kõik turuosalised, eriti väikeettevõtted, ei ole jõudnud sellega veel kohaneda) ning sellega kaasnev terminoloogia arusaamatus. Andmete osas toodi välja, kuidas nende puudumine ning ühtsete praktikate puudumine võivad suurendada rohepesu riski, eriti võttes arvesse varieeruvust rahvusvaheliste standardite vahel.

Finantsasutuste hinnangul kasvab ESG investeringute olulisus kindlasti järgmise 5–10 aasta jooksul. Enamasti soovisid intervjueritavad täpsustada, et sellisel kujul ei ole see pikas perspektiivis võimalik. Ennekõike soodustab sektoris muutust jätkusuutlikkuse andmete kajastamine, mis muutub ka väikeettevõtetele kohustuslikuks.

Üks artikkel 8 fondijuht avaldas probleemi, et kõik mitte-jätkusuutlikud, ehk artikkel 6 fondid võivad tulevikus kujundada ennast ümber ESG fondideks, kuid tegelikkuses ei muuda oma sisu, mis omakorda süvendab rohepesu teket. Uute jätkusuutlike fondide tekkimise tõttu kasvab ESG fondidesse raha sissevool, sest mitte-jätkusuutliku fondiga on tulevikus keerulisem raha kaasata oma fondi. Peale eelneva tõi üks artikkel 6 fondijuht välja, et kui kõik investeerivad jätkusuutlikesse ja rohelistesse lahendustesse, siis see tähendab seda, et toormesektoritesse enam keegi ei investeri, mille tõttu süveneb energiakriis, ning erinevate probleemide kulmineerumise tulemusel võib see viia suure pettumuseni ESG osas. Oma väidetes vihjas ta Baseli pangandusraamistikule ning varasematele panganduskriisidele.

Kõik era- ja riskikapitali esindajatest usuvad, et ESG investeringute trend on kasvamas, kuna regulatsioon suunab seda pidevalt edasi. Praegu vaadatakse turul ESGd kui

boonust, aga tulevikus kujuneb see osaks ettevõtete igapäevasest tööprotsessist.

Jätkusuutlikkust nähakse tulevikus ilmselt sama tähtsal kohal kui eetilisust. Paar intervjueeritavat arvasid, et 5 aastaga märkimisväärsed muutust ei toimu, küll aga kindlasti 10 aastaga, kuna põlvkond vahetub ning uued väärtused, nagu ESG, on neile olulisemad. Usutakse, et ESG investeringute mahu kasv tuleneb ka kliimakriisi süvenemisest ning ühiskondlikust soovist seda lahendada.

Enamuse intervjueeritute arvates kasvab ESG investeringute olulisus ning seda just regulatsiooni tõttu. Kahtlevaid seisukohti esines 5 aasta muutuste suhtes, kuid nõustuti, et 10 aastaga muutub see igapäevaseks normiks.

Üldiselt on turuosalisel ühisel arvamusel, et Eestis ei ole ESG ja sellega seonduvad jätkusuutlikud investeringud samal tasemel muu maailmaga. Erilisena toodi välja Skandinaavia regioon, mis on olnud inspiratsiooniks. Töö autorid tunnevad samuti nii varasemate uuringute kui ka tehtud intervjuude pealt, et Eestis ei ole jätkusuutlike investeringute olulisus nii kõrgel tasemel kui mujal ning eeskuju võiks võtta teistest Euroopa investeerimisfondidest. Eestil on küll algeline positsioon, kuid riskikapitali esindajad tundsid, et Eesti eeliseks on avatud suhtlus erinevate ökosüsteemide vahel, mis võimaldab turuosalistel kiiresti mõtteid vahetada ning suunab innovatsioonile. Mitme turuosalise sõnul on huvitav jälgida, et tehnoloogiaettevõtted, mis on samuti sõltuvust tekitavad, on ESG fondides sees. Hea näitena toodi jällegi Facebooki emettevõtte Meta aktsia, kus sotsiaalsuse alamkategooria peaks olema võimalikult kehv, sest ettevõtte pigem süvendab probleeme suhtlemise osas. Teine turuosaline küsis järgmises intervjuus, kummal on tegelikult ühiskonnale kahjumlikum mõju – kas Facebookil või Exxon Mobile'il, kes nafta toodab. Töö autorid teevad järelduse, et tegemist on siiski subjektiivsete aspektidega ning ESG kasulikkust võib vaadata mitmeti.

Analüüsi põhjal võib öelda, et turuosaliste arvamused on suures osas kattuvad ning peamised erinevused nende vahel tulenevad investeerimisstrateegiast, näiteks jälgivad finantsasutused rohkem juhtimise aspekte ning era- ja riskikapitali jaoks on keskkond olulisem, kuna see läheb kokku nende väärtustega. Erinevusena tuli välja ka ESG reitinguagentuuride raport, millega era- ja riskikapitalil puudub tööalane kokkupuude, kuid mis on oluline tööriist finantsasutustele, kuna tehinguid tehakse rahvusvaheliste börsiettevõtetega, kelle kohta on võimalik raportitest asjakohast informatsiooni leida. Lisaks oli üheks oluliseks erinevuseks ESG investeringute motivatsioon, mis finantsasutustes tuleneb regulatiivsest survest, kuid era- ja riskikapitalis fondijuhtide enda tahtest. Mõlemas

segmendis oli jätkusuutlike investeeringute tegemisel ühisosaks klientide nõudlus.

Teoreetiliste näitajatega võrreldes olid tulemused töö autoritele üldiselt ootuspärased. Töö autoritele oli suurim üllatuslik aspekt, et Eesti varahaldusettevõtetele ei ole jätkusuutlikkuses investeeringu pikkus oluline ning mõlemal juhul vaadeldakse ESGga seotud riske võrdväärselt. Samuti eeldasid töö autorid, et investorid on valmis pakkuma soodsamaid tingimusi investeeringute tegemisel, kui investeering on suure jätkusuutlikkuse seosega.

Vastuolu seisnes ennekõike jätkusuutlike investeeringute vähesuses ning investoritepoolses ülepakkumises. Mõni erandlik näide ilmnes nimetatud küsimuses, kuid investorid siiski suuri erisusi ei tee.

Kokkuvõte

Kõnealune magistritöö andis ülevaate jätkusuutlikkuse seosest Eesti varahaldusettevõtete investeerimisstrateegiates. Magistritöö käigus tehti empiiriline uurimus Eesti pensionfondide haldajate ja suuremate era- ja riskikapitaliettevõtete seas, et kõrvutada seda analüüsitud teooriaga ning mõista, kuidas Eesti varahaldusettevõtted kasutavad jätkusuutlikkuse kontseptsiooni investeerimisstrateegiates.

Magistritöö teoreetilises osas analüüsisid töö autorid teaduskirjandust ja juriidilisi alusdokumente, mis käsitlesid jätkusuutlikkuse ja investeerimisstrateegiate alustalasid. Jätkusuutlikkuse kontseptsioon kerkis esile aastatel 1970–1980, kuid peamised kasvu soodustavad tegurid pärinevad Euroopas regulatiivsest keskkonnast, mis on tekkinud viimase kümnendi jooksul. Jätkusuutlikke investeeringuid on varem teaduskirjanduses käsitletud palju, kuid selle määratlus on varaklasside varieeruvuse ning kriteeriumite arvestuse tõttu erinevates allikates erinev. Lisaks käsitlesid autorid teoreetilises osas ka ESG agentuure, kes on turule tulnud tänu jätkusuutlike andmete tekkele ning tegelevad andmete analüüsi ja nende edasimüümisega investoritele. Enamasti on sellisteks teenusepakkujateks krediidiireitinguid pakuvad ettevõtted, kes on kõrvalharuna hakanud pakkuma ESG reitinguid ning sellega seonduvaid andmeid. Põhjus, miks jätkusuutlikke investeeringuid tehakse, on ennekõike riskide maandamiseks ning olulise aspektina leidsid töö autorid, et seda kasutatakse ennekõike pikaajaliste investeeringute puhul.

