

TARTU ÜLIKOOL  
Sotsiaalteaduste valdkond  
Johan Skytte poliitikauuringute instituut

Linda Kadajane

**ROHELISTE INVESTEERINGUTE EDENDAMINE:  
NÜGIMISE TEOORIA JA EUROOPA ROHELINE  
KOKKULEPE EESTI VARAHALDUSSETTEVÕTETES**

Magistritöö

Juhendaja: Raul Eamets, PhD

Kaasjuhendaja: Stefano Braghiroli, PhD

Tartu 2024

## **Autorsuse deklaratsioon**

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

Töö sõnade arv: 20239

Linda Kadajane 20.05.2024

## ANNOTATSIOON

Kliimamuutused ja keskkonnaseisu halvenemine on globaalsele majandusele ja ühiskonnale suured väljakutsed. Euroopa Liit (EL) on seadnud eesmärgiks 2050. aastaks saavutada kliimaneutraalsus Euroopa roheline kokkuleppe raames, edendades keskkonnasõbralikku tehnoloogiat, kestlikku tööstust ja transporti ning saaste vähendamist. Peamine fookus rohepöörde elluviimisel on pandud finantssektorile, nõudes investeeringute suunamist keskkonnahoidlikesse projektidesse ja ettevõtetesse. EL on kehtestanud põhjaliku regulatiivse raamistiku roheliste majandustegevuste klassifitseerimise, kestlikkuse aruandluse ja erinevate investeerimisvahendite näol, et edendada kestlike investeerimispraktikaid ja ettevõtete vastutust. Käesoleva magistr töö eesmärk oli uurida, kuidas Eesti varahaldurid defineerivad rohelist investeringut ning selgitada välja nügimise teooria rakendamise võimalikkust roheinvesteeringute mahu suurendamiseks. Uurimistööst käigus viidi läbi kvalitatiivsed poolstruktureeritud intervjuud 20 Eesti varahaldusettevõtte võtmeisikuga. Intervjuude tulemuste põhjal selgus, et Eesti varahaldurite lähenemised roheliste investeeringute defineerimisel varieeruvad oluliselt, sõltuvalt nende regulatiivsetest nõuetest ja kapitali mandaadist. Eesti varahaldurid juba kasutavad nügimise teooria praktikaid rohkem või vähem teadlikult ja usuvad, et kombinatsioon regulatsioonide ja nügimise teooria kasutamisest oleks tõhusaim viis kapitali rohelisemaks suunamisel. Intervjuude tulemused näitasid, et tasakaalustatud lähenemine, kus regulatsioonid määravad suuna ja teadlik nügimine, sihtgruppide spetsiifikat arvesse võttes, võimaldaks efektiivsemalt suunata investeeringuid keskkonnasõbralikumaks. Peamine roheline rahanduse praktiseerimise kitsaskoht Eesti varahaldurite seas on tasakaalu leidmine tootluse, keskkonnamõju ja regulatiivsete nõuete vahel. Edasine uurimistööst võiks keskenduda konkreetselt nügimise praktilisele rakendamisele ja mõju analüüsile, et leida parimad viisid investeerimisotsuste suunamiseks keskkonnasõbralikumaks Eestis. Uuringu tulemuste põhjal saab anda poliitikasoovitustena regulatiivsete nõuete lihtsustamist, stabiilse investeerimiskeskonna loomist, stiimulite väljaarendamist ja riigi ja erasektori koostöö suurendamist, et toetada Euroopa roheline kokkuleppe eesmärkide täitmist.

Võtmesõnad: roheline rahandus, Euroopa roheline kokkuleppe, investeerimisotsused, nügimise teooria

# **PROMOTING GREEN INVESTMENTS: NUDGE THEORY AND THE EUROPEAN GREEN DEAL IN ESTONIAN ASSET MANAGEMENT COMPANIES**

## **ABSTRACT**

Climate change and environmental degradation pose significant challenges to the global economy and society. The European Union (EU) has set the goal of achieving climate neutrality by 2050 as part of the European Green Deal, promoting environmentally friendly technology, sustainable industry and transport, and pollution reduction. The focus for implementing the green transition is placed on the financial sector, requiring investments to be directed towards environmentally friendly projects and companies. The EU has established a comprehensive regulatory framework for the classification of green economic activities, sustainability reporting, and various investment instruments to promote sustainable investment practices and corporate responsibility. The aim of this master's thesis was to investigate how Estonian asset managers define green investments and to explore the applicability of nudge theory to increase the volume of green investments. The study involved conducting qualitative semi-structured interviews with 20 key figures from Estonian asset management companies. The results of the interviews revealed that the approaches of Estonian asset managers to defining green investments vary significantly, depending on their regulatory requirements and capital mandates. Estonian asset managers are already using nudging theory practices, consciously or semi-consciously, and believe that a combination of regulations and nudge theory practices would be the most effective way to direct capital towards greener investments. The interview results indicated that a balanced approach, where regulations set the direction and deliberate nudging considers the specific characteristics of target groups, would more effectively steer investments towards environmental friendliness. The main challenge in practicing green finance among Estonian asset managers is finding a balance between returns, environmental impact, and regulatory requirements. Further research could focus on the practical application and impact analysis of nudging to identify the best ways to guide investment decisions towards sustainability in Estonia. Based on the findings, policy recommendations include simplifying regulatory requirements, creating a stable investment environment, developing incentives, and increasing public-private sector collaboration to support the achievement of the European Green Deal's objectives.

Keywords: green finance, European Green Deal, investment decisions, nudge theory

# SISUKORD

SISSEJUHATUS.....	6
1. EUROOPA LIIDU ROHEPÖÖRE.....	9
1.1 Rohepöörde taust.....	9
1.1.1 Kestlik areng ja rohepööre.....	9
1.1.2 Kestliku arengu eesmärgid, Pariisi kliimalepe ja Euroopa roheline kokkulepe....	11
1.1.3 Investeeringu otsustusprotsessid ja roheline rahandus.....	16
1.2 Euroopa roheline kokkuleppe regulatiivne ülevaade.....	22
1.2.1 Taksonoomia ja aruandluskohustused.....	23
1.2.2 Roheliste võlakirjade turg ja võrdlusalusused.....	26
1.2.3 Rohepesu, hoolsuskohustus ja rohevähendused.....	27
1.2.4 Süsinikuturg ja -tariif.....	30
1.3 Rohelised investeeringud Euroopa roheline kokkuleppe kontekstis.....	31
2. NÜGIMISE TEOORIA.....	36
2.1 Nügemise teooria teoreetiline raamistik.....	36
2.1.1 Libertaarne paternalism.....	36
2.1.2 Valikuarhitektuur.....	39
2.1.3 Nügemine.....	41
2.1.4 Kriitika.....	44
2.2 Nügemise teooria praktikad ja osapooled.....	46
2.2.1 Nügemise praktikad.....	46
2.2.2 Nügemise osapooled.....	48
2.3 Roheliste investeeringute ja nügemise teooria seos.....	49
3. EMPIIRILINE UURING.....	53
3.1 Metoodika.....	53
3.2 Andmete kirjeldus.....	55
3.3 Tulemused ja diskussioon.....	57
3.3.1 Rohelise investeeringu defineerimine.....	57
3.3.2 Nügemise praktikate rakendamine.....	61
3.3.3 Rohelise rahanduse kitsaskohad, väljakutsed ja võimalused.....	67
3.4 Tulemuste kokkuvõtte ja poliitikasoovitused.....	69
KOKKUVÕTE.....	73
ALLIKATE LOETELU.....	76
LISA 1.....	83
LISA 2.....	84
LISA 3.....	86
LISA 4.....	87
LISA 5.....	88
LISA 6.....	89

