

TARTU ÜLIKOOL

Sotsiaalteaduste valdkond

Johan Skytte poliitikauuringute instituut

Sander Kasela

EESTI RIIGI SISERIIKLIKE VÕLAKIRJADE MÜÜMISE POLIITILINE  
OTSUSTUSPROTSESS

Bakalaureusetöö

Juhendaja: Heiko Pääbo, PhD

Tartu 2025

## **Autorsuse deklaratsioon**

Olen koostanud töö iseseisvalt. Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite seisukohad ning kirjandusallikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

Töö sõnade arv: 8276

Sander Kasela, 19.05.2025

## **Annotatsioon**

Antud bakalaureusetöö eesmärgiks on analüüsida Eesti riigi siseriiklike võlakirjade müümise otsustusprotsessi. Töö uurib, miks ja kuidas jõuti selleni, et riik esmakordselt Eesti kohalikele investoritele võlakirju emiteeris. Keskseks küsimuseks on, millised majanduslikud ja poliitilised tegurid mõjutasid otsust ning seda, kuidas kujunes välja müügistrateegia.

Töö teoreetiliseks raamistikuks kasutati John Kingdoni mitme voo mudelit, mis analüüsib poliitikaprotsessi läbi kolme peamise voo: probleemi, poliitika ja poliitilise voo (ing k *problem stream, policies stream and politics streams*). Selline lähenemine võimaldab põhjalikult uurida, kuidas poliitilised tingimused, probleemid ning lahendused võimaldasid langetada just sellise otsuse antud ajahetkel.

Empiiriline osa põhineb protsessijälgimise meetodil ning poolstruktureeritud intervjuudel protsessis osalenud võtmeisikutega. Nendeks olid endine Rahandusminister, Riigikassa osakonna juhataja, Swedbanki finantsinstitutsioonide ja kapitaliturgude osakonna juhataja ja LHV panga võlakirjade osakonna juhataja.

Töö tulemustest selgus, et otsuse langetamisele aitasid kaasa mitmed samal ajal aset leidnud asjaolud ning sündmused. Majanduslik olukord, mis soosis ning võimaldas laenamist, poliitiline soov pakkuda kohalikele investoritele uusi investeerimisvõimalusi ning soov elavdada kohalikku kapitaliturgu. Intervjuudest tuli välja ka see, et võlakirjade emissiooni peamiseks eesmärgiks ei olnud pelgalt rahaliste vahendite kaasamine, vaid selle otsusega taheti saata positiivset signaali Eesti avalikkusele ning edendada üldist majanduslikku keskkonda. Emissiooni toimumiseks oli võtmekohal toonane rahandusminister Mart Vörklaev ning turuosaliste ja huvigruppide aastate pikkune soov ja surve. Samuti tuli intervjuudest välja, et kõik protsessis osalejad soovisid ja tunnetasid, et siseriiklike võlakirjade emissioon toimuks ka tulevikus, kuid selleks on vaja jätkuvat poliitilist toetust ning soovi asi reaalsuseks teha. Samuti tuli välja, et idee jätkumise edukus sõltub üldisest finantsteadlikkusest ning sellest, kuidas inimesed võlakirju tajuvad ja, kas nad peavad seda piisavalt atraktiivseks finantsinstrumendiks.

## **Sisukord**

Autorsuse deklaratsioon.....	2
Annotatsioon.....	3
Sissejuhatus.....	5
1. Teoreetiline raamistik .....	7
1.1 Põhikontseptsioonid: riigivõlg, selle tekkimine, võimalikud lahendused .....	7
1.2 Mitme voo raamistik poliitilise otsustamise analüüsis .....	9
1.3 Teoreetilise raamistiku kriitikad .....	11
2. Eesti majanduspoliitika ja rahanduse ajalooline kontekst .....	14
2.1 Eesti majanduspoliitika ja rahanduse ajalooline kontekst alates taasiseseisvumisest .....	14
2.2 Eesti riigivõla kujunemine ja põhjused.....	15
2.3 Eesti riigi võlakirjade emiteerimine.....	17
3. Metoodika .....	19
3.1 Andmete kogumise meetod.....	19
3.2 Andmeanalüüsi põhimõtted .....	20
4. Riigivõlakirjade müümise otsustusprotsessi analüüs.....	22
4.1 Otsustusprotsessi poliitilised ja majanduslikud põhjused.....	22
4.2 Võlakirjade müügistrateegia ja selle kujunemine .....	24
4.3 Järeldused.....	28
Kokkuvõte.....	34
Kasutatud kirjandus .....	36
Lisa 1. Intervjuude nimekiri.....	40
Lisa 2. Intervjuu küsimused Janno Luurmehele .....	41
Lisa 2. Intervjuu küsimused Allan Marnotile .....	42
Lisa 3. Intervjuu küsimused Silver Kalmusele .....	43
Lisa 4. Intervjuu Küsimused Mart Vörklaevale.....	44
Lihtlitsents.....	45

## Sissejuhatus

Riigivõlakiri on fikseeritud intressiga riiklik võlakiri, mis tagab regulaarse ja kindla sissetuleku investorile. Riigivõlakiri on üks madalaima riskiga finantsinstrumente, mis on sobilik viis esimeste väärtpaberitega seotud tehingute tegemiseks

(Rahandusministeerium, 2025). Eesti riik on alates COVID-19 pandeemia algusest aktiivsemalt emiteerinud riigi võlakirju, kuid need on peamiselt olnud suunatud rahvusvahelistele kapitaliturgudele. 2024. aasta septembris toimus aga emissioon, mis võimaldas esmakordselt ka kohalikel jaeinvestoritel riigi võlakirju hankida. Avalikul pakkumisel osales kokku 28 kutselist ja 7304 jaeinvestorit ning võlakirjade ostupakkumisi tehti kokku 821 miljoni euro ulatuses (Rahandusministeerium, 2025).

Eesti riigi konservatiivne eelarvepoliitika on olnud aastaid valitsuse rahanduspoliitika üheks nurgakiviks, mistõttu on riigivõlg olnud suures pildis minimaalne. Siiski on aga viimaste aastate kriisidest tulenevalt tekkinud vajadus suurendada kaitsekulutusi ja täita eelarve puudujääki ning võlakirjade emiteerimine on üheks laenamise võimaluseks. Sellest tulenevalt kerkibki esile küsimus: miks just nüüd ja mis kujul otsustati riigi võlakirju pakkuda suuremale sihtrühmale?

Käesoleva töö uurimisprobleem seisnebki just selles, miks ja kuidas selline otsus tehti ning millised tegurid mõjutasid otsustusprotsessi. Täpsemalt, millised olid selle otsuse langetamise põhjused ja kuidas kujunes välja müügistrateegia. Lihtne vastus on muidugi see, et riigil on täienevate kulude katteks vaja rohkem vahendeid, kuid raha on alati vähe olnud. Ehk miks on selline otsus vastu võetud just praegu ja just täna. Uuringu tähtsus seisneb selles, et see aitab mõista poliitilise ja majandusliku kaalutluste ühendamist ja aitab aru saada, millised olid peamised probleemid ja ajendid, et selline otsus üldse tehti. Sellest tulenevalt on töö eesmärgiks uurida Eesti riigi võlakirjade müümise otsustusprotsessi, selgitada välja, millised olid otsuse langetamise poliitilised ja majanduslikud põhjused ning analüüsida, kuidas jõuti otsuseni, et võlakirju müüa erainvestoritele.

Töö annab ülevaate võlakirjade emiteerimise ajaloost Eestis, toob välja selle otsusega seotud võtmeisikud ning institutsioonid. Töö teoreetilise taustana kasutatakse John Kingdoni Mitme Voo Raamistikku (*Multiple Streams Framework*, MSF). Töö vaatleb

otsustusprotsessi MSF kolme voo: probleemi-, poliitilise- ja poliitikavoo kaudu. See käsitlus aitab paremini mõista, miks teatud ideed ja otsused muutuvad tehtavaks just kindlatel ajahetkedel ning mis rolli mängivad selles institutsioonid ja võimul olev valitsus.

Antud lõputöö puhul on tegemist kvalitatiivse uuringuga, mis annab võimaluse uurida erinevaid seisukohti antud otsuse raames ning analüüsida nende tõlgendusi. Andmete kogumiseks kasutatakse intervjuud, mis aitab saada autentset infot inimestelt, kes on otsusega otseselt seotud. Intervjueeritavateks on endine Rahandusminister, Riigikassa osakonna juhataja, Swedbanki finantsinstitutsioonide ja kapitaliturgude osakonna juhataja ning LHV panga võlakirjade valdkonna juht. Töö on jaotatud neljaks peamiseks peatükiks, millest esimene käsitleb teoreetilist raamistikku, teine Eesti majanduspoliitika ja rahanduse ajaloolist konteksti. Kolmas peatükk räägib lähemalt meetodikast ja viimane peatükk keskendub Eesti riigi võlakirjade emiteerimise otsustusprotsessi analüüsile ning tulemuste tõlgendamisele.

# 1. Teoreetiline raamistik

## 1.1 Põhikontseptsioonid: riigivõlg, selle tekkimine, võimalikud lahendused

Riigivõlg viitab üldjuhul valitsuse poolt laenatud vahenditele, mis aitavad katta eelarvepuudujääki - olukord, kus riik kulutab rohkem kui ta toob sisse tulu. Riigil on enda tegevuste rahastamiseks mitmeid võimalusi: erinevad maksud, tasud, kohustuslikud sissemaksed sotsiaalkindlustusse ja teistesse teenustesse, tulud erasektori tegevustest, osalused ettevõtetes jne. Kuid kui riik rahastab enda tegevusi läbi laenamise, siis see toob kaasa järelkulud – tulevikus makstavad intressid ja laenu põhiosa (Holtfrerich, 2016, 15). Laenamine toob endaga kaasa kohustusi ning need kohustused loovadki riigivõla. Holtfrerichi jt. (2016, 18-19) sõnul on oluline mõista, et riigivõlg jaguneb omakorda erinevatesse kategooriatesse:

1. Selgesõnaline vs kaudne võlg
  - Selgesõnaline võlg on ametlik võlg ja see on juriidiliselt siduv – näiteks võlakirjad.
  - Kaudne võlg viitab aga lubadustele või kohustustele, mis ei ole otseselt rahaturgudel kaubeldavad – näiteks pensionid või sotsiaaltoetused.
2. Siseriiklik võlg vs välisvõlg
  - Siseriiklik võlg viitab sellele, et riik on võlgu oma kodanikele või riigis asuvatele pankadele või ettevõtetele.
  - Välisvõlg tähendab, et raha on laenatud välisinvestoritelt või -institutsioonidelt.
3. Netovõlg vs koguvõlg
  - Netovõlg on aastas tekkinud laenukoormus, mis ei ole seotud vanade võlgade tagasimaksmise või refinantseerimisega.
  - Koguvõlg hõlmab aga kogu uut laenamist, sealhulgas olemasolevate laenude refinantseerimist.

Riigivõlg tekib üldjuhul siis, kui valitsus kulutab rohkem, kui ta suudab maksudest ja muudest tuludest katta, mis tähendab, et on olemas eelarvepuudujääk. Kui selline puudujääk ei ole ühekordne nähtus, vaid kordub mitmel järjestikusel aastal, akumulereub

riigi kohustus laene tagasi maksta koos lisandunud intressidega ning riigivõlg kuhjub. Riigivõla kujunemisel ei ole üht kindlat põhjust, kuid üldjuhul on selle peamised tekitajad makromajanduslikud arengud ja poliit-majanduslikud tegurid (Holtfrerich, 2016, 62). Eesti kontekstis oli 2020. aasta COVID-19 kriis pöördepunktiks, mil olukord kujunes nii raskeks, et tuli eelarve defitsiiti täita laenudega.