Varasemate empiiriliste uuringute seast leiti, et jätkusuutlike investeeringute puhul soovivad analüütikud kasutada ennekõike ESG reitinguagentuuride kogutud toorandmeid ning mitte reitingut ennast, kuna igal agentuuril on kallutatud metoodika, mis muudab need subjektiivseks. Samuti toodi välja, et peamiselt eelistavad investorid kasutada Sustainalyticsi ja MSCI lahendusi ning peamiste põhjustena toodi välja lai analüüsitava ettevõtete hulk ning pikaajaline kogemus sektoris.

ESG reitinguagentuuride raporteid ning andmeid kasutatakse enamasti kord nädalas või kord kvartalis, kui ilmuvad ettevõtte kohta tulemused. ESG reitingu muutudes reageerivad investorid negatiivsetele uudistele kiiremini kui positiivsetele. Nimetatud tulemus joonistus välja mitme varasema uuringu pealt ning MSCI ja Sustainalyticsi on viimaste aastate jooksul olnud reitinguagentuuride seas esirinnas. Eelistatuim instrument jätkusuutlike investeeringute tegemiseks on jätkusuutlikkuse seosega võlakirjad.

Magistritöö empiirilises osas korraldasid autorid kvalitatiivse uuringu, et välja selgitada jätkusuutlikkuse seos Eesti varahaldusettevõtete investeerimisstrateegiates. Uuring

tehti poolstruktureeritud intervjuudena Eesti varahaldusettevõtete fondijuhtide, portfellihaldurite ja analüütikutega. Intervjuu küsimustiku koostamisel lähtuti varasematest rahvusvahelistest uuringutest ning teoreetilises osas välja tulnud teemaplokkidest. Kokku saadi tulemused 19 turuosalise käest, kes esindasid 15 varahaldusettevõtet. Esindatud ettevõtted jaotusid kaheks segmendiks: pensionifondid ja portfellihaldusega seotud ettevõtted ning era- ja riskikapitaliinvesteeringutega seotud ettevõtted. Intervjuude analüüsi tulemusel toodi välja, kuidas ja kui palju kasutavad varahaldurid oma fondides investeeringute tegemisel jätkusuutlikkuse kontseptsiooni ning milliseid meetodeid ja vahendeid nad selleks kasutavad. Peamiselt hinnatakse jätkusuutlikes investeeringutes ennekõike keskkonna- ja juhtimisalaseid kriteeriume ning sotsiaalsetele aspektidele niivõrd olulist rõhku ei pöörata. Uuringu tulemusena selgus, et jätkusuutlikke investeeringuid tehakse peamiselt klientide nõudluse tõttu. Teine peamine põhjus on regulatiivne surve, mis on tugevalt esile kerkinud viimase kümnendi jooksul. Erinevusena joonistus välja, et era- ja riskikapitaliettevõtted teevad jätkusuutlikke investeeringuid isiklikust huvist, kuid pensionifondid ja portfellihaldusettevõtted pigem regulatiivse surve tõttu.

Uuringu olulise tulemusena selgus, et ESG reitinguagentuuride lahendusi kasutavad pigem pensioni- ja portfellihaldusega seotud varahaldusettevõtted. Põhjus tuleneb peamiselt sellest, et ESG reitinguagentuurid analüüsivad küpsemaid ettevõtteid ning varajases faasis ettevõtete puhul lähtutakse ennekõike analüüsitava ettevõtte käest saadud infost. Reitinguagentuurides eelistatakse kasutada Sustainalyticsi ja MSCI lahendusi ennekõike sellepärast, et nimetatud agentuurid pakuvad laia spektriga analüüsitud ettevõtete hulka siin regioonis. Eesti varahaldusettevõtete esindajad näevad 5–10 aasta jooksul jätkusuutlike investeeringute kasvu tulenevalt kliimakriisi süvenemisest ja klientide nõudlusest.

Töö on suunatud Eesti varahaldusettevõtetele, kelle töö hõlmab jätkusuutlikkuse integreerimist investeerimisstrateegiasse. Magistritöö pakub võimalust tutvuda jätkusuutlikkuse integratsiooniga investeerimisstrateegiates ning selle rakendusvõimalustest nii üksikettevõtete kui ka fondi tasandil, seal hulgas ka erinevate varaklasside vahel. Oluline aspekt käsitletavast tööst on, et Eestis kasutavad institutsionaalsed investorid investeeringute tegemisel jätkusuutlikkuse aspekte ning nende jaoks koondub põhirõhk ennekõike keskkonna- ja juhtimisalastele aspektidele. Peale eelneva on töö suunatud ka jätkusuutlikke investeeringuid kaasavatele ettevõtetele, kes soovivad teada saada, milliseid kriteeriume jälgitakse ettevõtete puhul jätkusuutlikkuse aspektist. Oluline aspekt nimetatud juhul on, et ettevõtte avaldaks enda poolt jätkusuutlikkuse aruandeid ning oleks võimalikult läbipaistev

investoritele. Samuti on oluline täheldada, et ESG reitingu ostmine ei ole ettevõttele niivõrd oluline kui kvaliteetsete andmete pakkumine omalt poolt erinevatele osapooltele.

Magistritöö raames teostatud empiiriline uuring annab ülevaate jätkusuutlikkuse seosest investeerimisstrateegias Eesti varahaldusettevõtetes, kuid ei ole kõikehõlmav. Töö koostamisel on autorid lähtunud Eesti varahaldusettevõtetest ning ei pruugi olla kohandatav teistele Euroopa riikidele. Samuti on empiiriline analüüs tehtud perioodil, kus regulatsioonide tõttu peavad varahaldusettevõtted koguma andmeid ettevõtete käest, kuhu nad on investeerinud, kuid raporteerimiskohustus finantsjärelevalveasutustele ei ole veel alanud. Autorid annavad soovitusel käesoleva teema uurimist jätkata tulevasel perioodil, kui varahaldusettevõtted on rohkem kohaldanud jätkusuutlike investeeringute regulatsioonidega ning praktikas on peale keerukate definitsioonide ilmnunud järgmised puudujäägid.