## SISSEJUHATUS

Kliimamuutused ja keskkonnaseisu halvenemine on tõsised väljakutsed globaalsele majandusele ja ühiskonnale tervikuna. EL on Euroopa Komisjoni (EK) juhtimisel võtnud eesmärgiks muuta Euroopa 2050. aastaks kliimaneutraalseks, edendades majandust keskkonnahoidliku tehnoloogia abil, luues kestlik tööstus ja transport ning vähendades saastet (Euroopa Komisjon, 2023). ELi tugev pühendumus keskkonna- ja kliimaeesmärkide saavutamisele nõuab paratamatult muutusi investeerimispraktikates, et toetada kestlikku arengut ja keskkonnasõbralikku majandust, mille maksumus ulatub triljonitesse (Brühl, 2021). Selleks on EL võtnud vastu kestlikule majandusele ülemineku rahastamise strateegia, millega pannakse rohepöörde elluviimisel rõhk finantssektorile. Selle kaudu loodetakse suunata investeeringud keskkonnasõbralikesse projektidesse ja ettevõtetesse läbi ELi taksonoomia, kestlikkuse aruandluskohustuse, erinevate investeerimisvahendite ja rohepesu vältimise meetmete (Euroopa Komisjon, 2021). Põhimõtteliselt ettevõtjad ja finantsasutused peavad kohanema nende uute regulatsioonidega, mis toonud kaasa olulised muutused finantssektoris.

Kapitali kaasamine on igasuguse majandustegevuse alustala ning investorite peamine mõõdik on traditsiooniliselt olnud tootlus. ESG-mõõdikud (keskkonna-, sotsiaal- ja juhtimiskriteeriumid) on lisandunud viimase kümnendi jooksul, mis ei ole investorite poolt saanud kohest sooja vastuvõttu. Milton Friedman ja Warren Buffett on näiteks väitnud, et ESGga arvestamine võib pärssida ettevõtte kasumlikkust ja ei ole oluline investeerimisotsuste tegemisel, sest investorid peaksid keskenduma ainult osanike huvidele (NY Times, 1970; Äripäev, 2023). Samal ajal on uuringud näidanud, et ESGga arvestamine parandab investeeringu tootlust ning vähendab riske ja kulusid (McKinsey Quarterly, 2019; Gajewski et al, 2023; Pilaj, 2017). Uue põlvkonna tarbijatele on omakorda ESGga seonduv tegevus oluline ning regulatsioone tuleb üha juurde, mistõttu varahaldurid ei saa ESGst mööda vaadata (Sitar, 2022). Siiski on ELi ülereguleerimine Eesti varahaldurite hinnangul muutnud investeerimisotsused keerulisemaks ja rohelise kokkuleppe eesmärkide saavutamise raskemaks (Möllits ja Meier, 2023).

Kapitali suunamisel kestlikumaks on võimalik lisaks traditsioonilistele regulatiivsetele meetmetele rakendada ka pehmemat nügimise teoorial põhinevat lähenemist. Käesoleva sajandi algusest käitumisteaduste fookusesse kerkinud majandusteadusest välja kasvanud nügimise teooria tähendab otsustusprotsesside mõjutamist läbi positiivse suunamise, mille

kaudu on võimalik indiviidide ja institutsioonide käitumist muuta soovitud suunas (Thaler ja Sunstein, 2008). Järelikult nügimise kontseptsioon pakub huvitavat raamistikku, et mõista, kuidas positiivne tugev mõjutamine ja kaudsed käsud mõjutavad otsustuste langetamist sundimise asemel. ELi teekonnal kestlikuma ühiskonna ja majanduse suunas kerkib nügimise teooria esile kui kaalukas lähenemisviis, mis kasutab käitumisteaduse teadmisi eesmärgiga mõjutada keskkonnasäästlikumate investeeringute tegemist, tekitamata olulist vastupanu ja tõstes läbi selle olemasolevate direktiivide tõhusust (Silva, 2022).

Magistritöö eesmärk on uurida nügimise teooria rakendamise võimalikkust eesmärgiga edendada rohelist rahandust Eesti varahaldusettevõtetes, keskendudes Euroopa rohelse kokkuleppe eesmärkide saavutamisele. Magistritöö suunitlus rohelsele rahandusele on tingitud 2023. aasta magistritöö tulemustest, kus Eesti varahaldurid tõid välja, et ESGga seonduvatest valdkondadest keskendutakse kõige enam E ehk keskkonnaga ja G ehk juhtimisega seotud teguritele (Möllits ja Meier, 2023). Eesmärgi täitmiseks püstitasin järgmised uurimisküsimused:

- Selgitada välja ELi rohepöörde regulatiivne raamistik ja nügimise teooria võimalikud rakendusviisid finantssektoris varasema kirjanduse põhjal?
- Selgitada välja, milliseid investeeringuid peavad Eesti varahaldusettevõtted rohelisteks investeeringuteks?
- Selgitada välja, millised nügimise teooria partikad mõjutavad Eesti varahaldurite kalduvust teha roheinvesteeringuid ja milliseid nügimise teooria praktikaid rakendavad Eesti varahaldurid enda portfelli teevõtte peal Euroopa rohelse kokkuleppe eesmärkide täitmiseks?
- Selgitada välja, millised on Euroopa rohelse kokkuleppe poliitikate ja regulatsioonide kitsaskohad, võimalused ja väljakutsed Eesti varahaldurite arvates investeerimismaastikul?