Eelarvepuudujäägi täitmiseks ei ole väga palju võimalusi, sest raha saamise võimalused on piiratud. Peamiseks kolmeks võimaluseks on: riigi kulutuste kärpimine, tulude suurendamine või raha laenamine. Fiskaalkonsolideerimine on kõige klassikalisem viis eelarve tasakaalustamiseks – see võib toimuda kas kulude kärpimise või maksutulude suurendamise kaudu (Alesina jt, 1997, 244). Järgmine meetod on puuduv raha laenata. Laenamise võimaluseid on mitmeid, kuid lähtudes töö kontekstist ja relevantsusest kirjutan käesolevas töös ainult laenamisest läbi riigi võlakirjade. Võlakirjad on finantsinstrumendid, mida inimesed või investorid ostavad võlakirja emitendilt (näiteks valitsuselt). Ostja laenab emitendile raha mingiks kindlaks ajaperioodiks ning saab selle eest vastu intressimakseid. Kui tähtaeg lõppeb, tagastab emitent võlakirja nimi- ehk alg- või ostuväärtuse. Üldiselt jagunevad võlakirjad pikkuse järgi kolme kategooriasse: lühiajalised võlakirjad (*short term*), keskmise pikkusega võlakirjad (*medium term*) ja pikaajalisteks (*long term*) võlakirjadeks. Teoreetiliselt on ka nende võlakirjade pikkused erinevad, sest need sõltuvad riigi geograafilisest kontekstist ja majanduse kui sellise arengutasemest. Fabozzi (2021, 4) klassifitseerib pikkusi järgnevalt: lühiajalised (1-5 aastat), keskmise pikkusega (5-12 aastat) ja pikaajalised (üle 12 aasta). Kuid Eesti kontekstis on võlakirjad jaotatud kaheks: lühiajalised ja pikaajalised, kus lühiajalised on kõik, mis kestavad alla aasta ning pikaajalised üle selle. Viimane emissioon, mille kohta ka antud töö käib, on justkui keskmise pikkusega võlakiri, mis kestab kaks aastat, kuid vaadates Rahandusministeeriumi kodulehte näeme, et see on klassifitseeritud pikaajalise võlakirja alla (Rahandusministeerium, 2025). Võlakirjad on eelistatud viis, kuidas riigid raha laenavad, sest need annavad võimaluse hajutada finantseerimise kohustust pikema aja peale ja annavad laenu võrdlemisi madala intressiga. Seega ei kujune riigi kohene kohustus liiga suureks ning madalate intresside tõttu ei kaota riigid laenamise tulemusena väga palju raha. Kuna riigivõla kujunemine ja selle võimalikud lahendused sõltuvad lisaks majanduslikele teguritele ka institutsionaalsetest ja poliitilistest otsustest, on vaja

neid protsesse käsitleda sobiva teoreetilise raamistikuga. Just seetõttu keskendub järgmine alapeatükk mitme voo raamistikule, mis aitab analüüsida seda, kuidas erinevad tegurid – probleem, lahendus ja poliitiline tahe saavad kokku ning viivad konkreetse poliitilise otsuseni.

## **1.2 Mitme voo raamistik poliitilise otsustamise analüüsis**

Poliitilise otsustusprotsessi mõistmiseks kasutatakse antud töös mitme voo raamistikku (*Multiple Streams Framework, MSF*) mille töötas algselt välja John Kingdon. Mitme voo raamistik ei käsitle poliitikakujundamist lineaarse protsessina, kus ratsionaalsed poliitikutud lahendavad probleeme nende ilmnemisel, vaid eeldab, et otsuseid tehakse tihti kaootiliselt ja ettearvamatult (Øvald, 2023, 125-126). Mudel koosneb kolmest peamisest voost: probleemi-, poliitika-, ja poliitiline voog (*problem stream, policies stream and politics streams*). Nende voogude kattumine tõstab märkimisväärselt võimalust rakendada poliitilist muutust või teha otsust (Øvald, 2023, 127).

Mitme voo raamistiku kohaselt on probleemid seisundid, mis erinevad poliitikakujundajate või kodanike ideaalsetest olukordadest ja mida nähakse avalikena selles mõttes, et nende lahendamiseks on vaja valitsuse sekkumist (Herweg jt, 2023, 21). Seega defineeritakse probleemivoos olukordi probleemidena, mis vajavad institutsionaalset või riiklikku sisendit või sekkumist. Poliitikakujundajad saavad igapäevaselt teada paljudest erinevat probleemidest ja ilmselgelt on võimatu pöörata igäihele neist tähelepanu. Seega saavad poliitikakujundajad pöörata tähelepanu vaid teatud teemadele, mida mõjutab ka see, millised teemad või probleemid on juba arutlusel (Herweg jt, 2023, 22). Antud töö ja Eesti kontekstis on suureks probleemiks riigi eelarve defitsiit COVID-19 kriisi järgses majanduses ning täiendavate kaitsekulutuste vajadusest tulenevalt Ukraina ja Venemaa sõjast. Seega antud tööd ei oleks võimalik teha, kui nendest kriisidest tulenevalt ei oleks riigi eelarve defitsiidis, sest see kaotaks vajaduse laenamise järele ning seeläbi kaoks ka riigi võlakirjad.

Poliitikavoos töötatakse välja võimalikud lahendused probleemivoos kaardistatud probleemidele. Võimalikud ideed ja lahendused ringlevad ringi selles, mida Kingdon nimetab „poliitika ürgsupiks”, kus toimub protsess „pehmenamine”, mille käigus poliitikakogukonna liikmed arutavad ja täiendavad ideid, et neid kujundada ja testida.

Selle käigus langeb suur osa võimalikke ideid välja ning alles jäävad elujõulised alternatiivid, mis liiguvad edasi tõsise kaalumise ja poliitikakujundamise etappi (Herweg jt, 2023, 23). Poliitikakogukonnad koosnevad peamiselt ametnikest, huvirühmade esindajatest, teadlastest ja konsultantidest, kes töötavad välja võimalikud ideed või lahendused probleemile (Herweg jt, 2023, 22). Kuna Eesti kontekstis oli suuremaks probleemiks riigi eelarve defitsiit, siis selle lahendamiseks on piiratud arv viise – kas vajalik raha kuskilt laenata, tõsta makse või kärpida riigi kulutusi. Seega võib Eesti kontekstis poliitikavoona käsitleda rahandusministeeriumi tööd võlakirjaturgude analüüsimist ja sisemiste võlakirjade emiteerimisvõimaluste kaalumist.

Poliitiline voog on jaotatud kolmeks peamiseks elemendiks: rahvuslik meeleolu, huvirühmade kampaaniad, valitsused ja parlamendid ning eriti nende koosseisulised muutused. Need võivad mõjutada, millised ideed sobituvad paremini teatud erakondade ideoloogiatega ja pääsevad seetõttu päevakorda (Herweg jt, 2023, 24-25). Antud otsuse puhul mõjutas poliitilist voogu tugevalt vajadus katta täienevaid kaitsekulutusi ning ka valitsuse, täpsemalt rahandusministri, hoiak võlakirjade suhtes. Intervjuust Janno Luurmehega (2025) tuli välja, et siseriiklike võlakirjade emiteerimise ideed soovis tugevalt läbi viia toonane rahandusminister Mart Vörklaev, kes ideega algselt välja tuli. Seega mängis otseselt väga suurt rolli valitsuse koosseis, sest oleks ministri kohal olnud keegi teine, poleks siseriikliku emissiooni ilmselt toimunudki.

Kui varasemalt mainitud kolm voogu kattuvad, on olemas kindel probleem, probleemile võimalikud lahendused ning poliitiline keskkond, kus olukorraga saab tegeleda, tekib n.ö poliitikaaken. Poliitilised aknad on haruldased ning mööduvad kiiresti, need võivad jaguneda kas ennustatavateks akendeks (valimised) või ennustamatuteks akendeks (kriisid) (Herweg jt, 2023, 26). Selliseid akende avamisi kasutavad poliitikaettevõtjad – poliitikud, ametnikud või eksperdid ära selleks, et mingisugune otsus või probleemi lahendus vastu võtta ning ellu viia (Øvald, 2023, 127). Siseriiklike võlakirjade emiteerimise kontekstis võib poliitikaettevõtjatena näha rahandusministeeriumi ja riigikassa osakonna ametnikke ning valitsuseliikmeid ning otseselt toonast rahandusministrit Mart Vörklaeva. *Multiple Streams framework*'ile toetumine aitab analüüsida, miks just 2023. ja 2024. aastal võeti vastu ainulaadne otsus emiteerida

võlakirju ka kohalikele jaeinvestoritele. Sellest tulenevalt on ka töö teesiks: Eesti riigi otsus emiteerida esmakordselt siseriiklike võlakirju sai võimalikuks tänu kolme eraldiseisva teguri – majandusliku vajaduse, administratiivse valimisoleku ja poliitilise akna ning toetuse kokkulangemisel, selle ärakasutamine ei tulenenud mitte üksnes rahalisest vajadusest, vaid ka laiemast soovist arendada kodumaist kapitaliturgu.

### **1.3 Teoreetilise raamistiku kriitika**

Kuigi mitme voo raamistik on kujunenud üheks olulisemaks teoreetiliseks tööriistaks poliitika protsesside analüüsimisel, on sellel vaatamata oma mõjukusele palju kitsaskohti. Peamiselt on see saanud kriitikat metodoloogilise ebamäärasuse, liigse kirjeldava iseloomu ja piiratud üldistatavuse osas. Herweg jt. toovad enda töös välja nelja peamist kitsaskohta: kas vood on tõesti sõltumatud, kas mitme voo raamistik on piisavalt selge, et seda ümber lükata, kas poliitikaettevõtjad on ratsionaalsemad kui poliitikakujundajad ja kas mitme voo raamistikust puuduvad olulised elemendid (Herweg jt, 2018, 39-42).

Mitme voo raamistiku kohaselt liiguvad probleemi, lahenduse ja poliitika vood justkui omaette, ning igäüks jälgib oma loogikat. Kuigi need vood ei ole täiesti sõltumatud, saab neid kasutada suhteliselt autonoomselt. Ehk inimesed pakuvad lahendusi ka siis, kui nad ei ole probleemi ennast konkreetselt määratlenud ning poliitilised muutused toimuvad siiski sõltumata sellest, kas probleemid on muutunud. Kriitikud (nt Mucciaroni) väidavad, et vood on tegelikult tihedalt omavahel seotud ning sündmused ühes voos mõjutavad suuresti ka teisi voogusid, mistõttu ei saa pidada voogusid täiesti sõltumatuteks (Herweg jt, 2018, 39). Sõltumatuse kontseptsioon kui selline on pigem analüütiline tööriist, kui maailma tegelik kirjeldus – selle eesmärk ei ole eeldada ratsionaalsust, vaid avastada, kuidas poliitilised lahendused tegelikult tekkivad. Seetõttu ei pea vood olema täiesti sõltumatud, vaid piisab sellest, et nad käituvad sõltumatult (Herweg jt, 2018, 40).

Teine levinud kriitika on see, et mitme voo raamistiku põhikontseptsioonid on liiga ebamäärased ja laiali valguvad, mistõttu ei võimalda see luua selgeid testitavaid hüpoteese (Kuhlmann, 2016, 35). Kingdoni algne teooria ei pakkunud välja selgeid hüpoteese, kuid hilisemates uuringutes on püütud neid tuletada, enamasti juhtumipõhiselt. Mitme voo raamistiku kujundlik keel (nt „aknad”, „rahvuslik meeleolu”, „poliitika

ürgsupp”) on siiski raskesti mõõdetav ning julgustab pigem jutustamist kui rangete empiiriliste testide tegemist või piiritluste loomist. Sellest hoolimata on kontseptsioone võimalik täpsustada – näiteks analüüsida, kuidas ja millal vood täpsemalt kokku saavad (Herweg jt, 2018, 40).

Kolmanda kitsaskohana näevad mõned kriitikud vastuolu: kui poliitikakujundajatel on ebamäärased eelistused, siis miks peaks poliitikaettevõtjatel olema selged eesmärgid (Herweg jt, 2018, 41). Mitme voo raamistiku kohaselt ei tohiks pidada poliitikaettevõtjaid teistest ratsionaalsemateks või targemateks. Raamistik ise eeldab, et enamike poliitikaküsimuste puhul on kõigil otsustajatel, seal hulgas ka poliitikaettevõtjatel, ebaselged eelistused. Iga poliitik võib teatud valdkonnas muutuda poliitikaettevõtjaks, ent seda ajendavad sageli isiklikud, parteilised või karjääriga seotud motiivid (Herweg jt, 2018, 41). See on üheks kitsaskohaks, sest mitme voo raamistiku loogika vajab eristamist, kuid samal ajal ühendab see kaks vastandliku väidet. Ühelt poolt eeldab raamistik, et tavalistel poliitikakujundajatel on ebamäärased eelistused, kuid samal ajal oodatakse poliitikaettevõtjalt sihikindlust ja selgete lahenduste aktiivset edendamist.