Viidatud allikad

1. AS Pensionikeskus. (30. Märts 2023. a.). *Kogumispensioni päevastatistika*. Allikas: Pensionikeskus: <https://www.pensionikeskus.ee/statistika/ii-sammas/kogumispensioni-paevastatistika/>
2. AS Pensionikeskus. (30. Märts 2023. a.). *Täiendava kogumispensioni statistika*. Allikas: Pensionikeskus: <https://www.pensionikeskus.ee/statistika/iii-sammas/taiendava-kogumispensioni-statistika/>
3. Azmat, F., Jain, A., & Michaux, F. (2022). Strengthening impact integrity in investment decision-making for sustainable development. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 18(1), 55-87.
doi:<https://doi.org/10.1108/SAMPJ-10-2020-0368>
4. Batae, O. M., Dragomir, V. D., & Feleaga, L. (2021). The relationship between environmental, social, and financial performance in the banking sector: A European study. *Journal of Cleaner Production*, 290.
doi:<https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.125791>
5. Bender, J., Bridges, T. A., He, C., Lester, A., & Sun, X. (2018). A Blueprint for Integrating ESG into Equity Portfolios. *The Journal of Investment Management*, 16(1).
6. Berg, F., Heeb, F., & Kölbel, J. F. (2022). *The Economic Impact of ESG Ratings*. Social Science Research Network.
7. Berg, F., Kölbel, J. F., & Rigobon, R. (2022). *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*. doi:<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3438533>
8. Boffo, R., & Patalano, R. (2020). *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*. Paris: OECD.
9. Brock, E. K., Nelson, J., & Brackley, A. (2023). *Rate the Raters 2023: ESG Ratings at a Crossroads*. SustainAbility. Kasutamise kuupäev: 12. Aprill 2023. a., allikas <https://www.sustainability.com/globalassets/sustainability.com/thinking/pdfs/2023/rate-the-raters-report-april-2023.pdf>
10. Buallay, A., Fadel, S. M., Alajmi, J., & Saudagaran, S. (2021). Sustainability reporting and bank performance after financial crisis: Evidence from developed and developing countries. *Competitiveness Review*, 31(4), 747-770.
doi:<https://doi.org/10.1108/CR-04-2019-0040>

11. CFA Institute. (2017). *Environmental, Social and Governance (ESG) Survey*. CFA Institute. Allikas: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/esg-survey-report-2017.pdf>
12. CFA Institute. (2021). *Survey of CFA Institute Members on Latest ESG Matters*. CFA Institute.
13. Cunha, F. A., Meira, E., & Orsato, R. J. (2021). Sustainable finance and investment: Review and research agenda. *Business Strategy and the Environment*, 30, 3821-3838. doi:<https://doi.org/10.1002/bse.2842>
14. Efimova, O. V. (2018). Integrating Sustainability Issues into Investment Decision Evaluation. *Journal of Reviews on Global Economics*, 668-681. doi:<https://doi.org/10.6000/1929-7092.2018.07.61>
15. Escrig-Olmedo, E., Fernández-Izquierdo, M. Á., Ferrero-Ferrero, I., Rivera-Lirio, J. M., & Muñoz-Torres, M. J. (2019). Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles. *Sustainability*, 11(915). doi:<https://doi.org/10.3390/su11030915>
16. Estonian Private Equity and Venture Capital Association. (2021). *2021 Report*. Tallinn: ESTVCA. Kasutamise kuupäev: 16. Aprill 2023. a., allikas <https://media.voog.com/0000/0035/9563/files/EstVCA%20member%20statistics%2021-1.pdf>
17. Euroopa Komisjon. (17. September 2020. a.). *Euroopa 2030. aasta kliimaeesmärgi suurendamine: investeerimine kliimanetraalsesse tulevikku meie inimeste hüvanguks*. Kasutamise kuupäev: 12. Aprill 2023. a., allikas <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020DC0562&from=EN>
18. Euroopa Komisjon. (25. Juuli 2022. a.). Komisjoni delegeeritud määrus (EL) 2022/1288. *Euroopa Liidu Teataja*, lk 52. Kasutamise kuupäev: 17. Mai 2023.a., allikas: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022R1288>
19. Euroopa Parlament, Euroopa Nõukogu. (9. Detsember 2019. a.). Määrus (EL) 2019/2088, Artikkel 11. *Euroopa Liidu Teataja*, lk 13. Kasutamise kuupäev: 17. Mai 2023. a., allikas <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088>

20. Euroopa Parlament, Euroopa Nõukogu. (14. Detsember 2022. a.). Direktiiv (EL) 2022/2464. *Euroopa Liidu Teataja*. Kasutamise kuupäev: 17. Mai 2023. a., allikas <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/HTML/?uri=CELEX:32022L2464>
21. Gangi, F., Meles, A., D'Angelo, E., & Daniele, L. M. (2018). Sustainable development and corporate governance in the financial system: Are environmentally friendly banks less risky? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(3), 529-547. doi:<https://doi.org/10.1002/csr.1699>
22. Goodsell, D. (2021). *The ESG Investor Insight Report. ESG Investing: Everyone's on the bandwagon. But where's it actually going?* Natixis Investment Managers. Allikas: <https://www.im.natixis.com/intl/research/esg-investing-survey-insight-report>
23. Henisz, W., Koller, T., & Nuttall, R. (2019). *Five ways that ESG creates value*. McKinsey & Company.
24. In, S. Y., Rook, D., Monk, A. H., & Rajagopal, R. (2019). Alternative ESG Data for Investment Decision Making. *SSRN Electronic Journal*. doi:<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3380835>
25. Jacobs, B. W., Singhal, V. R., & Subramanian, R. (2010). An empirical investigation of environmental performance and the market value of the firm. *Journal of Operations Management*, 28(5), 430-441. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jom.2010.01.001>
26. Kald, A. M. (2. Juuni 2022. a.). LHV: jätkusuutlikud eesmärgid kajastuvad fondijuhtide palgas. *Äripäev*. Allikas: <https://www.aripaev.ee/uudised/2022/06/02/lhv-jatkusuutlikud-eesmargid-kajastuvad-fondijuhtide-palgas>
27. Korinith, F., & Lueg, R. (2022). Corporate Sustainability and Risk Management—The U-Shaped Relationships of Disaggregated ESG Rating Scores and Risk in the German Capital Market. *Sustainability*, 14. doi:<https://doi.org/10.3390/su14095735>
28. Lachance, S., & Stroehle, J. C. (2021). The Origins of ESG in Pensions: Strategies and Outcomes. *Social Science Research Network*. doi:<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3900120>
29. Laguir, I., Marais, M., Baz, J. E., & Stekelorum, R. (2018). Reversing the business rationale for environmental commitment in banking: Does financial performance lead to higher environmental performance? *Management Decision*, 56(2), 358-375. doi:<https://doi.org/10.1108/MD-12-2016-0890>

30. Lee, C. W., & Zhong, J. (2014). Top down strategy for renewable energy investment: Conceptual framework and implementation. *Renewable Energy*, 68, 761-773.
doi:<http://dx.doi.org/10.1016/j.renene.2014.03.015>
31. Lee, D. D., Faff, R. W., & Rekker, S. A. (2013). Do high and low-ranked sustainability stocks perform differently? *International Journal of Accounting & Information Management*, 21(2), 116-132.
doi:<https://doi.org/10.1108/18347641311312267>
32. Li, F., & Polychronopoulos, A. (2020). *What a Difference an ESG Ratings Provider Makes!* Research Affiliates.
33. Lokuwaduge, C. S., & De Silva, K. M. (2022). ESG Risk Disclosure and the Risk of Green Washing. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 16(1), 146-159. doi:<http://dx.doi.org/10.14453/aabfj.v16i1.10>
34. Lopez, C., Contreras, O., & Bendix, J. (2020). *Disagreement among ESG rating agencies: shall we be worried?* Munich Personal RePEc Archive.
35. MSCI. (2020). *MSCI ESG Ratings*. MSCI.
36. MSCI ESG Research LLC. (2022). *MSCI ESG Ratings Methodology*. MSCI.
37. Nagy, Z., Lee, L.-E., & Giese, G. (29. Juuni 2020. a.). *ESG Ratings: How the Weighting Scheme Affected Performance*. Kasutamise kuupäev: 19. Märts 2023. a., allikas MSCI: <https://www.msci.com/www/blog-posts/esg-ratings-how-the-weighting/01944696204>
38. Natixis Investment Managers. (2019). *Looking for the Best of Both Worlds*. Kasutamise kuupäev: 7. Aprill 2023. a., allikas <https://www.im.natixis.com/intl/research/esg-investing-report-2019>
39. Niemeyer, L. (15. August 2019. a.). *Making sense of ESG ratings and rankings*. Kasutamise kuupäev: 7. Aprill 2023. a., allikas FrameworkESG: <https://frameworkesg.com/making-sense-of-esg-ratings-and-rankings/>
40. Nizam, E., Ng, A., Dewandaru, G., Nagayev, R., & Nkoba, M. A. (2019). The impact of social and environmental sustainability on financial performance: A global analysis of the banking sector. *Journal of Multinational Financial Management*, 49, 35-53.
doi:<https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2019.01.002>
41. O'Connor, P., Harris, L., & Gosling, T. (2021). *Linking executive pay*. PwC.
42. Park, S. R., & Jang, J. Y. (2021). The Impact of ESG Management on Investment Decision: Institutional Investors' Perceptions of Country-Specific ESG Criteria.