Uurimistöö teoreetiline ootus põhineb kahel peamisel hüpoteesil. Esiteks rohelistel rahandusel puudub ühtne definitsioon ja erinevad osapooled määratlevad seda enda eesmärkidest lähtuvalt, mis on nende jaoks roheline investering (Migliorelli, 2021; Ozili, 2023). Järelikult on tõenäoline, et Eesti varahaldurite rohelse investeeringu defineerimine varieerub suurel määral. Teiseks nügimise teooria rakendamine võimaldab positiivse mõjutamise kaudu suunata

kapitali rohelisemaks, vähendades ühiskondlikku ja üleüldist osapoolte vastupanu ning bürokraatiat, mida traditsioonilised regulatiivsed meetmed sageli esile kutsuvad (Thaler ja Sunstein, 2008; Pilaj, 2017; Gajewski et al, 2023; Silva, 2022). Järelkult teise hüpoteesi kohaselt nügimise teooriat juba rakendatakse Eesti varahaldusettevõtetes roheliste investeeringute tegemiseks ja keskkonnasõbralikkuse kasvatamiseks nende portfelliettevõtetes.

See magistritöö on oluline tulenevalt Eesti ELi liikmelisusest ja pühendumisest rohepöörde elluviimisele kui ka riigi suuruselt. Keskendumine Eesti varahalduritele annab võimaluse saada kiiremini ülevaade kogu sektori tervikpildist, tulenevalt Eesti riigi kui ka turu väiksusest. Uurimistulemustele tuginedes on soov anda pragmaatilisi soovitusi nii Eesti varahaldusettevõtetele endile, ettevõtjatele kui ka poliitikakujundajatele rohepöörde paremaks elluviimiseks.

Magistritöös kasutatakse metoodikana kvalitatiivsete poolstruktureeritud intervjuude läbiviimist 20 Eesti varahaldusettevõtte võtmeisikuga. Intervjuude käigus kogun andmeid varahaldurite roheliste investeeringute määratlemise ja nügimise teooria rakendamise kohta. Saadud andmete analüüsimiseks kasutan horisontaalanalüüsi meetodit, mis võimaldab tuvastada ja võrrelda erinevate varahaldurite lähenemisi ja tavasid rohelise rahanduse valdkonnas neid kategoriseerides vastavalt avalikelt turgudel tegutsevateks ja era- ja riskikapitali varahalduriteks. Selline lähenemine aitab välja selgitada ka peamised ühisosad ja erinevused, pakkudes põhjalikku ülevaadet Eesti varahaldusettevõtete käitumisest ja suhtumisest Euroopa rohelise kokkuleppe eesmärkide täitmisel.

Uurimistöö on üles ehitatud teoreetilisele ja empiirilisele osale. Teoreetiline osa jaguneb kaheks, kus esimeses osas annan ülevaate rohepöörde taustast ja ELi regulatiivsest raamistikust ning käsitlen rohelise rahanduse ja investeerimisotsuste tegemise lahti mõtestamist vastavalt akadeemilisele kirjandusele. Teoreetilise osa teises pooles annan ülevaate nügimise teooriast ja selle rakendamisest finantsmaailmas varasema akadeemilise kirjanduse põhjal. Empiirilises osas viin läbi poolstruktureeritud intervjuud Eesti varahaldusettevõtete võtmeisikutega, kes igapäevaselt langetavad investeerimisotsuseid. Selle järgneb tulemuste analüüs rohelise rahanduse defineerimise kui ka nügimise praktikate rakendamise osas Eesti varahaldurite endi kui ka nende portfelliettevõtete peal.

# 1. EUROOPA LIIDU ROHEPÖÖRE

## 1.1 Rohepöörde taust

### 1.1.1 Kestlik areng ja rohepööre

Inimkond eirab juba pikka aega loodusvarade ülemäärast kasutamist ja jätkab keskkonnasaaste ignoreerimist, mis on tingitud planeedi elanike soovist parema elu ehk majanduskasvu järele. Teadlased on pikalt juhtinud tähelepanu sellele, et rikkuse loomise, keskkonna vastupanuvõime ja sotsiaalse õigluse vahel eksisteerivad sisemised vastuolud (Purvis et al., 2018). Kliimateadus omakorda rõhutab, et oleme jõudnud loodusressursside taluvuspiirile, mis on endaga kaasa toonud sisenemise täiesti uue kliimaga ajajärku. Vastavalt Stockholmi vastupanuvõime keskuse (2023) üheksa planeedipiiri kontseptsioonile oleme ületanud juba kuus kriitilist näitajat, mille piires saab inimkond üldse edasi areneda ja kasvada järgmiste põlvkondade jooksul. Sisuliselt see näitab, et samamoodi edasi tegutsedes, parandame tulevastele põlvedele elamiskõlbmatu planeedi. Järelikult on kriitilise tähtsusega põlvkondade vahelise tasakaalu saavutamine, mis tähendab, et tänane heaolu ei tule tulevaste põlvede arvelt. Põhimõtteliselt ei lükata tänaseid probleeme tulevaste põlvede kanda, nagu keskkonnakahjustused, ammendunud loodusvarad või kliimamuutused.

Põlvkondade vaheline tasakaal põhineb kestliku arengu kontseptsioonil. Kestlikkuse käsitluse juured on 1970date aastates, kus hakati rääkima majandusliku arengu seosest ümbritseva looduskeskkonnaga. Laiemalt sai kestliku arengu mõiste tuntumaks Ühendatud Rahvaste Organisatsiooni (ÜRO) juurdes moodustatud Maailma Keskkonna- ja Arengukomisjoni ehk Brundtlandi 1987. aasta raporti „Meie ühine tulevik“ kaudu (Mitlin, 1992; Purvis et al., 2019). Siiski ühtset ülemaailmset kestliku arengu definitsiooni ei eksisteeri, sest riigid, organisatsioonid ja eksperdid võivad määratlevad seda mõistet veidi erinevalt, lähtudes enda perspektiividest ja prioriteetidest (Mitlin, 1992; Martini, 2021; Migliorelli, 2021). Maailma Keskkonna- ja Arengukomisjoni (1987) definitsioon on kõige laialdasemalt tunnustatud, mille kohaselt on see „areng, mis rahuldab praeguste põlvkondade vajadusi, kahjustamata tulevaste põlvkondade võimet oma vajadusi rahuldada“. Sellega suunati tähelepanu inimkonna ja looduskeskkonna vahelise suhte paranemisele ja tasakaalustamisele, kus majanduskasv on kestliku arengu osa, mis aitab inimestele elada täna täisväärtuslikku elu, samal ajal kaitstes keskkonda ja tulevasi põlvkondi (Purvis et al., 2019). Sellel definitsioonil põhineb ka EK kestliku arengu käsitlus. Cunha et al. (2021) uuring toob esile, et varasemalt eelistati kasutada

jätkusuutlikkuse terminit, põhinedes Brundtlandi komisjoni seletusele, kuid uuemates regulatiivsetes dokumentides ja kirjanduses kasutatakse üha enam kestlikkuse terminit. Selles magistritöös keskendun kestlikkuse kontseptsioonile, sest see on täpsem tulenevalt poliitiliste ja sotsiaalsete prioriteetide muutumisest.