Neljandana toovad Herweg jt välja, et mitme voo raamistik ei arvesta piisavalt poliitiliste institutsioonide ja ajaloolise institutsionalismiga. Institutsioonid mõjutavad otseselt poliitikakogukondade kujunemist ja määratlevad, kelle nõusolekut on poliitikaettevõtjal vaja, et otsus reaalsuseks teha. Ajaloolist institutsionalismi võib pidada aga üheks kriteeriumiks, mida tuleb täita, et ettepanekust võiks üldse saada reaalne lahendus (Herweg jt, 2018, 41). Samuti on üks oluline faktor puudu mitme voo raamistikust – massimeedia mõju. Meedia määrab seda, milliseid teemasid esile tõstetakse või varjutatakse ning see omakorda määrab suuresti avaliku arvamuse või hoiaku mingi valiku suhtes (Herweg jt, 2018, 42).

Hoolimata eeltoodud kriitikatest on mitme voo raamistik siiski valitud antud töö teoreetiliseks lähtepunktiks. Selle peamiseks põhjuseks on see, et mitme voo raamistikul on siiski võimalus pakkuda piisavalt paindlik ja mitmekihiline analüüsiraamistik, mis haakub hästi poliitilise otsuse tegeliku kujunemisega Eesti kontekstis. Kuigi vood ei ole täiesti sõltumatud ja mõisted võivad olla ebamäärased, annab teooria siiski kasuliku tööriista, mis aitab mõista, kuidas probleemid, erinevad poliitilised võimalused ja

lahendused teineteisega haakuvad ning lõpuks konkreetseks otsuseks muutuvad. Antud töö kontekstis on peaaegu võimatu leida teooriat, mis sobiks ideaalselt, sest tegemist ei ole klassikalise avaliku poliitika otsusega, vaid üpriski unikaalse olukorraga. Sellest tulenevalt on mitme voo raamistik üks parimaid valikuid, sest see aitab uurida mittelinearseid ja küllaltki ootamatuid ja ebastandardseid arenguid ning olukordi. Seega vaatamata teooria piirangutele, sobib see mudel piisavalt hästi antud uurimistöö eesmärkide saavutamiseks ja poliitilise otsustusprotsessi mitmekesisuse mõistmiseks.

## **2. Eesti majanduspoliitika ja rahanduse ajalooline kontekst**

Käesoleva peatüki eesmärgiks on anda ülevaade Eesti üldisest majanduspoliitikast ja riigirahanduse kujunemisest alates taasiseseisvumisest ning selgitada, millised poliitilised ja majanduslikud tegurid on mõjutanud riigi laenupoliitikat ja võlakirjade emiteerimist. Esimeses alapeatükis käsitletakse Eesti majanduspoliitika arengut ja kriiside mõju. Teises alapeatükis keskendutakse riigivõla kujunemisele ja selle põhjustele. Viimane alapeatükk keskendub Eesti riigi võlakirjade emiteerimise ajaloole, pöörates erilist tähelepanu viimasele, siseriiklikule emissioonile, kus said esmakordselt osaleda ka kohalikud jaeinvestorid. Selle peatüki eesmärgiks on anda ajalooline ja kontekstuaalne taust selleks, et mõista, miks ja millistes olukordades on riik otsustanud raha laenata võlakirjaturgude kaudu ning milline tähendus on sellel otsusel tänases poliitilises ja majanduslikus olukorras.

### **2.1 Eesti majanduspoliitika ja rahanduse ajalooline kontekst alates taasiseseisvumisest**

Pärast taasiseseisvumist aastal 1991 oli vältimatu, et reformidega tuli alustada koheselt ning sellest hetkest alates on valitsused lähtunud põhimõttest, et turu tõhusaks toimimiseks peab ettevõtetal ja üksikisikutel olema otsene juurdepääs rahvusvahelistele turgudele nii tarbijate kui ka tootjatena (Varblane, 2017, 172). Riigi esimeseks prioriteediks oli luua turumajanduse tingimused, mis hõlmasid valuutakomitee loomist, hinnaliberaliseerimist ja rahareformide erastamist. Samuti rõhutab Varblane, et konservatiivne eelarvepoliitika ning tasakaalustatud riigieelarve nõue olid Eesti majanduspoliitika üheks nurgakiviks. Eesti valis ka väga avatud väliskaubanduspoliitika, loobudes tariifidest ja koguselistest piirangutest, mis võimaldas kiiret eksporti Lääne turgudele (Varblane, 2017, 173). Samas ei ole majanduspoliitika aga arenenud tühjast kohast – seda on kujundanud mitmed sisemised ja välimised kriisid, mis on pannud proovile riigi strateegilisi valikuid. Taasiseseisvumisest tänapäevani on Eesti majandus pidanud tegelema nelja peamise kriisi perioodiga. Esimene neist oli varajased 90-ndad, mis oli tüüpiline üleminekukriis, seotud turu avamisega, hindade liberalisatsiooni ja ettevõtete vabastamisega riigi kontrolli alt. Teine kriis leidis aset 90-ndate lõpul, see oli tagajärg Venemaa kriisist, mille käigus langes drastiliselt rubla väärtus ning seeläbi

langes ka Eesti SKT märkimisväärselt. Kolmas kriis algas 2008-ndal aastal ning see tulenes välimistest teguritest ja laiemast globaalsest kriisist. Selle tulemusena langes Eesti SKT 2008-ndal aastal 5% ja 2009-ndal aastal 14.3% (Varblane, 2017, 174). Neljandaks kriisiks võib lugeda COVID-19 pandeemiat. COVID-19 mõjutas Eestit samamoodi nagu kogu ülejäänud maailma: suleti koolid, kultuuriasutused, keelati kogunemised, kehtestati erinevad piirangud reisimisele ja sektorid, mis vähegi said, läksid üle kaugtööle. Suurima löögi said turismi, majutuse ja toitlustusega seotud ettevõtted. 2020. aasta teises kvartalis kahanes tegevuse lisandväärtus 60% ning üldine SKP langes 2.9% võrreldes eelneva aastaga (Statistikaamet, 2025).

## **2.2 Eesti riigivõla kujunemine ja põhjused**

Eelmises peatükis sai põgusalt tutvustatud erinevaid kriise millega Eesti on pidanud tegelema, käesolevas peatükis räägitakse sellest, kuidas need on mõjutanud Eesti riigivõlga ning kuidas nende kriisidega tegeleti. Eesti riigivõlg on loomisest saadik olnud üks Euroopa madalaimaid. Veel 2019. aasta viimases kvartalis oli Eesti riigivõlg ligi 8.4% SKT-st, samal ajal kui euroala keskmine oli ligi 80% (Eurostat, 2020). See on tingitud Eesti teadlikust poliitikavalikust – valitsus ei soovi kulutada rohkem, kui nad on võimelised maksudest koguma. See on peamiseks põhjuseks, miks Eesti riigivõlg on läbivalt olnud üks Euroopa madalaim (Parts, 2013, 271).

1998. aastal nagu mainitud mõjutas Eestit Venemaa finantskriis, mille käigus rubla väärtus langes ning sellest tulenevalt langes järsult ka impordinõudlus. Selle tulemusena langes märkimisväärselt SKT, kuid selles hoolimata ei tõusnud riigi laenukoormus – vastupidi, 1997. aastal loodud Stabiilsusreservi Fondis olev raha investeeriti välisurgudele, mis aitas eelarvedefitsiiti hoida minimaalsena (Eesti Pank, 1998). Samuti oli väga olulisel kohal valitsussektoris kärbete tegemine. Seega oli valitsuse üldine suund kärpida, säästa ja stabiliseerida mitte see raha kuskilt laenata, mis on peamised põhjused, miks hoolimata kriisist jäi Eesti üldine eelarvedefitsiit kõigest 0.3%-ni SKT-st ning üldine laenukoormus 5,9%-ni (Eesti Pank, 1998).

2007.-2008. aasta finantskriis mõjutas Eestit nagu ka paljusid teisi riike väga sügavalt, kuid Eesti majanduspoliitiline lahendus eristus oluliselt teistest. Friedrich ja Reiljan (2015, 37-39) toovad oma töös välja, et Eesti ei valinud traditsioonilist laenamise ja

võlgadele tuginevat süsteemi, vaid vastupidiselt rakendas Eesti väga rangeid eelarvekärpeid ja toetuti sisemise devalveerimise strateegiale. Samuti langes SKT 2009. aastal ligi 14,7% võrreldes eelmisega, kuid siiski ei suurendatud valitsussektori võlga oluliselt: see oli hoopis Euroopa madalaim -kõigest 7,2% SKT-st (Euroopa Komisjon, 2009). Selle asemel, et laenata, vähendas Eesti avaliku sektori kulusid, külmutas või alandas palku, vähendas pensione ja reformis sotsiaaltoetusi. Autorid toovad ka välja, et Eesti konservatiivne lähenemine ning madal riigivõla tase enne kriisiperioodi võimaldas säilitada finantsstabiilsust ja usaldust rahvusvaheliste turgude silmis (Friedrich jt, 2015, 39-41). Kokkuvõtlikult näitas Eesti kriisipoliitika, et sellistel rasketel hetkedel on võimalik ka ilma laenurahata ellu jääda, kuigi see tuli ühiskonna jaoks suure sotsiaalse hinnaga. Valitud strateegia aga võimaldas Eestil väljuda kriisist tugevalt ning säilitada jätkuvalt madalat võlakoormust.

Kuid aastal 2020 tabas maailma COVID-19 pandeemia, mis tõi kaasa olulise nihke majanduses. Eesti kulud suurenesid väga märkimisväärselt, sest tuli toetada tööturгу, tervishoidu ja ettevõtlust, samal ajal pidi riik aga tegelema ka arusaadava majandusaktiivsuse langusega. 2020. aastal langes SKT ligi 3% (Euroopa Komisjon, 2022, 2). Samuti kasvas riigi jooksva aasta puudujääk ligi 5% SKT-st ning riigivõlg peaaegu kahekordistus, ulatudes 2021. aasta lõpuks 18,1%-ni SKT-st, kuid see oli siiski üks madalaimaid võlakasve Euroopas (Euroopa Komisjon, 2022, 2-3).

Teine oluline majanduslanguse ja võlakasvu põhjus oli Venemaa agressioon Ukraina vastu, mille tulemusena tõusid kaitsekulutused ja elektri hinnad ning langesid eksport ja import Venemaalt. See tõi kaasa 3%-lise SKT languse aastal 2023 (Euroopa Komisjon, 2023, 2). Kaitsekulutuste tõstmise mõju ja vajadust tunneme ka täna, sest sõda ei ole kuhugile kadunud. Kaitsekulutuste ja riigieelarve defitsiidi rahastamine ainult maksude tõstmise või kärpimise abil oleks olnud nii poliitiliselt kui ka majanduslikult keeruline, mistõttu kasutati raha saamiseks ka võlaturge, peamiselt läbi riigi võlakirjade või teiste finantsinstrumentide.

Tänase riigieelarve väljavaade on jätkuvalt raske – prognoositav võlakoormus tõuseb aastal 2025 23.3%-ni ja küündib järgmise aasta lõpul 24.3% tasemele SKP-st (Riigieelarve seletuskiri, 2025, 605). Kuigi Eesti valitsuse põhimõtteline hoiak on olnud

hoida võlakoormust võimalikult madal, on antud kriiside tulemusena aru saadud, et mõõdukas laenamine on vajalik nii majanduse kui ka ühiskonna vajaduste katmiseks. Oluline on aga märkida, et rahvusvahelises pildis püsib Eesti võlakoormus siiski üpris madalal tasemel võrreldes ülejäänud Euroopaga – Eesti 23%-line võlg paigutab meid Euroopa väikseimate võlgade riikide esiossa, Euroregiooni keskmine on 87,4% SKP-st (Eurostat, 2025).

### **2.3 Eesti riigi võlakirjade emiteerimine**

Eesti riik alustas võlakirjade emiteerimist peale taasiseseisvumist 1990ndatel aastatel. Pikaajalisi võlakirju emiteeriti kahel korral: 1993. aastal 19,2 miljoni euro ulatuses seoses Põhja-Eesti Aktsiapanga ja Balti Ühispannga ühendamise ja rekapiitalseerimise vajadusega ja 2002. aastal 100 miljoni euro väärtuses eesmärgiga refinantseerida juba võetud välislaene ning rahastada radarisüsteemide oste (Rahandusministeerium, 2025). Seega oli 90ndatel võlakirjade turg siiski alles algusjärgus ning emissioonid peamiselt suunatud kodumaistele institutsioonidele, kuna erainvestorite turg oli veel nõrk ning toona ei olnud inimestel sellisel kujul vaba raha, et riigi võlakirjadesse investeerida. Pärast seda perioodi vähenes võlakirjaemissioonide vajadus, sest eelarvepoliitika muutus veelgi konservatiivsemaks, ning 90ndate lõpuks saavutati riigieelarve ülejääk ja riigivõlg oli minimaalne, moodustades ligi 3.5% SKP-st (Eesti Pank, 1997).