International Journal of Financial Studies, 9(48).

doi:<https://doi.org/10.3390/ijfs9030048>

43. Pensionikeskus. (2023). *Kogumispensioni päevastatistika*. Kasutamise kuupäev: 20. Märts 2023. a., allikas Pensionikeskus: <https://www.pensionikeskus.ee/statistika/iisammas/kogumispensioni-paevastatistika/>
44. PwC. (2022). *Asset and wealth management revolution 2022*. PriceWaterhouseCoopers. Allikas: <https://www.pwc.com/gx/en/financial-services/assets/pdf/pwc-awm-revolution-2022.pdf>
45. PwC. (10. Oktoober 2022. a.). *ESG-focused institutional investment seen soaring 84% to US\$33.9 trillion in 2026, making up 21.5% of assets under management*. Allikas: PwC report: <https://www.pwc.com/gx/en/news-room/press-releases/2022/awm-revolution-2022-report.html>
46. Redding, R. (7. September 2022. a.). *ESG Criteria: Global Asset Managers Expand Their Embrace*. Kasutamise kuupäev: 18. Märts 2023. a., allikas CFA Institute: <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2022/09/07/esg-criteria-global-asset-managers-expand-their-embrace/>
47. Reid, J., Cotaga, O., & Templeman, L. (2021). *ESG Survey –What corporates and investors think*. Deutsche Bank Research. Kasutamise kuupäev: 15. Aprill 2023. a., allikas https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD0000000000520951/ESG_Survey_%E2%80%93What_corporates_and_investors_think.PDF?undefined&reaload=KRhJ3IfB~zRFSbIsubkrrZG~gq1PB4nb1EGAqaq0uFCNJ8lLS6wxMejPsrePC7T5
48. S&P Global Ratings. (2023). *ESG Evaluation*. Kasutamise kuupäev: 20. Märts 2023. a., allikas S&P Global Ratings: <https://www.spglobal.com/ratings/en/products-benefits/products/esg-evaluation>
49. Scott, M., & Watson, L. (2020). *European Asset Allocation Insights 2020*. Mercer LLC. Kasutamise kuupäev: 8. Aprill 2023. a., allikas https://www.uk.mercer.com/content/dam/mercer/attachments/private/6010897a-WE%20EAAS%202020_FIN_KR.pdf
50. Sundaram, A. K. (2022). *ESG Investing*. Tuck School of Business at Dartmouth.
51. Sustainalytics. (2023). *ESG Risk Ratings. A consistent approach to assess material ESG risk*. Kasutamise kuupäev: 20. Märts 2023. a., allikas Sustainalytics: <https://www.sustainalytics.com/esg-data>

52. Ühinenud Rahvaste Organisatsioon. (2015). *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*. Kasutamise kuupäev: 12. Aprill 2023. a., allikas United Nations, Department of Economic and Social Affairs; Sustainable Development: <https://sdgs.un.org/2030agenda>
53. van Duuren, E., Plantinga, A., & Scholtens, B. (2016). ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented. *Journal of Business Ethics*, 138, 525-533. doi:<https://doi.org/10.1007/s10551-015-2610-8>
54. Wong, C., & Petroy, E. (2020). *Rate the Raters 2020: Investor Survey and Interview Results*. The SustainAbility Institute by ERM Group.
55. Wong, C., Brackley, A., & Petroy, E. (2019). *Rate the Raters 2019: Expert Views on ESG Ratings*. The SustainAbility Institute by ERM Group.
56. Young, J. (2. Veebruar 2018. a.). *S&P 500 10-Year Forecast: 4.5% CAGR*. Kasutamise kuupäev: 18. Märts 2023. a., allikas Nasdaq: <https://www.nasdaq.com/articles/sp-500-10-year-forecast-45-cagr-2018-02-02>

LISA A

Vastutuslike investeeringute mõistete muutus perioodil 1970–2010

Periood	Termin	Sisu	Seotud kirjandus
Enne 1970	Spetsiifiline termin puudus	Investorid lähtusid enda eetikast ning enamasti olid välistatud investeeringud tubaka, alkoholi ning hasartmängudega seotud ettevõtetesse.	Sparkes (2001), Schueth (2003) ja Renneboog et al. (2008)
1970–1980	Sotsiaalselt vastutustundlik investeerimine	Välistatud investeeringud olid ennekõike militaarteemalised investeeringud. Keskenduti ettevõtetele, kes olid seotud CSRiga ning ettevõtetesse, kes ei saanud kasu Vietnami sõjast.	Moskowitz (1972), Sparkes (2001) ja Renneboog et al. (2008)
1980–1990	Eetiline investeerimine	Peamiselt seostatud ärietika kasvuga ning investeeringute otsimisel lähtuti negatiivse mõjuga ettevõtete elimineerimisest.	Irvine (1987), Cowton (1999), Schwartz (2003)
1990–2000	Roheline investeerimine	Keskendub peamiselt keskkonnaaspektidele investeeringu tegemisel.	Sparkes (2001), Falcone ja Sica (2019)
2000–2010	Vastutustundlik investeerimine	Keskendub sotsiaalsete ja keskkonnaaspektide olulisusele ning nende lõimumisele finantseesmärkidega investeeringu tegemisel.	Sandberg et al. (2009), Viviers ja Eccles (2012)
	Mõju (impact) investeerimine	Keskendub sotsiaalsetele ja keskkonnaga seotud eesmärkidele. Antud investeeringute raames tekkis küsimus mõõdetavate tulemuste pärast.	Höchstädter ja Scheck (2015), Agrawal ja Hockerts (2019)
2010+	Kliimainvesteerimine	Eesmärk aidata kaasa kliimamuutuste leevendamisele ja nendega kohanemisele investeeringute kaudu.	Diaz-Rainey et al. (2017), Zhang et al. (2019)
	ESG investeerimine	Arvestab investeerimises keskkonna-, sotsiaal- ja juhtimisalaseid aspekte.	Busch et al. (2016), Dugaard (2020)
	Jätkusuutlik investeerimine	Orienteeritud pikaajalistele probleemidele, mis on seotud jätkusuutlikkuse arenguga, mis sisaldab keskkonna-, sotsiaal- ja majanduslike aspekte.	Busch et al. (2016), Urban ja Wojcik (2019)

Allikas: (Cunha, Meira, & Orsato, 2021)