EL on võtnud EK presidendi Ursula von der Leyeni juhtimisel kestliku arengu juhtrolli maailmas, teadvustades keskkonnast tulenevaid inimkonna ees seisvaid probleeme ja üritades neile lahendust leida. Maailma Majandusfoorumi (2023) hinnangul on kliimamuutused ELile ühe dekaadiga maksma läinud 145 miljardit eurot. Järelikult selleks, et meie planeeti hoida sellises seisundis, et ka tulevased põlvkonnad saaksid nautida sarnast elukvaliteeti, peame nihkuma materialismist ja lühiajalisest kasust pikemaajaliste laiemate eesmärkide suunas. See eeldab muutust mõtteviisis, kutsudes inimkonda üles mõtlema sügavamalt oma tegevuste tagajärgede üle ning leidma uusi viise, kuidas elada kestlikumalt ja tasakaalus end ümbritseva looduskeskkonnaga. Selle põhjal on näiteks Teaduste Akadeemia juht Tarmo Soomere toonud aastalõpuintervjuus välja, et rohepööret peetakse nüüdisaja suurimaks võimaluseks ent ka väljakutseks meie ühiskonnale (Postimees, 2023).

Rohepöörde all mõistetaksegi rohelisemale majandusmudelile üleminekut ehk liikumist keskkonnasõbralikumale ja kestlikumale majanduse ning ühiskonnakorralduse suunas. EK (2021) laias laastus defineerib täpsemalt rohepööret kui ühiskonna toimimise pikaajalist muutust kestlikuma tootmis- ja tarbimisviiside suunas. Selleks on vaja rakendada innovatsioonipõhist lähenemist rohelise ülemineku saavutamiseks näiteks järgmistes valdkondades: kliimamuutuste leevendamine ja kohanemine; energiaüleminek; ringmajandus; saastatuse vähendamine; kestlik nutikad liikuvuslahendused; kestlik tootmine; bioökonomika; kestlik põllumajandus; ökosüsteemi ja bioloogilise mitmekesisuse parandamine jne. EK rõhutab, et edukas roheline üleminek vajab enam kui eelpool mainitud ainult valdkonnapõhised lähenemised. EK hinnangul on edukaks rohelise ülemineku saavutamiseks vaja laiapõhjalist muutust ühiskonnas, mis tähendab uute tehnoloogiate kasutuselevõttu, olemasoleva infrastruktuuri ümberkujundamist, seadusandluse kohandamist, turgude reformimist ja üleüldiselt inimeste hoiakute ja harjumuste muutmist (Nauwelaers, 2022). Rohepöördega kaasnevaid sotsiaalseid tagajärgi adresseerib õiglase ülemineku, mille eesmärk on tagada, et üleminek kestlikule majandusele tooks kaasa inimestele väärivad töövõimalused ning et kõikide ühiskonnakihtide esindajad saaksid sellest kasu (Moodie et al, 2021). Toodud definitsioonide põhjal saab üldistada, et rohepöörde ellu viimisel on rõhuasetus pandud

ühiskonnakorralduse mõtteviisi ja toimimise põhimõttelisel muutusel, toetudes arvestavale innovatsioonipõhisele lähenemisele ja sotsiaalselt õiglasele üleminekule.

### **1.1.2 Kestliku arengu eesmärgid, Pariisi kliimalepe ja Euroopa roheline kokkulepe**

Rohelisemat tulevikku on Euroopa riigid järjekindlalt üritatud integreerida enda poliitikaraamistikesse juba enne Leyeni ametiaega. Varasemad püüdlused hõlmavad endas Kyoto protokolliga vastuvõtmist 1997. aastal, millega lubasid liitunud riigid pühenduda CO<sub>2</sub> heitkoguste vähendamisele. Tegemist oli ka esimene juriidiliselt siduva kohustusega kliimamuutuste probleemiga tegelemiseks (Berrou et al., 2019; Sitar, 2022). Lissaboni strateegia lansseerimisega võeti kliimamuutuste pidurdamine üheks ELi eesmärgiks ja see omakorda andis õigusliku aluse ELi kliimapoliitikale.

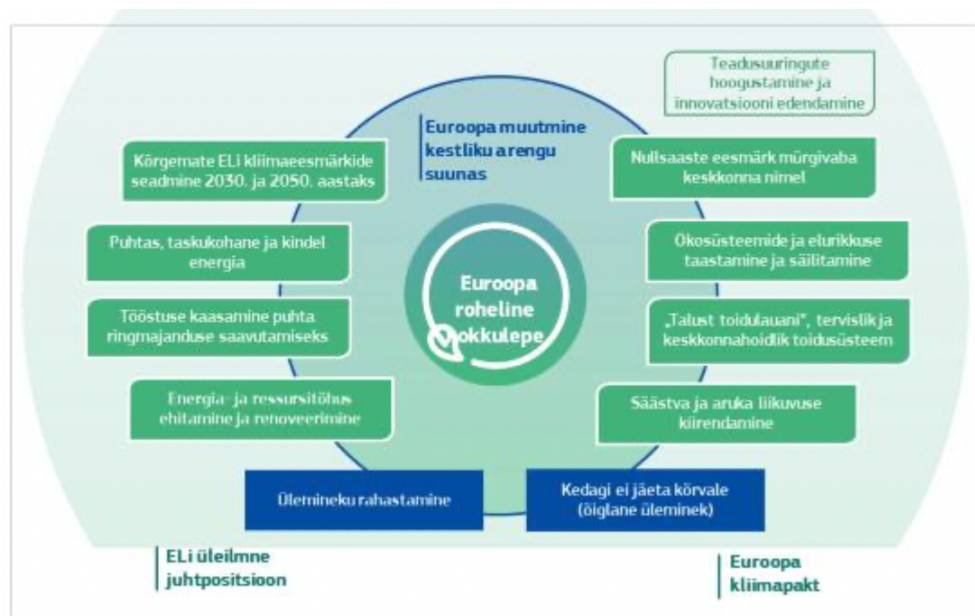
Alates 2015. aastast tekkis keskkonnapoliitikas suurem edasimineku, kus ELi poliitika kujundamisel on oluline roll ÜRO, kes pakub ülemaailmseid raamistikke ja suuniseid, mida EL järgib. 2015. aastal lepiti kokku ÜRO kestliku arengu eesmärgid (*Sustainable Development Goals* ehk SDGs), mis määratlevad peamised sotsiaalsed ja keskkonnaalased arenguvajadused globaalselt, andes konkreetseid suuniseid omavahel seotud ülemaailmsete probleemide lahendamiseks (Martini, 2021; Berrou et al., 2019; Purvis et al., 2019). ÜRO kestliku arengu eesmärgid hõlmavad endas 17 eesmärki ja 169 väiksemat sihtmärki alates keskkonnakaitsest kuni sotsiaalse võrdsuse ja majandusarenguni, millega püüeldakse loodusressursside mõistliku kasutuse ja inimeste heaolu suurendamise poole (Ühendatud Rahvaste Organisatsioon, 2015). SDGd suunavad rahvusvahelisi jõupingutusi kestliku ja kaasava maailma suunas aastaks 2030, mida rakendab oma riiklikus kavas üle 100 riigi, kes kehtestavad need omakorda regulatiivselt ettevõtjatele. Järelikult on SDGd keskkonnapoliitika kujundamise aluseks nii ELis kui ka liikmesriikide enda poolt. Näiteks Eesti, ÜRO ja ELi liikmesriigina, on tänaseks oma katusstrateegia „Eesti 2035“ kujundamisel võtnud samuti aluseks need SDGdest tulenevad eesmärgid (Riigikantselei, 2021).<sup>1</sup> Järelikult peab Eesti riik keskkonnapoliitikat oluliseks ja on astunud konkreetseid sammu kestlikkuse suunas. On prognoositud, et ÜRO SDGde saavutamiseks on maailmas aastaks 2030 vaja iga-aastast rahalist panust ligikaudu 5-7 triljonit dollarit (Migliorelli, 2021).