Eesti hakkas rahvusvahelistele kapitaliturgudele uuesti võlakirju emiteerima 2020. aastal ning on teinud seda enam-vähem iga aasta kuni tänaseni. Peamisteks ajenditeks olid COVID-19 pandeemia puhkemine, sõja algus Ukrainas 2022. aastal ja toimetulek energiakriisiga (Rahandusministeerium, 2025). Need emissioonid olid aga peamiselt suunatud rahvusvahelistele institutsionaalsete investoritele, mitte riigi enda investoritele. Samuti emiteeris riik toona lühiajalisi võlakirju (pikkuseks 6-12 kuud) ligi 600 miljoni euro ulatuses (Raudla, 2020, 849). Viimane emissioon, mille otsustusprotsessi uurimisele antud töö ka keskendub, toimus 2024. aasta augusti lõpust kuni septembrini.

Emiteerimise baasmaht oli 200 miljonit eurot ning on unikaalne selle poolest, et see oli esimene emisioon Eestis, mis oli suunatud ka kohalikele inimestele ja erainvestoritele.

Kokkuvõttes on Eesti võlakirjade emiteerimise ajalugu üsna lühike, sest eelarvepoliitika on olnud väga konservatiivne ning laenu võtmise vajadus või soov madal. Samas annab

aga senine ajalugu märku, et Eesti on käsitlenud võlakirju alati osana laiemast rahanduspoliitikast või laenamisest ehk emissioone on siiani tehtud ainult vajadusest, vältides liigset sõltuvust laenurahast ja pidades silmas pikaajalist plaani.

### **3. Metoodika**

Käesolev peatükk annab ülevaate lõputöö metoodilisest lähenemisest, analüüsi protsessist ja andmete kogumise meetodist. Kuna töö eesmärgiks oli uurida siseriiklike võlakirjade emiteerimise otsustusprotsessi ning selgitada välja millised olid otsuse langetamise poliitilised ja majanduslikud põhjused, siis kasutati uurimuses protsessijälgimise meetodit (ing. *Process tracing*). Protsessijälgimine on meetod, mis aitab välja selgitada, kuidas ja miks teatud otsused või tulemused aset leidsid (Collier, 2011). Protsessijälgimine aitab luua seose põhjuse ja tagajärje vahel keerulises poliitilises kontekstis, tuvastades sündmuste ahelaid, võtmeotsuseid, institutsionaalseid ja isikupõhiseid mõjutegureid ning nende vahelisi seoseid (Beach, 2013, 2-3). Antud kontekstis sobis selline meetod väga hästi, sest töö eesmärgiks ei ole mõõta üldist seaduspära ega võrrelda eri juhtumeid, vaid uurida ühte konkreetset otsust ja selle kujunemise lugu koos kõikide teguritega, mis seda mõjutasid.

#### **3.1 Andmete kogumise meetod**

Antud töö kasutab intervjuusid kui andmeallikaid, mis võimaldab töö kontekstis analüüsida sügavuti üht konkreetset otsust – 2024. aasta siseriiklike võlakirjade emissiooni, mis esmakordselt suunati kohalikele investoritele. See aitab taastada otsustusprotsessi sisemise loogika: millised olid peamised argumendid, kellelt tuli initsiatiiv, mis rolli mängisid institutsioonid, isikud ja ajastus. Peamiseks andmekogumismeetodiks oli poolstruktureeritud intervjuud nelja võtmeisikuga, kes olid otseselt seotud otsustusprotsessiga. Nendeks olid: Mart Vörklaev – endine rahandusminister; Janno Luurmees – Rahandusministeeriumi Riigikassa osakonna juhataja; Allan Marnot – Swedbanki finantsinstitutsioonide ja kapitaliturgude osakonna juhataja ja Silver Kalmus – LHV panga võlakirjade valdkonna juht.

Intervjuud viidi läbi selle aasta aprillis ja üks mais, intervjuude kestuseks oli keskmiselt 45 minutit. Intervjuud lindistati ja transkribeeriti. Intervjuude kasutamine antud töö kontekstis oli väga oluline, sest tegemist ei ole tavalise avaliku poliitika otsusega, mistõttu puudusid käskkirjad ja teised avalikud otsust puudutavad dokumendid. Valik langes antud isikutele, sest inimesi, kes olid otseselt protsessiga seotud ning kes oleks olnud piisavalt adekvaatsed sellest rääkima, oli vähe. Sellest tulenevalt on ka intervjuude

arv minimaalne, kuid siiski piisav. Kolm inimest oli minimaalne piirang, sest nii sai autor vaadelda kõiki otsuse osapooli: Riik (riigikassa ja endine minister) ning pangad (Swedbank ja LHV) selleks, et näha kas pankade valikus oli ka mingi vahe. Autor sai, aga ka neljanda intervjuu, mis aitas eristada poliitilist tasandit ja valitsemistasandit. Intervjuude struktuurne ülesehitus toetus mitme voo raamistiku elementidele – probleemi identifitseerimine, erinevate lahenduste kaalumine ja poliitiline kontekst. Samuti hõlmasid küsimused otsuse ajastust, numbriliste faktorite kujunemist, mõju, tuleviku väljavaateid ja võlakirjade emissiooni tulemust. Samuti kasutati töös erinevaid emissiooniga seotud dokumente, näiteks võlakirjade pakkumise dokumenti, siseriiklike võlakirjade programmi ja investorpresentatsiooni. Veel kasutati erinevaid arvamusalugusid ja meedia artikleid, selleks, et mõista üldist meedia tunnetust võlakirjade suhtes. Töös kasutati nelja meediaallikat, kuid üldisema olukorra ja meediafooni tajuks tutvus autor ligi paarikümne uudisega, mis käsitlesid töö teemat. Töös kasutatavad allikad valiti selle põhjal, et arvamus autor oleks piisavalt teadlik või adekvaatne antud teemast rääkima, näiteks Tallina Börsi juht ja erinevad majandussektoriga seotud isikud. Valitud meetodid olid sobilikud, sest aitasid käsitleda konkreetset juhtumit kindlas ajaraamistikus. See aitas mõista eesmärki, miks selline otsus just sellisel hetkel tehti, mitte ei otsinud üldistavat seaduspära.

### **3.2 Andmeanalüüsi põhimõtted**

Andmete analüüsimiseks kasutati kvalitatiivset sisuanalüüsi, mis aitas tuvastada mustreid. Intervjuud olid poolstruktureeritud ehk olid olemas alateemad. Küsimused olid eelnevalt formuleeritud, kuid nende järjekord ja täpne sõnastus muutusid vastavalt otstarbele. Lisaks intervjuudele analüüsiti erinevaid dokumente: rahandusministeeriumi ametlike emissioonimaterjale, investorpresentatsioone ja emissioonitingimuste faile. See aitas autoril võrrelda intervjuust saadut infot olemasoleva ja avalikult kättesaadavaga ning seeläbi vältida ühepoolseid tõlgendusi. Lisaks vaadeldi siseriikliku emissiooni konkreetseid kvantitatiivseid tunnuseid (märkimismaht, tootlus) ja seda kuidas need saadi ning kuidas need otsused tehti, kuid neid käsitleti kvalitatiivset raamistiku toetava kontekstina. Kuna tegemist on kvalitatiivse uurimusega, ei üritanud autor tulemusi kvantifitseerida, vaid eesmärgiks oli luua lihtsalt arusaam selle kohta, kuidas ja miks otsus kujunes ning kuidas midagi otsustati.

Käesoleva lõputöö puhul oli juba eeldatavalt peamiseks probleemiks andmete kättesaadavus ja allikate vähesus. Kuna otsuses osalesid vägagi kõrgetel ametikohtadel paiknevad isikud, siis olid nende töömahud suured ja vaba aeg piiratud. Paljude inimestega oli raske kontakteeruda ning enamus kas ei vastanudki ühelegi intervjuu kutsele või ei soovinud intervjuus osaleda. Samuti ei olnud otsus klassikaline avaliku poliitika otsus, seega oli protsessis osalejaid vähem ning avalike dokumentide arv väikene. Sellegipoolest aitavad saadud intervjuud ja tulemused paremini mõista, kuidas selline otsus välja töötatakse ning mis on selle peamised ajendid.

## **4. Riigivõlakirjade müümise otsustusprotsessi analüüs**

Käesolev peatükk keskendub Eesti siseriiklike võlakirjade müümise poliitilisele otsustusprotsessile tuginedes intervjuudele Mart Vörklaeva, Janno Luurmehe, Silver Kalmuse ja Allan Marnotiga. Peatükk on jagatud kolmeks alapeatükiks. Esimeses keskendutakse poliitilistele ja majanduslikele põhjustele, teises müügistrateegia kujunemisele, kolmandas tehakse järeldused, mis tuginedes teooriale võtavad kokku tähtsaimad leiud.

### **4.1 Otsustusprotsessi poliitilised ja majanduslikud põhjused**

Eesti siseriiklike võlakirjade emiteerimise põhjuseid jaeinvestoritele tuleb otsida nii poliitilistest kui ka rahanduslikest ajenditest. Janno Luurmees rõhutas intervjuus, et defitsiidis riigieelarve täitmiseks on ainult piiratud võimalused: kas tõsta makse, tõmmata koomale kulusid või see raha laenata ning võlakirjade emiteerimine on üks viis, kuidas raha laenata (Luurmees, 2025). Kui uurida rahandusministeeriumi kodulehelt, miks emissioon toimus või milleks raha kasutati, siis leiab sealt ühe lause: „Kaasatud raha kasutatakse eelarve puudujäägi, sealhulgas kasvanud kaitsekulude katteks” (Rahandusministeerium, 2025). Sellest võib välja lugeda, et peamiseks emissiooni põhjuseks oli raha vajadus, kuid intervjuust Janno Luurmehega selgus, et see tegelikult ei olnud see päris nii lihtne. Selle emissiooni peamine eesmärk oli eelkõige hoopis arendada kohalikku kapitaliturgu ning pakkuda kohalikele investoritele madala riskiga säästmis- või investeerimisvõimalust (Luurmees, 2025). Samuti ütles ta, et 200 miljonit, mis oli selle emissiooni maht, ei ole riigi vaatest kuigi märkimisväärne või suur summa. Tema arvates võiks seda otsust pigem vaadata kui turu testimist ja uue instrumendi turule toomist, mitte kui eelarve defitsiidi probleemi lahendust (Luurmees, 2025). Samuti tuli intervjuust välja, et tegelikult emissiooni kui sellist ei olnud riigi vaates vaja teha - kui ei oleks olnud soovi turult või nõudlust inimeste endi poolt, siis ei oleks seda emissiooni üldse toimunudki (Luurmees, 2025). See tuli välja ka intervjuust Allan Marnotiga, kus ta samuti mainis, et seda raha otseselt vaja ei olnud, et riigile oli see puhas nii öelda panus kohaliku kapitalituru arendamisse (Marnot, 2025).

Võlakirjade emiteerimist kohalikule turule võib pidada ka poliitiliseks signaaliks, mis näitas rahvale, et valitsus soovib kaasata kodanike riigi rahanduse kindlustamiseks ning

pakkuda inimestele keerulisel ajal kindla tootlusega ja stabiilset rahandusinstrumenti (Luurmees, 2025). Samuti tuli intervjuust välja, et otsuse kui sellise algse idee või tugeva soovi käis välja toonane rahandusminister Mart Vörklaev, kes tunnetas, et võlakirjade sellisel kujul emiteerimine annaks mingisuguse positiivse impulsi kõige negatiivse - maksutõusude ja üldise majandusliku olukorra kõrvale (Luurmees, 2025). Seda tõi ka intervjuus välja Mart Vörklaev ise, et võlakirjade emiteerimine oli üks esimesi protsesse, mida ta ministri ametisse astudes käivitada soovis (Vörklaev, 2025). Peamiseks põhjuseks, miks ta seda teha soovis oli isiklik huvi ja soov inimestele pakkuda uut finantsinstrumenti. Intervjuust tuli välja, et Vörklaev on ka ise väikeinvestor ja rahatarkuse huviline, sellest tulenevalt tundis ta, et võlakirjade emissioon võiks olla kohalikule turule huvitavam ja erinev tavalisest aktsia emissioonist (Vörklaev, 2025).