LISA B

Peamised jätkusuutlikud investeerimisstrateegiad ja nende kirjeldused

Investeerimis-strateegia	Kirjeldus	Puudused	Kui tõhusa strateegiaga on tegemist
ESG integratsioon	Süstemaatiline ja selgesõnaline ESG tegurite kaasamine investeerimisprotsessi, et paremini juhtida riske.	Kasutatakse pigem riskide maandamisel ja kasumi maksimeerimise strateegiana kui mõju/jätkusuutlikkuse strateegiana. Keskendub rohkem riskide minimaliseerimisele kui võimalustele.	1/5. Põhjus seisneb rahalise tulu saavutamisel ning ei mõjuta jätkusuutliku arengu tulemusi piisavalt.
„Parim omas klassis“ taustauuring	Investeeringud sektori ettevõtetesse, mis võiksid saavutada paremaid tulemusi konkureerivate ettevõtete seas – nii rahalises kui ka jätkusuutlikkuse mõttes.	Investeeringud kahju tekitavatesse sektoritesse on lubatud (tubakatööstus, alkohol, hasartmängud). Tavaliselt kasutatakse koos ESG integratsiooniga.	1/5. Keskendub rahalise tulu saamisele ning jätab välja jätkusuutlikkuse olulisuse. Investeeringud põhineb kõrgema ESG reitinguga ettevõtetesse.
Jätkusuutliku temaatikaga investeeringud	Investeeringud varadesse, mis on konkreetselt seotud sotsiaalse ja keskkonnavalase jätkusuutlikkuse parandamisega või mis on üles ehitatud säästva arengu eesmärkidele.	Ei pruugi võtta arvesse negatiivseid mõjusid, mis tekivad muude positiivsete tulemuste saavutamiseks. Süsteemaatiliselt ei võta arvesse säästva arengu konteksti, et suunata investeeringuid sinna, kus neid kõige rohkem vajatakse.	3/5. Teadlik keskendumine teatud positiivsetesse, sotsiaalsetesse ja/või keskkonnavalastesse tulemustesse investeerimisel.

Jätkusuutliku arengu eesmäärke kasutatavad investeeringud	Välja töötatud ÜRO Säästva Arengu Globaalsete Investorite liit. Kapitali kasutamine viisi, mis annab positiivse panuse säästvasse arengusse, mis kasutab mõõtmisel säästva arengu eesmäärke. Investeeringu positiivne panus ei tohiks kaaluda üles sama investeeringu negatiivsed mõjud investeeringu eluea jooksul.	Ei pruugi tegutseda negatiivsete tulemuste vältimiseks või minimeerimiseks. Määrab SDI madala läve, mis tähendab netoneutraalset või paremat tulemust.	3/5. Teadlik keskendumine investeeringute tegemisel, mis annavad säästva arengu eesmärkide saavutamisel positiivse netopanuse, kuid see jätab suure ruumi ka negatiivsetele tulemustele (kuni 50% kogu panusest).
Riski- ja erakapitali mõjuinvesteeringud	Investeeringud varajases faasis ettevõtetesse, millel on potentsiaal avaldada positiivset mõju planeedile/inimestele.	Finantstavad ja fondihalduri stiimulid võivad kahjustada investeeritava ettevõtte kavatsusi. Investori panus ettevõtte arengusse võib olla negatiivne.	3/5. Problemaatiliseks võivad saada eesmärgipärased väljumised ettevõttest. Teadlik keskendumine positiivsete sotsiaalsetesse ja/või keskkonnaalastesse tulemustesse investeerimisel.
Roheliste/sotsiaalsete eesmärkidega võlakirjad	Võlakirjad, millel on konkreetsed suunised raha kasutamise osas ning mida kasutatakse roheliste, sotsiaalsete ja/või säästva arengu projektidele.	Kasutatakse sageli refinantseerimiseks, mitte uue tegevuse rahastamiseks. Keskendutakse konkreetsele projektile, mitte ettevõtte laiemale vastutustundlikule äritegevusele.	2/5. Ei pruugi kaasa tuua muutusi ega positiivset panust säästvasse arengusse, kuna suur osa tegevusest on olemasolevate tegevuste refinantseerimine, mitte investeerimine uutesse tegevustesse.
Jätkusuutlikkuse seosega võlakirjad	Võlakirjad, mille tootlus on seotud teatud jätkusuutlike tulemuste või eesmärkide saavutamise ja/või saavutamise. Juhul kui tingimusi ei täideta, siis tuleb ettevõttel maksta suuremat intressi antud võlakirja pealt.	Valitud mõõdikud ei pruugi olla sobilikud tulemuspõhisuse mõõtmiseks. Valitud eesmärgid ja tulemused peavad olema seotud mõjudega, mis on ettevõtte äritegevuse ja säästva arengu konteksti jaoks kõige asjakohasemad.	3/5. Teadlik keskendumine positiivsete tulemuste saavutamiseks, mis on seotud võlakirja raames seotud eesmärkidega. Seejuures ei pruugi keskenduda muudele olulistele tulemustele.

Kinnisvara	Materiaalsed investeeringud, millel on olemuslik väärtus nende sisu ja füüsiliste omaduste tõttu (kinnisvara, infrastruktuur, jätkusuutlikud ärihooned jne).	Ei pruugi positiivsete kavandatud tulemuste poole püüdlisel aktiivselt vältida või leevendada juhuslikke negatiivseid ja soovimatuid tagajärgi (kinnisvaraga seotud hävinemiskid jms).	3/5. Keskendutakse pigem hoone füüsilistele omadustele kui investeeringuga kaasnevatele sotsiaalsetele elementidele.
Avalikud mõjuinvesteeringute fondid	Investeeringud börsil noteeritud ettevõtete aktsiatesse.	Keskendutakse lühiajaliste finantstulemuste saavutamisele. Ettevõtte osa tuludest suunatakse jätkusuutlikesse investeeringutesse, kuid antud osakaal võib olla väga madal.	1/5. Loodava positiivse mõju asjakohasus ja olulisus võrreldes panustatud tulemusega võib olla madal. Juurdepääsetavus usaldusväärsetele andmetele, millele investeerimisotsuse tegemisel tugineda (avaliku ettevõtte jätkusuutlikkuse aruandlus ei ole järjepidev ning kõikehõlmav).

Allikas: Autorite kohandatud (Azmat, Jain, & Michaux, 2022)