---

<sup>1</sup> Eesti on vabatahtlikult võtnud endale ka 18. eesmärgi juurde, milleks on kultuur.

Kestlikust maailmast ei saa rääkida, ilma et räägiks kliimast. 2015. aastal toimunud ÜRO kliimamuutuste raamkonventsiooni osaliste kohtumisel võtsid riigid vastu Pariisi kokkuleppe oma uute ambitsioonikate eesmärkidega. Sellega leppisid valitsused kokku hoida ülemaailmse keskmise temperatuuri tõusu tunduvalt alla 2 °C võrreldes tööstusrevolutsioonieelse tasemega ning teha jõupingutusi selleks, et temperatuuri tõus piirduks 1,5 °Cga (Euroopa Komisjon, 2015; Martini, 2021; Ozili, 2023). Näiteks mitmed riigid on võtnud meetmeid, et suurendada oma vastupanuvõimet kliimamuutuste mõjudele, tehes investeeringuid infrastruktuuri ja tehnoloogiasse. See aitab kaasa nii SDG 13 (kliimameetmete rakendamine) kui ka Pariisi kliimaleppe eesmärkidele kliimamuutustega kohanemise osas. Kliimaleppe pikaajaline eesmärk on saavutada aastaks 2050 tasakaal kasvuhuonegaaside heitkoguste ja maakera neeldumistaseme vahel (Euroopa Komisjon, 2015). 2016. aastal ratifitseeriti Pariisi kokkulepe ELis, millega EL võttis siduvad kohustused kestlikuma elulaadi suunas liikumiseks.

Euroopa kontekstis on ÜRO kestliku arengu eesmärgid ja Pariisi kliimakokkuleppe alustalaks 2019. aastal vastu võetud Euroopa roheline kokkuleppele, millega soovitakse muuta EL esimeseks kliimanetraalseks mandriks maailmas aastaks 2050 (Euroopa Komisjon, 2019).



Joonis 1. Euroopa roheline kokkulepe (Euroopa Komisjon, 2019).

Joonisel on kujutatud täpsemalt Euroopa roheline kokkuleppe erinevad komponendid. Euroopa roheline kokkuleppe näol on tegemist Leyeni juhitud EK uue majanduskasvustrateegiaga, mille raames püütakse majanduskasv lahutada ressursikasutusest. See laiaulatusliku poliitikate ja

algatuste kogumiga soovitakse muuta EL õiglaseks ja jõukaks, nüüdisaegse, ressursitõhusa ja konkurentsivõimelise majandusega ühiskonnaks. Selles on rõhuasetus pandud vajadusele tervikliku ja sektorite ülese lähenemise viisi järele, mille eri elemendid hõlmavad kliimat, keskkonda, energiat, transporti, tööstust, põllumajandust ja kestlikku rahandust, ringmajandust, hoonete renoveerimist energiatõhusamaks, nullreostus, strateegia „talust toidulauani“, transpordi teadus- ja arendustegevuse ning innovatsiooni ja välissuhete edendamise (Euroopa Komisjon, 2019). Sisuliselt loob Euroopa roheline kokkulepe poliitikate ja sektorite ülese lähenemisega konkreetse tegevuskava inimeste mõtteviiside ja elukorralduse muutusteks, et saavutada nullheitega majandus. Lisaks teeb see ELst kestliku arengu liidri oma ambitsioonikate eesmärkidega, olles kooskõlas ülemaailmsete kohustustega, nagu kestliku arengu eesmärgid ja Pariisi kliimaleping.

ELi roheline kokkuleppe eesmärgid on seatud väga pika aja peale ehk aastaks 2050, kuhu on veel üle kahe kümnendi minna. Siiski on vaja alustada netoheite vähendamise või nulli viimise tegevustega koheselt, milleks on EL seadnud mitmed vahe-eesmärgid. Nimelt 2021. aasta juulis esitati ettepanek „Eesmärk 55“, et muuta kõik ELi majandussektorid kliimanetraalsuse eesmärgi täitmiseks sobivaks, alustades heitkoguste vähendamisest käesoleva kümnendi lõpuks vähemalt 55% võrra võrreldes 1990. aastaga. (Euroopa Komisjon, 2021). Järelikult on „Eesmärk 55“ keskseks osaks Euroopa rohelises kokkuleppes, olles üks vahe-eesmärk ehk lühiajaline selge ja mõõdetav siht pikaajalise eesmärgi täitmiseks. Sellega suunatakse ELi saavutama 2030. aastaks oma kliimaeesmärgi õiglase, kulutõhusa ja konkurentsivõimelise viisil (Euroopa Komisjon, 2021). "Eesmärk 55" seab ühtlasi õigusliku aluse, muutes selle siduvaks eesmärgiks kõikidele liikmesriikidele, ning loob juriidilise raamistiku, mille alusel EL ja selle liikmesriigid peavad töötama, et saavutada nimetatud heitkoguste vähendamise eesmärk. Eelpool mainituga üritab EL välistada tegutsemise edasi lükkamist liikmesriikide poolt. Teadvustatakse, et pikaajalised eesmärgid ilma vahe-eesmärkideta ei pruugi toimida, mille tõttu ei ole võimalik edusamme või tagasilööke vahepealsel ajal hinnata ja vastavalt tagasisidele teha vajalikke muudatusi eesmärkide täitmiseks. Seda on näidanud juba varasemad pingutused kliimakriisiga tegelemisel, kus tegelikult ei ole suudetud maailmas heidet vähendada, tuues riikide poolt põhjuseks näiteks majandusliku kaalutlused või täitmismehhanismide puudumise. Praeguste prognooside kohaselt ei suudeta ikkagi täita Pariisi kliimaleppe vahe-eesmärki, hoida kliimasoojenemine ühinenud riikide poolt alla 2C (Bloomberg, 2023).