Ka pankade esindajad kinnitasid, et otsuse peamine põhjus ei olnud ainult majanduslik, vaid osalt ka strateegiline. Silver Kalmus LHV-st rõhutas intervjuus, et privaatpanganduse klientide ootus või soov on võlakirjade vastu juba varasemalt olemas olnud, sest on olukordi, kus riigi võlakirja tootlus on parem kui mõne muu sarnase instrumendi oma (Kalmus, 2025). Seda toetasid ka Luurmees ja Marnot, öeldes, et varasem huvi on turu poolt olemas olnud ning on juba aastaid uuritud, miks erainvestoritele ei ole võimalust riigi võlakirju märkida (Luurmees, 2025; Marnot, 2025).

Allan Marnot Swedbankist täiendas, et Swedbank nägi projektis võimalust tugevdada Eesti kapitaliturgu ja laiendada klientide investeerimisvõimalusi (Marnot, 2025). Tema sõnul ei olnud pankade eesmärk üksnes emissiooni tehniline korraldus, vaid osalemine laiemas turu arendamises. See oli kooskõlas ka Mart Vörklaeva öelduga, et Eesti kapitaliturg vajab rohkem instrumente ja suuremat mitmekesisust, et pakkuda investoritele atraktiivseid võimalusi ning seeläbi edendada kapitaliturgu ja kasvatada üldist rahatarkust (Vörklaev, 2025).

Oluline on ka mõista, et otsustavaks faktoriks või põhjuseks, miks emissioon üldse toimus, oli poliitiline tugi ja toonase rahandusministri soov. Kõik intervjuueeritavad andsid märku, et toonane rahandusminister Mart Vörklaev mängis selles otsuses võtmerolli (Kalmus, 2025; Luurmees, 2025; Marnot, 2025). Samuti oli see otsus veel erakordne, sest nimelt vahetus otsuse või protsessi käigus rahandusminister ning uus rahandusminister ei

olnud võlakirjade emiteerimisest sama elevelil või huvitatud kui oli seda Mart Vörklaev. Jürgen Ligi ütles võlakirjade pressikonverentsil järgmist: „Kutsun kõiki osalema, kes ei ehita maja. Ma kindlasti seda teeks. Ma enne kasutasin deposiite ja ma kindlasti osaleks, kui oleks raha. Vat ei ole“ (Mirjam Mäekivi, ERR, 2023). Siin tuleb välja ka mitme voo raamistiku poliitikaettevõtja mõiste: ilma poliitilise eestvedajata ei muutu head ideed teostatavaks. Seda toodi ka välja intervjuudes, et ministri vahetus ei aidanud emissioonile kaasa. Kalmus sõnas, et see on ainulaadne olukord, kus emitent või emitendi esindaja ütleb ise, et tal on paremad plaanid või võimalused, kuhu see raha paigutada ning ei soovi võlakirju soetada (Kalmus, 2025). Seda toetas ka Mart Vörklaev enda intervjuus öeldes, et rahandusminister või riigi poolne protsessijuht peab ikkagi enda ütlemistega süstima inimestesse usaldust ja kindlust nende institutsioonide vastu (Vörklaev, 2025). Teisalt aga sõnas Marnot, et ministri vahetus protsessile kui sellisele mõju ei avaldanud, sest otsus oli juba vastu võetud ja asi oli antud lahendamiseks ametnikele, kuid väitis, et kui minister oleks avalikult protsessi rohkem toetanud, oleks osalus võinud olla natukene suurem (Marnot, 2025). See aga näitab omakorda, et projekti edukus sõltus otseselt ministrist või poliitilisest koosseisust, sest oleks see vahetus toimunud enne protsessi kinnistumist, oleks võinud olukord olla täiesti teine.

Kokkuvõtlikult võib öelda, et otsustusprotsessi majanduslikud ja poliitilised põhjused tulenesid sellest, et langesid kokku rahastamisvajadus, turu surve või soov, poliitiline initsiatiiv ja soodne keskkond. See näitab, et emissioon ei olnud lihtsalt finantsiline vahend, vaid selline poliit-majanduslik projekt, mille eesmärkideks olid: toetada majandust, kaasata kohalikke inimesi riigi rahandusse, elavdada kohalikku kapitaliturgu ja edendada üldist rahatarkust (Investorpresentatsioon, 2024).

## **4.2 Võlakirjade müügistrateegia ja selle kujunemine**

Eesti riigi võlakirjade emissiooni strateegi ei olnud lihtsalt tehniline tegevus, vaid ikkagi strateegiline protsess, mille välja töötamiseks kaasati panku, advokaadibüroosid ja mitmeid teisi. Mart Vörklaev ütles intervjuus, et ta oli juba pikalt mõtisklenud, miks siseriiklike võlakirjade emissiooni varem tehtud ei ole (Vörklaev, 2025). Peamiseks probleemiks oli see, et kriitikud ja poliitikud tunnetasid, et seda ei ole mõtet teha, sest suurematelt turgudelt tuleks raha kiiremini ja odavamalt. Seda oli ka tunda enne antud

emissiooni, Vörklaev toonitas, et ideed oli raske ka erakonna siseselt maha müüa ning ta pidi kõvasti tööd tegema selleks, et see reaalsuseks muuta. Emissiooni ei toetanud ka näiteks erakonnakaaslasest järgmine rahandusminister (Vörklaev, 2025). Intervjuust Luurmehega tuli välja, et protsess oli suuresti järgnev: minister Vörklaev paiskas idee õhku, riigikassa vaatest oli selle tegemiseks sobilik aken, siis konsulteeriti pankadega, kohtuti pangaliidu, börsi ja FinanceEstonia esindajatega, et aru saada, mis laadi instrument üldse olla võiks (Luurmees, 2025). Siis koguti infot, kaardistati olukord ning saadi aru, et arvamusi, kuidas emissiooni läbi viia, on erinevaid. Samuti küsiti pakkumisi erinevatelt advokaadibüroodelt, kes on selliste emissioonide tegelenud, seejärel valiti korraldajateks LHV ja Swedbank, kes omakorda kaasasid kommunikatsiooni ja reklaamifirma, mis vastutas avaliku suhtluse ja visuaalse poole eest (Luurmees, 2025). Seejärel oli vaja tegeleda ainult turundustööga, et saada tähelepanu, teavitada inimesi ning anda ülevaade üleüldiselt riigi võlakirjadest - mis need on, mida nendega teha saab, ning sealt edasi oli juba märkimisperiood ja tehing ise (Luurmees, 2025). Riigikassa oli protsessi üldine koordinaator moodustades töögrupi, kus iganädalaselt toimusid koosolekud ning mille raames jagati ülesanded pankade, juristide ja teiste partnerite vahel nii, et igaüks panustas selle raames, milleks ta palgatud oli (Luurmees, 2025). Samuti sõnas Kalmus, et projekt oli tema arvates üleüldiselt ideaali lähedane, sest kogu protsess algusest kuni emissioonini võttis aega ligi pool aastat (Kalmus, 2025).

Protsess läks Allan Marnoti sõnul käima 2023. aasta keskpaigas, kus toimus esimene sissejuhatav koosolek, mille käigus riigikassa uuris turu olukorra, investorite ja võimaluste kohta, kuidas või millisel kujul sellist emissiooni läbi viia (Marnot, 2025). Sama aasta lõpus saatis riigikassa Swedbankile päringu, kus olid riigikassa poolt olemasolevad formaadid võlakirjade emiteerimiseks, ning küsiti, kas sellisel kujul oleks ka siseriiklike võlakirje emiteerida või tuleks luua täiesti omaette programm (Marnot, 2025). Seejärel hindas Swedbank neid võimalusi ning andis omapoolse sisendi. Pärast seda muutusid riigikassa soovid või nägemused konkreetsemaks, sest ilmselt oldi kogutud juba piisavalt informatsiooni ning teati, mida täpselt, kuidas ja mis mahus soovitakse teha ning just selle peale küsiti Swedbankilt pakkumist (Marnot, 2025). Distributsiooni mudelit või seda, kuidas emissioon võiks välja näha, pakkusid mõlemad -

LHV ja Swedbank, mudelid olid põhimõtetelt sarnased, kuid Swedbanki oma oli praktilisem, mistõttu jäi see ka lõpuks püsima (Marnot, 2025).

Müügistrateegia ühed kesksed elemendid olid emissiooni maht ja tootlus. Baasmaht tuli riigikassa poolt, sest riigi jaoks on olemas minimaalne summa, mida neil on mõtet eraldi emissioonina tekitada, ning see 200 miljonit, mis baasmahuks oli, on pigem selle summa alumine ots (Marnot, 2025). Tootlus kujunes aga mitmete erinevate tegurite kombinatsioonina. Kuna selle emissiooni keskmes olid jaeinvestorid, siis ei saadud tekitada mingisugust oksjonilaadset struktuuri ning seetõttu fikseeriti ära intress ja hind (Marnot, 2025). 3.3%-lise intressitaseme saamiseks arvestati turutingimusi: täpsemalt tähtajalise deposiidi intressi ja institutsionaalsetele investoritele mõeldud võlakirjade intressi. Need kaks on üksteisest aga märgatavalt erinevad ning seetõttu tehti teatud kompromiss, sest kui võlakiri oleks olnud suunatud ainult erainvestoritele, oleks pidanud intress olema veelgi kõrgem. Kui see oleks olnud suunatud ainult institutsionaalsetele investoritele, siis oleks pidanud intress olema madalam (Marnot, 2025). Samuti vaadeldi ka rahvusvahelisi võrdlusandmeid - millised intressimäärad on sarnase krediitdireitinguga riikide võlakirjadel ning seda, kuidas on nende jaeinvestoritele suunatud võlakirjade tootlus kujunenud (Kalmus, 2025). Sellesse 3.3%-lisse intressi oli sisse arvestatud ka n.ö preemia: arvestati inimeste kõrgemat riskitaju ning seda, et tegelikult on võlakiri tulumaksuga maksustatav (Marnot, 2025; Kalmus, 2025).

Intervjuudest tulid välja ka võimalikud riskid ja kitsaskohad. Nendest üks oli kommunikatsiooni ja turunduse pool. Kuigi emissioon märgiti ligi neljakordselt üle, tõdesid nii Kalmus kui ka Marnot, et jaeinvestorite osalus jäi alla oodatud piiri. Sooviks oli, et erainvestoritelt võiks tulla kuni 50 miljonit eurot, aga tuli vähem (Marnot, 2025; Kalmus, 2025). Peamiseks probleemiks võib pidada finantshariduse või üldise olukorra teadlikkuse vähesust. Paljud inimesed ei teadnud, mis see riigivõlakiri täpselt on ning kuidas see erineb hoiustest või fondidest ning mis olid selle plussid ja miinused. Kalmus märkis, et see oleks vajanud suuremat kampaaniat või täiendavat olukorra tutvustust ja võib-olla tulevikus võiks kaaluda ka riiklikke toetusi või lisa vahendeid, et finantsharidust laiemalt parandada (Kalmus, 2025). See tähendas, et isegi kui emissioon oli tehniliselt korraldatud hästi, jäi osa sihtrühmast kättesaamatuks, sest nad ei tundnud piisavalt hästi

toodet. Samuti lisis Marnot, et tulevikus võiks riik kaaluda ka teisi stiimuleid, näiteks võiks võlakirju vabastada tulumaksustamisest või pakkuda tulumaksusoodustusi, mis teeks võlakirjad jaeinvestoritele veelgi atraktiivsemaks (Marnot, 2025). Lähtudes kõigist intervjuudest võib öelda, et jaeinvestoritele suunatud siseriiklik võlakirjade emissioon kui selline võib jätkuda ka tulevikus, kuid see sõltub poliitilisest tahtest ja kommunikatsioonivõimekusest. Janno Luurmees ütles, et seda ei ole veel otsustatud, kuid põhimõtteliselt, miks ka mitte, kuid sellised siseriiklikud emissioonid tuleks siduda rahvusvaheliste turgudega, et riik ei peaks korraldama eraldi emissioone, vaid investorid saaksid võlakirju hankida kohe sealt (Luurmees, 2025). Allan Marnot ütles, et siin tekib aga teatud huvide konflikt, sest väiksemad pangad koguvad tähtjalisi hoiuseid, mis on sellistele võlakirjadele konkureerivaks tooteks. Samuti rõhutas ta, et kui riik näitaks selle suhtes suuremat aktiivsust ja huvi üles, ei oleks Swedbankil probleemi instrumenti turul oma klientidele ja teistele müüa (Marnot, 2025). Samuti mainis ka Kalmus, et LHV poole pealt on kindlasti huvi olemas, kuid ta mainis ka, et võib olla peaksid nad selgemini märku andma, et huvi on nii nende kui ka turu poolt olemas, et võlakirjade emiteerimisega jätkata (Kalmus, 2025).