LISA C

ESG tegurite olulisus erinevates sektorites

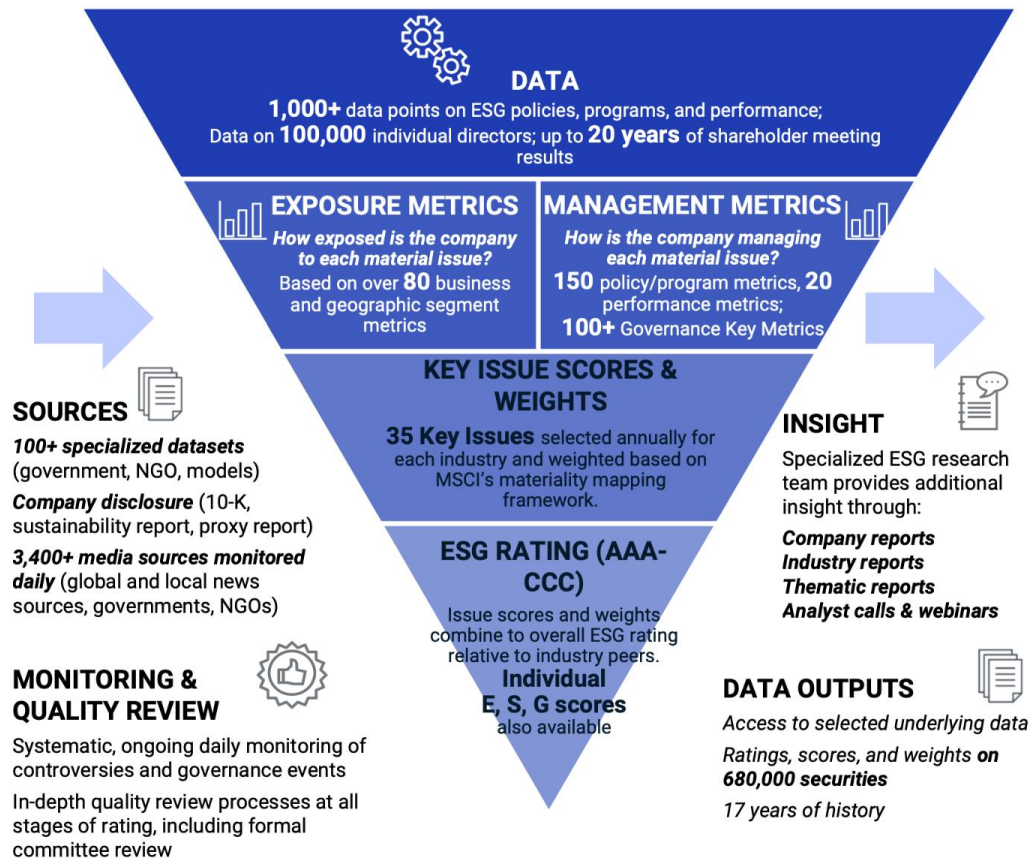
Sektor	Keskkond	Sotsiaalne	Juhtimine
Energia			
Toormed			
Tööstus			
Tarbekaubad			
Tervishoid			
Finants			
IT			
Telekommunikatsioon			
Kommunaalteenused			
Kinnisvara			

Kõrge				Madal
-------	--	--	--	-------

Allikas: (Bender, Bridges, He, Lester, & Sun, 2018)

MSCI reitinguagentuuri ESG reitingu raamistiku ja protsessi ülevaade

Exhibit 1: ESG Rating Framework and Process Overview

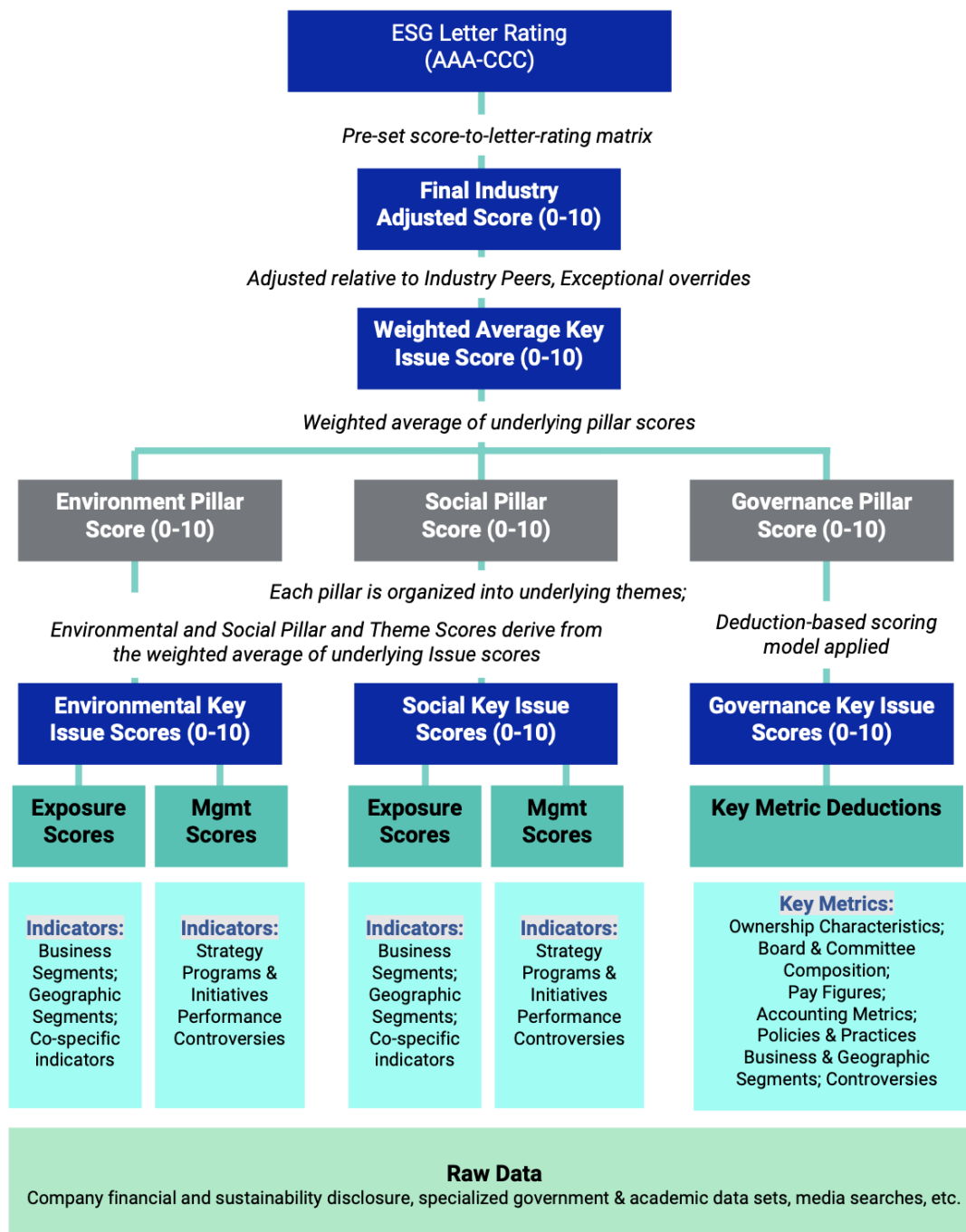


Allikas: (MSCI ESG Research LLC, 2022)

LISA E

MSCI ESG skooride hierarhia

Exhibit 9: Hierarchy of ESG Scores



Allikas: (MSCI ESG Research LLC, 2022)

LISA F

Ülevaade autorite järeldustest peamistest töös kasutatud empiirilistest uuringutest

Uuringu koostaja ja aasta	Oluline tähelepanek
Deutsche Bank Research, 2021	Keskkonna- ja juhtimiselased aspektid on investorite jaoks olulisemad kui sotsiaalsed aspektid.
	74% Euroopa investoritest on sidunud või kaalub siduda ESG kriteeriumid investeerimisprotsessi.
	43% investoritest on tundnud 2020. ja 2019. a ESG investeeringutelt paremaid tulemusi kui mitte ESG investeeringutelt.
	Peamised allikad ESG andmeteks on ettevõtte raportid (19%), ettevõttega otsesuhtlus (20%), ESG reitingud (27%) ning andmepakkujate andmed (25%).
	Peamine nõudlus ESG investeeringuteks tuleneb klientide nõudlusest.
	Populaarseim instrument ESG investeeringuteks on jätkusuutlikkuse seosega võlakirjad.
Uuringu koostaja ja aasta	Oluline tähelepanek
Natixis, 2021	Peamised põhjused ESG investeeringuteks tulenevad organisatsiooni väärtustest ning soovist riske maandada.
	Aastate 2019–2021 jooksul on ESG mitte integreerimine investeerimisotsustes vähenenud 35%lt 23%ni.
	Peamised allikad ESG andmeteks on ESG reitingud (63%), ettevõtete raportid (38%), avalikud andmebaasid 23%.
Uuringu koostaja ja aasta	Oluline tähelepanek
ERM Group, 2023	47% vastanutest kasutab mitu korda nädalas ESG reitinguid (2018/2019 perioodil oli 35%).
	Ennekõike kasutatakse reitinguagentuuride koostatud andmeid, mitte reitingut ennast.
	Peamised allikad ESG andmeteks on majasisene analüüs (53%), ESG reiting (53%), ettevõtetega suhtlus (50%), ettevõtete raportid (47%).
	Populaarseimad reitinguagentuurid investorite jaoks on Sustainalytics ja MSCI.