Euroopa roheline kokkuleppe eesmärkide ja selle vahe-eesmärkide täitmiseks oodatakse suuremahulisi investeeringuid nii era- kui ka avaliku sektori poolt, kus rahandussektorile on pandud võtmeroll. Prognoosi kohaselt on ELis aastani 2030 vaja ligikaudu 350 miljardit eurot investeerida igal aastal ainuüksi energiasüsteemi, et täita heitkoguste 55% vähendamise eesmärki ja täiendaval 130 miljardit eurot aastas keskkonnaga seotud eesmärkide saavutamiseks, tulenevalt „Eesmärk 55“ põhjal kokku lepitud (Euroopa Komisjon, 2021). Roheliste investeeringute maht ehk kliima- ja keskkonnaeesmärkidest lähtuvate vajalike investeeringute suurusjärk on keskmiselt aastas 1.5 triljonit eurot, mis on 10% ELi SKTst. 2011–2020. aasta perioodiga võrreldes on keskmiselt juurde vaja investeerida 640 miljardit eurot aastas aastani 2030 ehk ligikaudu pool eelnevast investeeringumahust (Eurofi, 2023). Sellest tulenevalt plaanitakse Euroopa roheline kokkuleppe kontekstis kestliku investeerimiskava kohaselt kaasata kümne aasta jooksul 1 triljon eurot kestlike investeeringuid nii erasektorilt kui ka avalikelt osapooltelt (Euroopa Komisjon, 2021). Järelikult Euroopa roheline kokkuleppe toodud initsiatiivide ja algatuste kogum ei ole mõeldud ainult keskkonnapoliitika kujundamiseks, vaid kapitali suunamiseks kestlike äritavade ja majandustegevuste soodustamiseks. Ühtlasi illustreerivad need suurusjärgud eesmärkide ambitsioonikust ja kõikide osapoolte täieliku panuse vajadust, et seatud eesmärgid oleks võimalik täita.

Avalik sektor ehk EL on Euroopa roheline kokkuleppe raames juba eraldanud märkimisväärse rahastuse ja loonud meetmed tegevuskava ellu viimiseks. ELi seitsmeaastasest 1,8 triljoni euro suurusest eelarvest, millest 750 miljardit eurot on välja käidud COVID-19 pandeemiast ülesaamise taastekava „NextGenerationEU“ alusel, suunatakse ELi roheline kokkuleppe finantseerimiseks kolmandik (Euroopa Komisjon, 2021; Eurofi, 2023). See tähendab ligikaudu 220 miljardi euro suurust rahastust roheliste projektide finantseerimiseks viie aasta jooksul. Lisaks sellele on olemas ka uus energiavaldkonna pakett nimega „RePower EU“, mis sisaldab täiendavat 225 miljardi eurost laenuprogrammi rohelistele projektidele (Eurofi, 2023). Selle ettepaneku eesmärk on suurendada taastuvenergia ja energiatõhususega seotud eesmärgi tulenevalt Venemaa sissetungist Ukrainasse, et suurendada Euroopa energiajulgeolekut. Lõplik õigusaktide pakett peaks vähendama ELi kasvuhoonegaaside netoheidet 2030. aastaks 57% (Euroopa Komisjon, 2022). Järelikult EL üritab Euroopa rohelist kokkulepet vedada maksumaksja raha eraldades ja üritab läbi selle meelitada kaasa erasektorit, aga edukaks rohepöördeks on olulisel kohal just erasektori kaasatus ja usk selle elluviimisele.

Eelpool mainitud avaliku sektori poolt eraldatud finantsvahenditele kõrval on vähemalt 2,5 triljoni suurune puudujääk, mida oodatakse investeeringutena just erasektorilt (Eurofi, 2021). Näiteks taastuenergia edendamine nõuab ulatuslikke investeeringuid taastuenergiaprojektidesse ja uutesse tehnoloogiatesse, kus finantsasutused sh varahaldurid on olulised partnerid nende projektide finantseerimisel. Järelikult Euroopa roheline kokkulepe on mõeldud ka erasektoris praktiseeritavate finants- ja investeerimisstrateegiatele suunise andmiseks.<sup>2</sup> Neid üldiseid suuniseid täpsustab iga liikmesriigi poolt vastuvõetud kliimaseadus, millega kehtestatakse riiklikud eesmärgid kasvuhoonegaaside heitkoguste vähendamiseks, meetmed kliimamuutustega seotud riskide maandamiseks ning investeeringud taastuenergia ja energiatõhususe valdkondadesse. Lisaks reguleerib see ka riigi sekkumist kliimamuutustega seotud probleemide lahendamiseks ning annab suunised ja volitused ametiasutustele ja ettevõtjatele selles valdkonnas tegutsemiseks. Kliimaseadus liigub Eestis esialgse hinnangu kohaselt Riigikokku kinnitamiseks 2024. aasta teises pooles (Kliimaministerium, 2024).

Kokkuvõtvalt on ELis püstitatud selged eesmärgid ja erinevad tegevuskavad keskkonnasõbralikumale majandusmudelile üleminekuks. Selleks on eraldatud avalikud rahalised vahendid ja meetmed julgustamaks investeeringuid seatud eesmärkide täitmiseks. Selle põhjal võib justkui järeldada, et kõik liigub soovitud suunas. Tegelikuses on roheline ülemineku eesmärkide saavutamise keeruline protsess. Esiteks on ebaselgus täielikus rohepöörde elluviimise maksumuses, mida ei ole suudetud prognoosida ja tekitab osapooltes segadust. Lisaks on keeruline leida tasakaal erinevate huvirühmade vahel, nagu ettevõtjate, tarbijate, keskkonnakaitse aktivistide ja valitsuste vahel, sest puudub ühine arusaam, kas roheline majandusmudelile üleminekuks toob kaasa majanduskasvu või hoopis tasaarengu. Euroopa roheline kokkuleppe näol peaks olema tegemist justkui majanduskasvu strateegiaga, samas ei ole selge, kuidas see mõjub ELi üldisele konkurentsivõimele ja seatud kohustused omakorda eraldiseisvalt liikmesriikide omale. Näiteks maailma suurimad saastajad juba Kyoto protokolliga ratifitseerimise tõid põhjuseks sellest loobumisele negatiivse mõju nende majandusele. Maailma kasvuhoonegaaside emissioonidest tuleb EList ainult 8% (Euroopa Komisjon, 2024). Järelikult tekitab see veel küsimusi juurde ettevõtetud tee proportsionaalsusest, võrreldes teiste riikidega, kellega ju samal ajal koguaeg konkureeritakse kõikidel tasanditel. Järelikult EL võib teha kõik endast oleneva, aga edukaks rohepöördeks on