Emissiooni kui sellist pidasid kõik intervjuueeritavad ikkagi pigem positiivseks ning tulemust kas ootuspäraseks või paremaks. Mart Vörklaev ütles, et sellest saab pigem rääkida kui eduloost: maht märgiti üle, investorid said kogemuse ja elamuse kogu eluks, ning likviidsus, mida kardeti kõige rohkem, on instrumendil hea, seega üleüldiselt oli kogu ettevõtmine ülipositiivne (Vörklaev, 2025). Luurmees ütles, et lõpptulem läks kokku ootustega, et selles ajaaknas oli see parim võimalik tulemus ja lõppude lõpuks oli ikkagi tegemist suurima osalejate arvuga kohaliku emissiooniga (Luurmees, 2025). Kalmus tundis samuti, et tulemuse oli ootuspärane, kuid siiski oleks võinud olla rohkem eraisikuid ja väikeinvestoreid, kes oleks selle projektiga kaasa tulnud, sest pigem oli peamised märkijad teadlikud ja kutselised investorid, kes nägid instrumendis head investeerimisvõimalust (Kalmus, 2025).

Lõpuks tuleb müügistrateegia puhul rõhutada ka poliitilist mõõdet kui sellist, sest emissiooni kujundamisel ei olnud peamiseks teguriks ainult majanduslik kasu, vaid selle läbi näitas riik, et nad on usaldusväärne ja atraktiivne majanduspartner mitte ainult

institutsioonidele, vaid ka eraisikutele. Marnot rõhutas, et ajastus oli väga hea, sest instrumenti kui sellist oli turule vaja, kuid ta tunnetas, et tehti ära minimaalne vajalik õigel hetkel. Marnot peab olulisemaks jätkutegevusi, et võiks kaaluda võlakirjade intresse tulumaksust vabastada, mis on osades Euroopa riikides toimiv praktika ning see oleks asi, mis muudaks instrumendi olulisemalt atraktiivsemaks ja konkureerivamaks (Marnot, 2025).

### **4.3 Järeldused**

Antud analüüs põhines kvalitatiivsetel andmetel ning autor viis läbi intervjuud endise rahandusministri, riigikassa osakonna juhataja ning Swedbanki ja LHV poolsete projektijuhtidega. Nendeks inimesteks olid Mart Võrklaev, Janno Luurmees, Allan Marnot ja Silver Kalmus. Nende perspektiivid ja kommentaarid otsuse käigust täiendasid teoreetilist raamistiku ning andsid põhjalikuma arusaama, kuidas siseriiklike võlakirjade emissioon reaalsuseks sai ning mis tegurid seda mõjutasid. Järeldused lähtuvad teoreetilisest raamistikust ning sellest, kuidas intervjueeritavad neid tajusid.

Probleemivoog on mitme voo raamistiku keskne komponent, mis aitab mõista, millised olukorrad, sündmused või trendid panevad poliitikakujundajad probleeme tajuma ning neile lahendusi otsima. Antud juhtumi puhul oli peamiseks probleemiks riigieelarve defitsiit. Eesti on pärast 2020. aasta pandeemiat ja Venemaa-Ukraina sõja algust leidnud ennast olukorrast, kus eelarvepuudujääk on jätkuv ja süvenev. Sellest tulenevalt peab riik rohkem kulutusi tegema julgeolekumeetmete rakendamisse ja üldise valmisoleku parandamisse. Toodi välja, et emissioonist tulenev raha suunatakse eelarvedefitsiidi ja täienevate kaitsekulutuste katteks. Mitme voo raamistiku kohaselt aga ei piisa sellest, et riik ainult mõistab, et eelarve defitsiit on probleem, vaid oluline on see, et probleem muutuks avalikult ja poliitiliselt nähtavaks. Intervjuud Janno Luurmehe ja Allan Marnotiga viitavad aga sellele, et probleem, mille lahendamiseks emissioon tehti, ei olnud tegelikult eelkõige rahalisest vajadusest tulenev. See oli hoopis strateegiline ja kommunikatiivne. Ehk emissiooniga ei parandatud rahalist seisu või defitsiiti, sest antud emissiooni maht (200 miljonit) ei ole riigi seisukohalt märkimisväärne summa ning sellega ei annagi mingit eelarvepuudujäägi probleemi parandada. Janno Luurmes rõhutas ka ise, et seda ei tuleks ja ei saagi vaadata kui lahendust, vaid pigem sellist turutestimise

ja uue instrumendi turule toomise meedet. Selle peamine eesmärk oli ikkagi arendada kohalikku kapitaliturgu ning pakkuda kohalikele investoritele madala riskiga säästmis- või investeerimisvõimalust (Luurmees, 2025). See saatis või üritas saata elanikele sellist positiivset suunitlust või impulssi, et raskes majanduslikus olukorras pakub riik kindla tootlusega vahendit, kuhu enda raha paigutada. See võis saata aga ka vastupidist impulssi. Inimesed võivad tunnetada, et maksutõusud või uued saabuvad maksud on liiga kõrged ning nüüd soovib riik, et meie neile raha laenaksime, pärast seda kui nad meilt selle niigi käest võtavad.

Probleemivoog ei teki alati institutsionaalsete analüüside või seisukohtade tulemusena - seda mõjutavad ka kodanike, huvirühmade või meediast kuvatud ootused. Intervjuud Silver Kalmuse ja Allan Marnotiga näitavad, et Eesti investorid, eriti pankade kliendid, olid aastaid küsinud, miks riigil puuduvad võlakirjad, millesse tavainimesed saaksid investeerida. See ootuse surve või probleem ei olnud plahvatuslik ega esmajärguline, kuid siiski on inimesed sellest rääkinud juba pikemat aega. Selle kohta on meedias ilmunud ka mitmeid arvamuskäsitlusi ja uudiseid. Nimekamatest inimestest on seda soosinud näiteks Tallina börsi juht Kaarel Ots, kes kirjutas, et riik laenab raha nagunii ja mingis osas võiks see laenamine toimuda Eesti kohalikelt jaeinvestoritelt ja inimestelt (Asso Ladva, Õhtuleht, 2023). Seda seisukohta käsitles ka Päevalehe arvamuskäsitlus Mart Võrklaevast. Ka seal jäi kõlama seisukoht, et seni on riik võlgu võtnud peamiselt rahvusvahelistelt turgudelt ja investoritelt, kuid peaaegu üldse mitte Eesti inimestelt. Kuid Võrklaeva arvates tuleks see võimalus Eesti inimestele anda (Päevaleht, 2023). See oli raamistikus suhtes hea olukord, kus altpoolt tulenev nõudlus on üheks probleemi komponendiks, mida otsusega parandati.

Samuti ei saa aga väita, et eelarvedefitsiit ja raske rahanduslik olukord ei soosinud võlakirjade emiteerimist - hoopis vastupidiselt, sest kui ei oleks olukorda, kus riigil oleks vaja raha laenata, siis ilmselt Eesti kontekstis sellist otsust ei oleks tulnudki. Kui riigi rahanduslik seisund oleks hea ning eelarve oleks hoopis ülejäägis, siis ei oleks riigil vajadust võlakirju emiteerida. Kui sellises olukorras oleks selline otsus tehtud, alles siis saaks öelda, et võlakirjade emissioon toimus täielikult ainult positiivse impulsi saatmiseks ja kohaliku kapitalituru arendamiseks. Arvestades Eesti üldist konservatiivset

eelarvepoliitikat, siis ei võtaks Eesti riik endale ilma põhjuseta laenukohustusi. Seda toetab ka Mart Vörklaev, kes intervjuus ütles, et ta ei arva, et emissiooni kui sellist peaks tegema sellepärast, et seda lihtsalt teha. Sest emissioonil peab ikkagi lõpuks olema põhjus ja see peab olema põhjendatud, et ka inimene, kes oma raha sinna paigutab, saaks aru, miks riik seda teeb, seega ei ole riigil mõtet raha tühja loopida (Vörklaev, 2025).

Mitme voo raamistiku kohaselt on poliitilises voos oluline roll poliitilise konteksti sobivusel, rahvuslikul meeleolul, huvirühmade kampaaniatel ning valitsusel ja parlamendi koosseisul. Intervjuude põhjal saab väita, et huvirühmade kampaaniad olid olemas ning mängisid küllaltki olulist rolli, sest kõik kolm intervjuueeritavat väitsid, et huvi inimestelt ja investoritelt on aastate jooksul olnud suur (Luurmees, 2025; Kalmus, 2025; Marnot, 2025). Samuti mängis väga olulist rolli toonane rahandusminister Mart Vörklaev, mida kinnitasid ka kõik intervjuueeritavad. Vörklaeva puhul oli tegemist isikuga, kes ei tegutsenud pelgalt ministrina, vaid oli ka mitme voo raamistiku kohaselt poliitikaettevõtja. Nagu intervjuudest välja tuli, ei olnud siseriiklike võlakirjade emiteerimine majanduslikult kõige efektiivsem lahendus, mida ministri seisukohalt võiks raamistiku järgi oodata. Ta tundis, et selline otsus saadab positiivse impulsi elanikele ning seeläbi on sellest tulenev kasu suurem kui lihtsalt rahaline väärtus. Seega tegutses ta klassikalise poliitikaettevõtjana - ta haaras kinni võimalusest ning kasutas oma positsiooni idee käivitamiseks. Kui poliitiline voog oleks olnud teistsugune või minister teine, siis ei oleks ilmselt ideed saanud teostada. See ilmnes ka ministrivahetuses - Jürgen Ligi ei jaganud samasuguseid tundeid või väljavaateid nagu Mart Vörklaev, vaid pigem hoopis vastupidiseid. Kuigi otsus oli selleks hetkeks tehtud ning vahetus ei muutnud otseselt seda, kas emissioon toimub või ei toimu, muutis see aga võib olla avalikku suhtumist. Sest nagu Silver Kalmus enda intervjuus välja tõi ütles Jürgen Ligi avalikult, et tal ei ole raha, et võlakirju osta, sest ta teeb sellega midagi paremat (Kalmus, 2025). See võib omakorda tuua kaasa potentsiaalsete investorite ära kukkumise, sest kui emitendi esindaja ütleb avalikult, et tema neid ei osta, siis miks peaksin seda tegema ka mina. Seda toetab ka tõsiasi, et siseriiklike võlakirjade emissiooni turunduse ja kommunikatsiooni pool nomineeriti Eesti turunduse suursündmusele Kuldmuna. Võlakirja emissioon oli kategoorias: Avaliku sektori kommunikatsioon ning selle pealkirjaks: „Kuidas kaasata 200 miljonit eurot, kui raha kaasaja ise ei märgi (Kuldmuna,

riigivõlakiri, 2025). See näitab, et kommunikatsiooni töö ja üldine töö, mida tehti, et võlakirjade emissiooni rahvale „maha müüa“ oli väga oluline ning raske. Muidugi on reaalselt raske hinnata, kas ja kui palju see tulemust ikkagi mõjutas, kuid intervjuudest tuli välja, et jaainvestorite osalus jäi alla oodatud piiri ning Ligi väljaütlemine võis selles mingit rolli mängida. Peamisteks põhjusteks peeti siiski aga üldist vähest finantsharidust või üldise olukorra teadlikkuse vähesust. Paljud inimesed ei teadnud, mis see riigivõlakiri täpselt on ning kuidas see erineb hoiustest või fondidest ning mis olid selle plussid ja miinused. See toetab mitme voo teooria raamistikku, et poliitiline voog ei piirdu ainult valitsusasutuste otsustega, vaid hõlmab avalikku diskursust ja seda, mida inimesed ning avalikkus otsusest arvab. Raamistiku kontekstis tähendab see seda, et isegi kui probleem ja selle lahendus on olemas, ei pruugi poliitikaaken avaneda, kui avalikkus ja meedia ei toeta seda või see jääb neile arusaamatuks.