Uuringu koostaja ja aasta	Oluline tähelepanek
ERM Group, 2020	Investorid ja varahaldurid kasutavad ESGd erinevalt. Osad on oma protsessides jõudnud piisavalt kaugele, et ESG on täielikult integreeritud investeerimisstrateegiasse, kuid teised jällegi kasutavad puhtalt <i>ad hocina</i> .
	Investorid eelistavad MSCId ja Sustainalyticut nende laiaulatusliku ettevõtete arvu pärast.
	Uuringus osalenud investorid väljendasid pahameelt, et reitinguagentuurid kasutavad vanu andmeid ja analüüse on liiga pikalt tagasiulatuvad.
	Pigem usaldatakse oma organisatsiooni analüütikuid kui väliseid hindajaid.
	Reitingu kasutamine analüüsimisel muudab analüüsi „kastikeste täitmiseks” ning tegelikkuses kaugenetakse ettevõtte analüüsimisest.
Uuringu koostaja ja aasta	Oluline tähelepanek
ERM Group, 2019	Andmete usaldusväärsus ja metodoloogia läbipaistvus on investorite jaoks olulised ESG reitingute kasutamisel.
Uuringu koostaja ja aasta	Oluline tähelepanek
CFA, 2021	20% vastanutest on veendunud, et investeerimisstrateegiasse ei peaks integreerima ESG indikaatoreid ning pooled vastanutest (50%) on veendunud, et integreerima peab siis, kui on otsustatud investeerida analüüsitavasse ettevõttesse.
	Ligi pooled vastanutest olid veendunud, et regulaator ei peaks tegema ESG investeeringuid kohustuslikuks, vaid pigem peaks olema see vabatahtlik ning lähtuda tuleks ennekõike klientide huvist.

Allikas: Autorite kohandatud (Wong, Brackley, & Petroy, Rate the Raters 2019: Expert Views on ESG Ratings, 2019) (Wong & Petroy, Rate the Raters 2020: Investor Survey and Interview Results, 2020) (Goodsell, 2021) (CFA Institute, 2021) (Reid, Cotaga, & Templeman, 2021) (Brock, Nelson, & Brackley, 2023)

LISA G

Ekspertintervjuude kava

Teemaplokid	Intervjuu küsimused
Sissejuhatavad küsimused ESG teemal	1. Kas te teete jätkusuutlikke investeeringuid, kui jah, miks? Mis on põhiline motivaator? 2. Milline ESG tegur on teie jaoks kõige olulisem? (E, S või G) 3. Milliseid tegureid te hindate ESG puhul enim, kui kaalute investeeringu tegemist? (Kui üldse.) Näiteks: ressursikasutus, jäätmed, kasvuhoonegaaside emissioonid ja teised keskkonnamõjud, vastavus keskkonnaregulatsioonidele, töötajate tingimused, suhted tarnijatega ning koostöö partneritega, annetused ning sponsorlus, osanikuõigused, sooline võrdsus juhtide tasemel, huvide konfliktide vältimine, eetiline käitumine 4. Kas teil on majas eraldi ESG kompetents või ostate antud teenust sisse majast väljast. Kui jah, siis kelle käest?
ESG andmed ja -agentuurid	5. Mis allikaid kasutate ESG andmete saamiseks? 6. Kas ja kui tihti kontrollite neid enne ja peale investeeringu tegemist? 7. Kas ja mis määral on teil kokkupuude ESG reitinguagentuuridega ja/või nende raportitega?
Investeerimisstrateegia ja ESG sidumine	8. Millisel tasandil kasutate ESG näitajaid investeerimisotsuse tegemisel – kas sektori, ettevõtte või tegutsevate riikide tasandil? Kas on mingeid välistavaid tegureid? 9. Kas ESG olulisus on seotud investeeringu pikkusega? 10. Kas ja kuidas tasutatakse töötajaid ESG investeeringute tegemisel? 11. Kas pakute jätkusuutlikele investeeringutele soodsamaid tingimusi investeeringu tegemisel? Milliseid instrumente selleks eelistate?
Lõpetavad küsimused	12. Millised ESG tegurid aitaksid teil teha paremaid investeerimisotsuseid? Mis on praegu puudu? 13. Kuidas tunnete, kas 5–10 aasta jooksul ESG investeeringute olulisus väheneb või pigem kasvab?

Allikas: Autorite poolt koostatud

LISA H

Intervjueeritute nimekiri toimumise järjekorras

Nimi	Esindatav varahaldusettevõte	Intervjueeritava positsioon	Intervjuu toimumiskoht	Intervjuu pikkus
Mikk Taras	AS LHV Pank	Fondijuht	Füüsiliselt	35 min
Siim Teller	Lemonade Stand OÜ	Juhtiv partner	Virtuaalselt	45 min
Jani Mäenpää	AS LHV Varahaldus	Portfelli haldur	Füüsiliselt	45 min
Ene Õunmaa	Swedbank Investeeringufondid AS	Portfelli haldur	Virtuaalselt	35 min
Romet Enok	AS LHV Varahaldus	Fondijuht	Füüsiliselt	50 min
Andrus Oks	Tera Ventures OÜ	Asutajapartner	Virtuaalselt	40 min
Yrjö Ojasaar	Change Ventures OÜ	Investeeringupartner	Füüsiliselt	60 min
Rainer Sternfeld	NordicNinja VC	Juhtiv partner	Virtuaalselt	55 min
Joel Kukemelk	AS LHV Varahaldus	Fondijuht, juhatuse liige	Füüsiliselt	60 min
Erko Rebane	AS LHV Varahaldus	Analüütik	Füüsiliselt	30 min
Pertti Rahnel	Swedbank Robur Fonder AB	Portfelli haldur	Virtuaalselt	60 min
Sille Pettai	AS SmartCap	Fondijuht	Virtuaalselt	30 min
Martin Kõdar	AS BaltCap	Juhtiv partner	Virtuaalselt	50 min
Peeter Kompus	OÜ Trind Ventures	Investeeringute juht	Virtuaalselt	50 min
Samela Kivilo	Specialist Fund Management OÜ	Juhtivspetsialist	Virtuaalselt	45 min
Evelin Heinam	Swedbank Investeeringufondid AS	Portfelli haldur	Virtuaalselt	35 min
Kristjan-Mart Piirsalu	AS BaltCap	Analüütik	Virtuaalselt	55 min
Tõnu Pekk	Tuleva Fondid AS	Fondijuht, juhatuse liige	Virtuaalselt	30 min
Vahur Madisson	Luminor Pensions Estonia AS	Fondijuht	Kirjalikult	Ei kohaldu