---

<sup>2</sup> Investeerimisstrateegiatest ja rohelisest rahandusest tuleb juttu järgmises alapeatükis.

vaja kõikide maailma riikide samaväärset panust, kus tegelikult ülejäänud maailm on täna võtnud pigem pealtvaataja rolli. Praegune geopoliitiline olukord lisab siia pingeid ainult juurde. Kõige selle keskel on fookus pandud just rahandusmaailma peale, mis traditsiooniliselt keskendub ainult numbritele ehk kasumi maksimeerimisele, seega see eeldab väga suuri muutusi mõtteviisis ja käitumises.

Järgmises alapeatükis keskendun rahanduse rollile Euroopa roheline kokkuleppe kontekstis, tuues välja, kuidas varahaldurid investeerimisotsuseid langetavad.

### **1.1.3. Investeerimise otsustusprotsessid ja roheline rahandus**

EL on loonud Euroopa roheline kokkuleppega tugeva vundamendi rohelisemale majandusmudelile üleminekuks. Selle eelduseks on piisava rahalise ressursi suunamine nii avaliku kui ka erasektori poolt rohelistesse investeringutesse. Järelikult on oluliselt vaja mõjutada rahastajaid tegemaks vajalikke investeerimisotsuseid ja -strateegiad. Selleks on ELi ja ÜRO poolt seatud kestlikkuse eesmärkidel aastateks 2030 ja 2050 põhjal koostatud kestlikud eesmärgid finantsasutustele, et aidata kaasa roheliste investeringute abil kestliku arengu eesmärkide saavutamisele (Euroopa Komisjon, 2020; Möllits ja Meier, 2023: lk 5). See tähendab, et rahastajatele sh varahalduritel on üldised suunised olemas, mille põhjal investeerimisotsuseid langetada, võttes arvesse kestlikku arengut ja inimkonna ees seisvaid probleeme. Nende eesmärkidega arvestamine investeerimispraktikates on suur muutus, mille üle käib endiselt tuline arutelu varahaldurite seas.

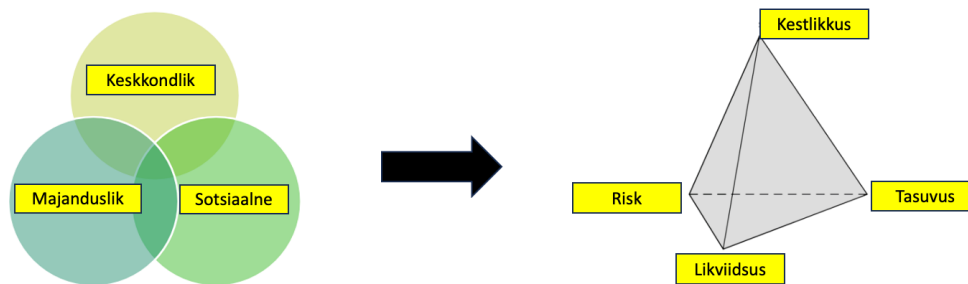
Traditsiooniliselt põhinevad investeerimisotsused kolmel põhimõttel: likviidsuse, tootluse ja riskide hindamisel. Kestlikkuse esile tõus on toonud vajaduse lisada sellele lähenemisel juurde kestlikkuse komponent ehk neljas alustala, mis määratleb, kas investering toetab kestlikkust või mitte (Sitar, 2022; lk 4-5). Kestlikkuse alustala põhineb omakorda kolme komponendil, mida kutsutakse inglise keeles „*triple bottom line*“: milles on oluline keskkondlik, sotsiaalne ja majanduslik vaade. Need on välja toodud ÜRO kestliku arengu eesmärkides (Purvis et al., 2019). Järelikult oodatakse investeerimispraktikates riski, likviidsuse ja tootluse suhte hindamise asemel nüüd veel ka kestlikkuse aspektide arvestamist, et mõõta investeringu mõju keskkonnale, ühiskonnale ja majandusele. Kestlikkuse alustala on otseses seoses Euroopa roheline kokkuleppega, kus põhivaldkonnad kattuvad samal kolmel suunal - keskkondlikul, sotsiaalsel ja majanduslikul - ning suunavad tegevusi ja otsuseid, mis toetavad kestlikkust

nendes erinevates dimensioonides. Esialgu võib see tunduda lihtne muutus investeerimispraktikates, aga päriselus on siin suured vastuolud. Ettevõtjate kui ka investorite peamine eesmärk on toota finantsilist kasumit. Ettevõtja ja investor ei saa konkureerida teistega, kes ei rakenda samasuguseid kestlikkuse põhimõtteid otsustusprotsessides. Mitte keegi ei ole valmis investeerima turust kehvematel tulemustel. Sama moodi ei ole ükski ettevõtte omanik valmis jätkama ettevõtte juhtkonnaga, kes ei suuda kasumiootusi täita. Selletõttu on valitsejad kehtestanud tulemuste saamiseks erinevad regulatsioonid, et kohustada finantssektorit tegelema kestlikkusega seotud temaatikaga. See omakorda toob kaasa kohustuse omanikel kestlikkusega arvestada, sest tegemist on turumoonutusega, kus tuleb arvestada lisaks traditsioonilistele parameetritele ka mõjudega keskkonnale. Siit tekib kasumi ja kestlikkuse vahel suur lõhe, kus tulemuslikkusse mõõdikud on rahas, mis omakorda mõjutab tegema otsuseid, mis tegelikult ei arvesta kestlikkusega. Kuidas üldse mõõta sotsiaalset mõju või keskkonnaalast jalajälge, võib olla keeruline küsimus, mis tekitab investorite seas ebaselgust. Need on üsna subjektiivsed näitajad ja otsene kasu jääb ebaselgeks.

Kestlikkuse alustala kolmel põhimõttel põhineb ESG lühend, mis tähendab keskkonnaalaseid, sotsiaalseid ja ettevõtte juhtimise seotud kriteeriume (Sitar, 2022; lk 12; Purvis et al., 2019). Järelikult ESG-kriteeriumid aitavad mõõta investeringu mõju keskkonnale, sotsiaalsetele aspektidele ja ettevõtte juhtimisele ning aitavad investeerijatel teha teadlikke otsuseid, mis arvestavad laiemat mõju ühiskonnale ja keskkonnale (Berrou et al., 2019). Seda käsitlust on üritanud finantsasutused sh varahaldurid rakendada investeerimisotsuste tegemisel. Järelikult on finantsasutuste seas tekkinud mõningane arusaam ja praktika, et kapitali saab kasutada lisaks finantseerimisele ja kasumi teenimisele tegelikult ka keskkonna ja sotsiaalsete probleemide lahendamiseks.