Poliitikavoog keskendub sellele, millised võimalikud lahendused juba eksisteerivad ning kui tugevad need on. Käesolevas töös ei olnud tegemist mitme konkureeriva võimalusega, vaid pigem ühe varasema mõttega, mis on õhus olnud, kuid seda ei ole varem realiseeritud. Nagu tööst välja tuli, oli emissiooni korraldamise üheks suurimaks argumendiks vajadus tugevdada kapitaliturgu, kuid see ei olnud otseselt seotud eelarvepuudujäägi ega kaitsekulude kattega. Selline finantsinstrument aitab hajutada investeerimisvõimalusi, täiendab Eesti riigi laenamisinstrumentide nimekirja ja arendab see läbi ka Eesti Kapitaliturge (Kirke Ert, Taavi Libe, ERR, 2024). Nõudlust kinnitab ka tõsiasi, et võlakirjade emiteerimise maht märgiti ligi 4 kordselt üle (Rahandusministeerium, 2024). Intervjuud ka kinnitavad seda, et see aspekt oli pigem kommunikatiivne või selline esinduslik, mitte sisuline. Seetõttu saab väita, et antud kontekstis on poliitikavoog justkui tagurpidi struktureeritud, sest enne eksisteeris lahendus, kui sellele määratleti probleem. Klassikalises kontekstis tekib kõigepealt probleem, mis vajab lahendust ning siis hakatakse sellele otsima lahendusi, kuid antud olukorras oli vastupidi. Seetõttu võib väita, et enne oli olemas idee või lahendus, mida sooviti rakendada ning alles siis leiti sobiv probleem või põhjendus, miks seda teha. Seega oli lahendus juba olemas ning rakendatav juba enne, kui avanes poliitiline võimalus, kuid mitme voo raamistikus on oluline aspekt ka teostatavus. Antud juhul ei olnud teostuse takistusteks ei regulatiivne ega tehniline piirang, vaid puudus senine

initsiatiiv või juhtimine. Samuti ei olnud antud töö kontekstis poliitikavoog väga tihedalt asustatud konkurentsiväljal. Mis tähendab, et ei olnud väga suurt arutelu või kaalumist teiste samaväärsete alternatiivide vahel. Seetõttu võib väita, et üks teooria klassikalisi lähtekohti - konkurents lahenduste vahel - antud juhul ei rakendunud sellisel määral, sest lahendus oli juba eelnevalt välja valitud. Väga oluline osa poliitikavoos on ka institutsionaalsel võimekusel. Lahenduste elluviimine ei sõltu üksnes sellest, kas idee on hea, vaid kas on olemas ka struktuurid, mis suudavad seda päriselt teha. Ehk kui minister Vörklaev oleks tulnud ideega välja, et siseriiklikult võlakirje emiteerida, kuid selle elluviimiseks puuduks tugi pankadelt või institutsioonidelt, jääks idee paratamatult ellu viimata. Samuti on antud voos väga oluline lahenduse kommunikatiivne külg, mis ilmnis antud töös eriti selgelt. Siin ilmneb ka mitme voo raamistiku rakendatavuse piir antud töö kontekstis. Raamistik eeldab, et sobiv lahendus liigub süsteemist läbi, kui teised vood avanevad, kuid see ei käsitle sügavuti seda, kui palju avalik arusaam või finantsteadlikkuse tase võivad mõjutada lahenduse reaalsel rakendamist. Selles aspektis ei olnud mitme voo raamistik piisav, sest see eeldab, et voos on lahendused ekspertide ja erinevate poliitikagruppide hinnata, kuid tänapäeva poliitikas mängib aina olulisemat rolli ka avalikkuse reaktsioon. Kui emissioon ei oleks saanud piisavat kandepinda kodanike seas kas siis teadlikkuse või usalduse puuduse tõttu, võib ideaalne poliitiline probleemi lahendus jääda tulemuseta.

Antud töö kontekstis osutus mitme voo raamistiku kasutamine kasulikus tööriistaks, mis aitas selgitada, kuidas erinevate tegurite - probleemi, poliitilise konteksti ja valmis lahenduse - kokkulangemisel sai võimalikuks seni realiseerimata idee elluviimine. Raamistik aitas struktureeritult analüüsida, kuidas probleemivoog, poliitiline initsiatiiv ja küps lahendus kohtusid. Samas ilmnis töö käigus ka raamistiku piirangud: mitmed sündmused ei järgnenud klassikalisele loogikale, kus probleemi olemasolust sünnib lahendus. Pigem leidis kinnitust see, et ennem oli lahendus ja alles siis määratleti poliitiliselt sobiv probleem - teisisõnu oli poliitikavoog teatud mõttes ees, mitte järel. Samuti ei olnud poliitikavoog täielikult arenenud või täies mahus arvestatav, sest puudus traditsiooniline alternatiivide kaalumine. Sellegi poolest aitas mitme voo raamistik hästi mõista, miks just sellisel hetkel ja sellise juhtimise all sai otsus teoks. Raamistik aitas seostada isikupõhist initsiatiivi, avaliku diskursuse, rahanduspoliitilise vajaduse ja

turusurve otsustusakna avanemiseks. Seega, kuigi raamistik ei olnud täielikult sobiv antud töö uurimiseks, oli see siiski parim võimalik lahendus ja teoreetiline käsitus, mida kasutada.

## Kokkuvõte

Antud bakalaureusetöö eesmärgiks oli uurida Eesti riigi 2024. aasta siseriiklike võlakirjade emissiooni otsustusprotsessi ja korraldust, keskendudes küsimusele, miks ja kuidas otsustati esmakordselt pakkuda võlakirju ka eraisikutele ja jaeinvestoritele. Teema on oluline, kuna tegemist oli esmakordse ja uudse otsusega Eesti rahanduslikus kontekstis. Varasemalt on võlakirjad olnud suunatud ainult institutsionaalsetele investoritele. Töö eesmärgiks oli välja selgitada otsuse majanduslikud ja poliitilised ajendid ning analüüsida, milliste tegurite mõjul see võimalikuks sai.

Töö teoreetilise raamistikuna kasutati John Kingdoni mitme voo raamistikku, mis võimaldab protsessi analüüsida kolme voo kaudu: probleemivoog, poliitiline voog ja poliitikavoog. Probleemivoos kirjeldatakse olukordi, kus on mingid majanduslikud, sotsiaalsed või institutsionaalsed probleemid, mis vajavad lahendamist. Poliitiline voog käsitleb poliitilist meeleolu, valitsuse koosseisu ja huvirühmi ning võtmeisikuid. Poliitikavoog keskendub olemasolevatele või potentsiaalsetele lahendustele ning sellele, kui teostatavad nad on.

Töö metoodilises lähenemises kasutati protsessijälgimist, mis võimaldab vaadelda sündmuste ahelaid, tuvastada kriitilise momente ning uurida seost põhjuse ja tagajärje vahel. Analüüsi aluseks olid neli poolstruktureeritud intervjuud: endise Rahandusministri, Riigikassa osakonna juhataja, Swedbanki finantsinstitutsioonide ja kapitaliturgude osakonna juhataja ja LHV panga võlakirjade valdkonna juhiga. Lisaks toetuti erinevatele otsusega seotud ametlikele dokumentidele ja meediaväljaannetele.

Töö tulemused näitavad, et kuigi ametlikult jäi mulje, et emissiooni põhjuseks oli eelarve defitsiit ning täienevate kaitsekulutuste katmise vajadus, siis tegelikult ei olnud rahaline vajadus otsustavaks teguriks. Intervjuudes rõhutati, et 200 miljonit ei ole riigi vaatest kuigi suur summa ning sellega eelarve auku ei täideta. Emissiooni tegelikuks eesmärgiks oli kohaliku kapitalituru arendamine, investorite rahastamisvõimaluste mitmekesistamine ning üldise majandusliku olukorra parandamine. Seega oli tegu pigem positiivset impulssi saatva strateegilise sammuga.

Olulisem poliitiline tegur või põhjus, miks otsus üldse sündis, oli toonane rahandusminister Mart Vörklaev, keda võib käsitleda teoreetilise raamistiku kontekstis klassikalise poliitikaettevõtjana. Poliitikaettevõtja on inimene, kes näeb sobivat võimalust selleks, et enda ideed ellu viia. Vörklaeva panus eristus oluliselt tema järeltulijast Jürgen Ligist, kelle vähese huvi või toetuse puudumine tõi kaasa teatava kommunikatiivse nõrgenemise emissioonile ja seeläbi ka tulemustele.

Töö järelduseks on, et võlakirjade emissiooni tegi võimalikuks kolme olulise komponendi kokkulangemine: laenamist soosiv keskkond, tugev poliitiline tahe ning institutsionaalne valmisolek. Lisaks tooks autor välja kommunikatsiooni ja finantshariduse olulisuse, mille arendamine võiks tõsta sarnaste tulevaste projektide edukust. Tööst tuli ka välja, et siseriiklike võlakirjade esmast emissiooni võib pidada edukaks. Maht märgiti ligi neljakordselt üle ning Eesti inimeste huvi võlakirjadest osa saada oli suur, kuid nagu iga asjaga on alati võimalik teha paremini. Uuringu tulemused viitavad sellele, et siseriiklike võlakirjade pakkumine jaeinvestoritele võiks jätkuda ka tulevikus, kuid selleks on vaja järjepidevat poliitilist toetust, soovi seda reaalsuseks teha ning üldist majanduslikku olukorda, mil see on võimalik. Samuti on väga olulisel kohal jätkutegevused selleks, et võlakirjade emissioon jätkuks. Nendeks on üldise finantshariduse parendamine ja ühiskonna teadlikkuse tõstmine finantsinstrumentide osas.

## Kasutatud kirjandus

1. Alesina, A., & Perotti, R. (1997). *Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects*. *Staff Papers (International Monetary Fund)*, 44(2), 210–248. <https://doi.org/10.2307/3867543> (külastatud 16. mai 2025).
2. Beach, D., & Pedersen, R. B. (2013). *Process-tracing methods: Foundations and guidelines*. University of Michigan Press.
3. Collier, D. (2011). Understanding process tracing. *PS: Political Science & Politics*, 44(4), 823–830.
4. Eesti Pank. (1998). *Annual Report 1997. Estonian Economy*. <https://www.eestipank.ee/en/annual-report-1997-estonian-economy> (külastatud 16. mai 2025).
5. Eesti Pank. (1999). *Annual Report 1998: Estonia's Economic Development in 1998*. <https://www.eestipank.ee/en/estonias-economic-development-1998> (külastatud 16. mai 2025).
6. Eesti Päevaleht. (2024). *Juhtkiri: Laskem ka Eesti inimestel oma riigile laenu anda*. <https://epl.delfi.ee/artikkel/120174998/juhtkiri-laskem-ka-eesti-inimestel-oma-riigile-laenu-anda> (külastatud 16. mai 2025).
7. Ert, K., & Libe, T. (2024). *Ministeerium: jaeinvestorite huvi riigi võlakirjade vastu oli korralik*. ERR. <https://www.err.ee/1609450265/ministeerium-jaeinvestorite-huvi-riigi-volakirjade-vastu-oli-korralik> (külastatud 16. mai 2025).
8. Euroopa Komisjon. (2010). *Provision of deficit and debt data for 2009 - first notification Euro area and EU27 government deficit at 6.3% and 6.8% of GDP respectively Government debt at 78.7% and 73.6%*. [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/stat\\_10\\_55](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/stat_10_55) (külastatud 16. mai 2025).
9. Euroopa Komisjon. (2022). *2022 Country Report – Estonia*. [https://commission.europa.eu/system/files/2022-05/2022-european-semester-country-report-estonia\\_en.pdf](https://commission.europa.eu/system/files/2022-05/2022-european-semester-country-report-estonia_en.pdf) (külastatud 16. mai 2025).

10. Euroopa Komisjon. (2024). *2024 Country Report – Estonia*. [https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/34698aa7-9514-41bc-9c64-e97fb70a741e\\_en?filename=SWD\\_2024\\_606\\_1\\_EN\\_Estonia.pdf](https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/34698aa7-9514-41bc-9c64-e97fb70a741e_en?filename=SWD_2024_606_1_EN_Estonia.pdf) (külastatud 16. mai 2025).
11. Eurostat. (2020). *Government debt down to 84.1% of GDP in euro area*. <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/10294660/2-23042020-AP-EN.pdf/82252e2f-7336-a45b-9735-5dc29176aa06> (külastatud 16. mai 2025).
12. Eurostat. (2025). *Government debt at 87.4% of GDP in euro area*. <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-euro-indicators/w/2-22042025-bp> (külastatud 16. mai 2025).
13. ERR. (2024). *Otse Kell 12: Ligi, pangad ja Tallinna börs räägivad riigi võlakirjadest*. <https://www.err.ee/1609436768/otse-kell-12-ligi-pangad-ja-tallinna-bors-raagivad-riigi-volakirjadest> (külastatud 16. mai 2025)
14. Friedrich, P., & Reiljan, J. (2015). Estonian Economic Policy during Global Financial Crises. In *CESifo Forum* (Vol. 16, No. 4, pp. 37–44). München: ifo Institut.
15. Herweg, N., Zahariadis, N., & Zohlnhöfer, R. (2023). The multiple streams framework: Foundations, refinements, and empirical applications. In *Theories of the Policy Process* (pp. 29–64). Routledge.
16. Holtfrerich, C. L., Feld, L. P., Heun, W., Illing, G., Kirchgässner, G., Kocka, J., ... & von Weizsäcker, C. C. (2016). *Government debt: Causes, effects and limits*. Berlin-Brandenburg Academy of Sciences and Humanities.
17. Kalmus, S. (2025). *Eesti riigi siseriiklike võlakirjade emiteerimise otsustusprotsess*. Tallinn. 28. aprill 2025.
18. Kuhlmann, J. (2016). Clear enough to be proven wrong? Assessing the influence of the concept of bounded rationality within the multiple streams framework. In *Decision-Making under Ambiguity and Time Constraints* (pp. 35–50).
19. Ladva, A. (2023). *Laename ise riigile raha? Tallinna börsi juht: rikkaks sellega ei saa, aga raha jääks Eestisse*. Õhtuleht. <https://www.oh tuleht.ee/1085093/laename-ise-riigile-raha-tallinna-borsi-juht-rikkaks-sellega-ei-saa-aga-raha-jaaks-estisse> (külastatud 16. mai 2025).