Allikas: Autorite poolt koostatud valimi põhjal

LISA I
Valimi osakaal turuosast

II samm	Varad kokku	% kogu varadest
LHV	1 446	29,38%
Luminor	328	6,67%
SEB	790	16,05%
Swedbank	1 860	37,79%
Tuleva	498	10,12%
Kokku	4 921	100,00%
Käesolevas töös	4 131	83,95%

III samm	Investorite arv	% kogu investoritest
LHV	170 338	24,21%
Luminor	33 221	4,72%
SEB	126 485	17,98%
Swedbank	292 640	41,60%
Tuleva	80 778	11,48%
Kokku	703 462	100,00%
Käesolevas töös	576 977	82,02%

Allikas: (AS Pensionikeskus, 2023) 05.04.2023 seisuga

Riskikapitali fondid	
Tera VC	27 mln
Nordic Ninja	101 mln
Change Ventures	49 mln
Lemonade Stand	Puudub avalik informatsioon
SmartCap	100 mln
Trind VC	21 mln
Specialist VC	42 mln
Kokku	340 mln
2021. aasta seisuga riskikapitali maht Eestis	450 mln
Saavutatud turuosa	76%

Erakapitali fondid	
BaltCap	477 mln
2021. aasta seisuga erakapitali maht Eestis	650 mln
Saavutatud turuosa	73%

Allikas: (Estonian Private Equity and Venture Capital Association, 2021)

LISA J

Investorite peamised põhjused jätkusuutlike investeeringute tegemiseks

Institutsionaalsed investorid, n=8		
Põhjus	Mainimisi	Näiteid esindajate vastustest
Regulatsioon	4	Regulatiivne keskkond ja selle surve on suunanud tegema jätkusuutlikke investeeringuid.
Nõudlus	4	Eristumine oma klientide jaoks, et neil oleks võimalik kasu saada jätkusuutlikest investeeringutest.
Tootlus	3	Eesmärgiks on tootluse saavutamine koos kliimaneutraalsuse saavutamisega.
Emaettevõtte surve	3	Mitmeid aastaid on emaettevõtte regioonikultuuri tõttu tehtud jätkusuutlikke investeeringuid.
Riskide maandamiseks	2	Kui jälgida ettevõtte jätkusuutlikkust, on see kindlam investeering.

Era- ja riskikapitali investorid, n=8		
Põhjus	Mainimisi	Näiteid esindajate vastustest
Isiklik põhimõte	4	Üldine kompass on see, et ei investeeeri sinna, mis toodab maailma asju juurde.
Tootlus	3	Näevad, et andmepõhiselt on jätkusuutlikkus kasumlik.
Investorite surve	3	Pensionifondid ja EL investeeringud esitavad omapoolsed soovid ja nõudmised ESG kohta.
Nõudlus	3	Partnerite jaoks on energia oluline – tuulepargid, vesinik, uue energia tulevik.
Regulatsioon	2	Raporteerimiskohustust kohandavad koostöös fondiinvestoritega ja regulatsioon ka muutub aastatega nõudlikumaks.
Riskide maandamiseks	2	Peab olema läbipaistev ja toimetama selliselt, et poleks palju riske, muidu pole võimalik ettevõtet edasi müüa.
Maine	1	Kui teha ebaeetiliselt või vale lähenemisega, siis see jutt ka levib ja pole võimalik edaspidi tegutseda.

Allikas: Autorite koostatud intervjuude põhjal

Kokku	
Näitaja	Mainimisi
Nõudlus	7
Regulatsioon	6
Tootlus	6
Klientide soov	4
Isiklik põhimõte	4
Riskide maandamiseks	4
Klientide soov	4
Emaettevõtte surve	3
Investorite surve	3
Emaettevõtte surve	3
Maine	1

Allikas: Autorite koostatud intervjuude põhjal

Summary

THE CONNECTION OF SUSTAINABILITY TO INVESTMENT STRATEGIES IN ESTONIAN ASSET MANAGEMENT COMPANIES

Helina Meier

Martin Möllits

Current master's thesis gave an overview of the connection between sustainable investment strategies in Estonian asset management companies. An empirical study was conducted amongst analysts; fund; and portfolio managers, to understand the importance of ESG amongst Estonian institutional; venture capital; and private equity investors.

The first chapter of this thesis reviewed, and explained, the regulatory and historical aspects of ESG and sustainable investments, ESG agencies and their ratings and data. Finally, the authors gave an overview of various investment strategies.

In the second chapter, the authors conducted a qualitative empirical study. The study was carried out through semi-structured interviews with 18 asset managers from 15 companies to analyse the connection of sustainability to investment strategies in different asset management companies in Estonia. Interviews were conducted both virtually and in person and lasted for 45 minutes on average. In addition, one asset manager forwarded their answers in written form. The study covered a significant amount of the market size in terms of assets under management - 83% in pension funds, 76% in venture capital and 73% in private equity (private banking market share is unknown due to it not being public information).

As a result of the interviews' analysis, the authors concluded that contrary to the theoretical approach, Estonian asset managers do not differentiate ESG importance between short- and long-term investments. A positive discovery was that 68% of the sample make sustainable investments. While making these investment decisions, the most important factors in both segments were environmental and governance aspects.

Analysis of the empirical study showed that institutional investors are driven to do sustainable investments due to regulations, whilst venture capital and private equity representatives stated that they are motivated by their personal preferences and beliefs. Consensus by the representatives was that the importance of sustainable investments will increase greatly in the following 5-10 years.

Key finding in the research revealed that ESG rating agencies are mainly used by pension and portfolio management companies due to the mature nature of the companies they

invest in. In this case, the investors use ESG data rather than ESG ratings, due to the latter being subjective. Preferred ESG agencies in Estonian asset management companies were Sustainalytics and MSCI, primarily because of their wide coverage of companies in the region. In contrast, venture capital and private equity representatives said that they mostly rely on information provided by the company they want to invest in, mainly because this information is private.

The goal of this study was achieved. The paper is directed towards Estonian asset managers to get an overview of the sector's behaviour, and companies raising funding, who want to find out what criteria asset managers have for a sustainable investment. The paper also gives an overview for asset managers on how to integrate ESG into an investment strategy. The authors suggest continuing the study in the future amongst asset management firms to explore the changes of strategies and behaviours in the market related to ESG.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Meie, Helina Meier ja Martin Möllits, anname Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) meie loodud teose „Jätkusuutlikkuse seos investeerimisstrateegiates Eesti varahaldusettevõtetes“, mille juhendaja on dotsent Kertu Lääts, reprodutseerimiseks eesmärgiga seda säilitada, sealhulgas lisada digitaalarhiivi DSpace kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni.

Anname Tartu Ülikoolile loa teha punktis 1 nimetatud teos üldsusele kättesaadavaks Tartu Ülikooli veebikeskkonna, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace kaudu Creative Commons'i litsentsiga CC BY NC ND 3.0, mis lubab autoritele viidates teost reprodutseerida, levitada ja üldsusele suunata ning keelab luua tuletatud teost ja kasutada teost ärieesmärgil, kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni.

Oleme teadlikud, et punktides 1 ja 2 nimetatud õigused jäävad alles ka autoritele.

Kinnitame, et lihtlitsentsi andmisega ei riku me teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse õigusaktidest tulenevaid õigusi.

Helina Meier
18.05.2023

Martin Möllits
18.05.2023