20. Luurmees, J. (2025). *Eesti riigi siseriiklike võlakirjade emiteerimise otsustusprotsess*. Tallinn. 4. aprill 2025.
21. Marnot, A. (2025). *Eesti riigi siseriiklike võlakirjade emiteerimise otsustusprotsess*. Tallinn. 16. aprill 2025.
22. Parts, J. (2013). *Estonia and the European debt crisis*. *Cato Journal*, 33, 269.
23. Rahandusministeerium. (2024). *2025. aasta riigieelarve seletuskiri*.  
<https://fin.ee/riigi-rahandus-ja-maksud/riigieelarve-ja-elarvestrateegia/riigieelarved> (külastatud 16. mai 2025).
24. Rahandusministeerium. (2024). *Eesti Vabariik: Investorpresentatsioon*.  
[https://fin.ee/sites/default/files/documents/2024-08/Jaepakkumise%20presentatsioon\\_27082024\\_final\\_final.pdf](https://fin.ee/sites/default/files/documents/2024-08/Jaepakkumise%20presentatsioon_27082024_final_final.pdf) (külastatud, 16. mai 2025).
25. Rahandusministeerium. (2024). *Eesti riigi võlakirjade pakkumine märgiti neljakordselt üle*. <https://www.fin.ee/uudised/eesti-riigi-volakirjade-pakkumine-margiti-neljakordselt-ule-0> (külastatud 16. mai 2025).
26. Rahandusministeerium. (2025). *EUR 200m 3.3% valitsuse võlakiri tähtajaga 16. september 2026*. [https://fin.ee/sites/default/files/documents/2024-09/EE1300001563\\_EST.pdf](https://fin.ee/sites/default/files/documents/2024-09/EE1300001563_EST.pdf) (külastatud 16. mai 2025).
27. Rahandusministeerium. (2025). *Kuldmuna: Investeeri riigi võlakirjadesse – Kuidas kaasta 200 miljonit eurot, kui raha kaasaja ise ei märgi?*  
<https://defolio.com/kuldmuna/2025-kuidas-kaasata-200-miljonit-eurot-kui-raha-kaasaja-ise-ei-marg-1> (külastatud, 16. mai 2025).
28. Rahandusministeerium. (2025). *Mis on riigivõlakiri?* <https://www.fin.ee/riigi-volakirjad/riigivolakirjad/mis-riigivolakiri> (külastatud 16. mai, 2025).
29. Rahandusministeerium. (2025). *Valitsuse pikaajalised võlakirjad*.  
<https://www.fin.ee/valitsuse-pikaajalised-volakirjad> (külastatud 16. mai 2025).
30. Raudla, R., & Douglas, J. W. (2020). This time was different: the budgetary responses to the pandemic-induced crisis in Estonia. *Journal of Public Budgeting, Accounting & Financial Management*, 32(5), 847–854.
31. Varblane, U. (2017). *Estonian economy – past, present, and future*. 經濟貿易研究: 研究所年報, 43, 171–179.

32. Vörklaev, M. (2025). *Eesti riigi siseriiklike võlakirjade emiteerimise otsustusprotsess*. Tallinn. 15. mai 2025.
33. Øvald, C. B. (2024). *Advancing the multiple streams framework for decision-making: the case of integrating ethics into the Norwegian oil fund strategy*. *Policy Sciences*, 57(1), 125–144.

## **Lisa 1. Intervjuude nimekiri**

1. Janno Luurmees (Tallinn, 4. aprill 2025, kestus: 45 minutit).
2. Allan Marnot (Tallinn, 16 aprill 2025, kestus: 30 minutit)
3. Silver Kalmus (Tallinn, 28 aprill 2025, kestus: 30 minutit)
4. Mart Vörklaev (Tallinn, 15 mai 2025, kestus: 30 minutit)

## Lisa 2. Intervjuu küsimused Janno Luurmehele

1. Milline on selline tüüpiline protsess selliste otsuste raames üldiselt, kes otsustab, kust tuleb idee? Kas on mingi ümarlaud või on idee või otsus kuskil tagaplaanil ja juba varem välja mõeldud?
2. Kuidas esialgne emiteerimise maht kui selline tuli?
3. Kui palju selline otsus üldiselt sõltub poliitilisest juhtkonnast vs ametkonnast? Ja kuidas selle otsusega oli, kas sellele oli ka mingit vastukaja kellegi poolt?
4. Kuidas see tootlusemäär kui selline kujunes, kuidas täpselt selline % leiti?
5. Mis olid peamised probleemid, mis tõid vajaduse võlakirjade emiteerimiseks, miks just praegu selline siseriiklik emissiooni tehti, sest raha on alati vaja olnud, kuid miks nüüd oli õige hetk ka erainvestoritele võlakirju emiteerida?
6. Millised oleks olnud alternatiivid võlakirjadele, et kuidas seda raha muud moodi katta oleks saanud?
7. Kas kasutasite ka mõne teise riigi eeskujut? Kas on ka mõni teine riik, kes on sellist emissiooni proovinud teha?
8. Kas nüüd kui emissioon on möödas ja tulemused teada, kas see võiks olla asi, mis jääbki selliseks investeerimise võimaluseks inimestele?
9. Kas valitsusekoosseisul või poliitiliseltüklil oli mõju otsusele, et kui võimalik oleks olnud keegi teine, kas see huvi oleks olnud nii suur, et see otsus ikkagi ära teha?
10. Kas avalik arvamus või meedia diskursus mõjutas kuidagi protsessi, kas negatiivselt või positiivselt?
11. Kuidas hindate täna seda otsust, kas see oli edukas ja, kas tulemus oli pigem üllatav või ettenähtav?
12. Kuidas valiti pangad, kes korraldajatena kaasatud olid? Kas pankade suhtes oli mingeid eelistusi või soove või, kas pangad näitasid ise soovi üles, et osaleda?
13. Kui sarnane otsus oleks tulnud täna, kas protsess või tulem oleks olnud teine?
14. Mis olid suurimad takistused või kitsaskohad, mis otsuse juures esile kerkisid?
15. Palun kaardistage lõppu, kuidas terve protsess algusest lõpuni toimus?

## Lisa 2. Intervjuu küsimused Allan Marnotile

1. Kuidas nende siseriiklike võlakirjadega piha hakati, kas tuli rahandusministeerium teie poole, et meil nüüd selline soov või oli see vastupidi?
2. Kuidas otsus kui selline langetati, kuidas selline üldine suhtlus ministeeriumiga käis? Kas olid mingid nädalased koosolekud või olid mingid kindlad paika pandud verstapostid?
3. Kas Swedbanki roll oli pigem tehnilise teostajana või ka sellise sisulise sisendi andja?
4. Kust ja kuidas tulid tootlus ja emissiooni baasmaht?
5. Kas neljakordne üle märkimine oli teie arvates pigem eelduslik või tuli üllatusena?
6. Mis olid peamised probleemid, mis tõid vajaduse võlakirjade emiteerimise päevakorda?
7. Mis te arvate, kas ja kui palju mõjutas ministri vahetus otsust kui sellist, ning, kas sellel oli mingi mõju lõpptulemusele?
8. Kuidas hindas Eesti kohalik turg või rahvas võlakirjade atraktiivsust, milline oli võlakirjade ja emissiooni üldine imago või välja paistmine?
9. Kuidas hindate otsust kui sellist, kas eesmärk sai täidetud?
10. Kas näete, et selline emissioon võiks pikas plaanis jätkuda?
11. Kas see jääb pigem riigi või rahandusministeeriumi soovi taha või, miks sellega ei ole veel edasi mindud?
12. Kui sarnane otsus tuleks täna, kas siis selline majanduslik ebastabiilsus mõjutaks kuidagi tootlikkust või tulemust?
13. Mis olid suurimad takistused või kitsaskohad terve otsuse ja protsessi juures?
14. Kuidas selline pankade või protsessis osalejate üldine valik toimus, kas see tuleneski ainult panga enda soovist?

### **Lisa 3. Intervjuu küsimused Silver Kalmusele**

1. Kaardistamiseks, kes te täpsemalt olete, mis teie amet on ning, kuidas te projektiga seotud olite?
2. Kuidas nende siseriiklike võlakirjadega piha hakati, kas tuli rahandusministeerium teie poole, et meil nüüd selline soov või oli see vastupidi?
3. Mis te arvate, miks siis just nüüd selline emissioon toimus või, kust tuli see initsiatiiv see ära teha?
4. Kuidas selline suhtlus üldiselt ministeeriumi ja teie vahel toimus? Kas olid mingid nädalased koosolekud või midagi sellist?
5. Kust ja kuidas tulid tootlus ja emissiooni baasmaht?
6. Milliseid riike kasutasite võrdluseks või milliste riikide eeskuju võtsite?
7. Kas näete, et selline emissioon võiks pikas plaanis jätkuda?
8. Mis te arvate, kas ja kui palju mõjutas ministri vahetus otsust kui sellist, ning, kas sellel oli mingi mõju lõpptulemusele?
9. Mis olid suurimad takistused või kitsaskohad terve otsuse ja protsessi juures?
10. Kas teate kuhu projektist tulnud raha täpselt paigutati või mille jaoks seda kasutati?
11. Kuidas hindate otsust kui sellist, kas eesmärk sai täidetud? Kas tulemus oli oodatav või pigem üllatav?
12. Kui sarnane otsus tuleks täna, kas siis selline majanduslik ebastabiilsus mõjutaks kuidagi tootlikkust või tulemust?

## Lisa 4. Intervjuu Küsimused Mart Vörklaevale

1. Kuidas siseriiklike võlakirjade emissiooniga üldse pihta hakkasite või, kust tuli selline idee, et seda võiks üldse teha?
2. Kuna riigieelarve on defitsiidis ja valitsus on juba arusaanud ja leppinud sellega, et raha tuleb laenata, siis kuidas sündis otsus kasutada just siseriiklike võlakirju rahastamisvahendina? Kas kaaluti ka alternatiivseid lahendusi kohaliku kapitalituru ja investeerimiskeskonna tugevdamiseks, enne kui otsustati siseriikliku laenamise kasuks?
3. Millised olid üldised võtmetegurid ajastuse suhtes, mis asjad soosisid seda või võimaldasid üldse siseriiklike võlakirju emiteerida?
4. Kuidas mõjutas teie arvates ministri vahetus otsust, nagu ma aru saan, siis otsus oli juba vastu võetud, et emissioon toimub. Kuid kas see vahetus mõjutas teie arvates tulemust või muutis, kuidagi emissiooni üldist imagot?
5. Kas näete, et selline võlakirjade pakkumise võimalus võiks pikas plaanis Eesti inimestele jääda? Kas see on midagi, mis võiks tulevikus toimuda?
6. Kas teate mõnda riiki, kes pakubki enda inimestele sellist investeerimise võimalust hoolimata sellest, et riigil justkui laenata vaja ei ole, ehk tehaksegi emissiooni lihtsalt selleks, et inimestele finantsinstrumenti pakkuda?
7. Kuidas hindate üldist tulemust või emissiooni lõpp-produkti kui sellist?
8. Millised olid peamised kitsaskohad kogu protsessi ja emissiooni jooksul?

## **Lihtlitsents**

Mina, Sander Kasela, (isikukood: 50202072739) annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose Eesti Riigi siseriiklike võlakirjade müümise poliitiline (The political decision to issue domestic government bonds in Estonia), mille juhendaja on Heiko Pääbo,

- reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
- üldsusele kättesaadavaks tegemiseks ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
- olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile;
- kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.