Joonisel 2 on toodud kestlikkuse alustala, kus rõngaste ühisosa markeerib kestlikkusega kooskõlas olemist ja selle integreerimist traditsioonilisse investeerimisotsuste tegemisse, lisades kestlikkuse aspekti (Purvis, 2019; Sitar, 2022: lk 4).

:



Joonis 2. Kestlikkus investeerimisotsustes (Purvis et al., 2019; Sitar, 2022: lk 4).

ESGs sisalduvate teguritega arvestamine ei ole investeerimismaailmas tegelikult midagi uut. See on esile tõusnud vastutusliku investeerimise kontekstis, olles selle täpsem investeerimise vorm. Vastutustundlik investeerimine (*socially responsible investment* - SRI) tähendab sotsiaalselt vastutustundlikku investeerimisstrateegia kasutamist, mida rakendades on eesmärk luua positiivset pikaajalist mõju ja saada finantsilist kasu (Sitar, 2022, lk 4; Purvis et al. 2019). See on sotsiaalse rahanduse ja investeerimise vorm, mille kaudu finantseeritakse projekte ja ettevõtmisi, mille eesmärk lisaks tootlusele on teenindada ka keskkonna, ühiskonna kui ka kestlikkuse huve (Martini, 2021). SRI praktiseerimine varahaldurite seas on olnud pigem tagasihoidlik enne regulatsioonide vastu võtmist, sest vabatahtlikkuse alusel on seda peetud pigem filantroopilistel eesmärkidel toimetamiseks ja see on enamasti toimunud siis, kui majanduses on paremad ajad. Seetõttu regulatsioonidega on SRI mahtu finantsmaailmas oluliselt suurendatud. SRI on tugevalt seotud ettevõtjate sotsiaalse vastutusega (*corporate social responsibility* – CSR), mis kohustab ettevõtjat vastutustundlikku käituma, võttes arvesse sotsiaalseid, majanduslikke ja keskkonnavalaseid tegureid (Möllits ja Meier, 2023; Martini, 2021; Sitar, 2022). Järelikult on CSR ettevõtjate poolne kohustus ja tegevus, samal ajal kui ESG on raamistik, mis hõlmab nii ettevõtjate kui ka investorite tegevust ning SRI on üks investorite strateegiatest, mis võib olla osa laiemast ESG lähenemisest.

Kestlikkusega arvestamine investeerimisotsuste tegemisel on oluline komponent kestliku rahanduse kontseptsioonis. Nagu kestlikul arengul ei ole ka kestlikul rahandusel kindlat definitsiooni (Martini, 2021; Migliorelli, 2021). Migliorelli (2021) käinud välja järgmise enda definitsiooni mõtestamiseks lahti kestlikku rahandust järgmiselt: “rahandus, mis toetab sektoreid ja tegevusi, mis toetavad vähemalt ühe kestlikkuse dimensiooni saavutamist või täiendamist“

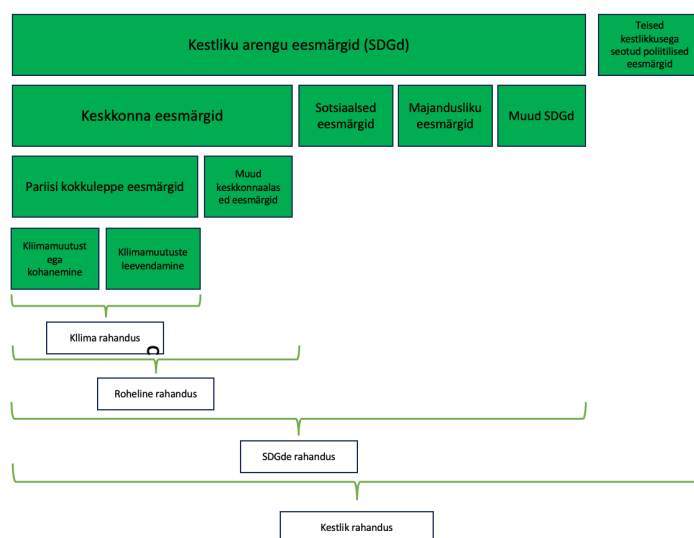
ja Cunhna et al. (2021) omakorda „finantsressursside ja investeeringute haldamine eesmärgiga edendada püsivaid, positiivseid ja mõõdetavaid sotsiaalseid ja keskkonnavalaseid mõjusid“. Kestliku rahanduse all mõeldakse üldjuhul ESG kriteeriumitega arvestamist investeerimisotsuste tegemisel. ESG terminis sisalduvad keskkonnakaalutlused hõlmavad kliimamuutuste leevendamist ja nendega kohanemist, bioloogilise mitmekesisuse säilitamist, reostuse vältimist ja ringmajandust (Berrou et al., 2019; Brühl, 2021; Sitar, 2022). See on näiteks investeerimine ettevõtetesse, mis rakendavad keskkonnasõbralikke tootmisprotsesse ja tehnoloogiaid, et vähendada reostust, näiteks veepuhastus- ja jäätmete töötlemisettevõtetesse.

Roheline rahandus on omakorda kestliku rahanduse alaliik, mis keskendub ainult keskkonnalastele aspektidele, millel samuti ei ole ühest ülemaailmset kindlat definitsiooni. Ozili (2023) on toonud välja erinevate käsitluste raames, et roheline rahastamine on avaliku ja erasektori investeeringute suunamine keskkonnasõbralikesse projektidesse, kus rahastatakse keskkonnasõbralikke tegevusi, rohelisi tehnoloogiaid või saastet vähendavaid projekte, samal ajal teenides majanduslikku kasu. Brühl (2021) on täpsemalt defineerinud ELi kontekstis rohelist rahandust vastavalt taksonoomia määrusele<sup>3</sup> ja Euroopa roheline kokkuleppe eesmärkidele, kus „roheline rahandus on keskkonnakasutavate investeeringute rahastamine, nagu õhu-, vee- ja maareostuse vähendamine, kasvuhoonegaaside heitkoguste vähendamine, energiatõhususe parandamine ja kliimamuutuste leevendamine ja nendega kohanemine“. See ühtib 2017. aasta G20 roheline rahanduse uurimisrüma raporti käsitlusega, mis defineerib rohelist rahandust järgmiselt: "roheline rahandus viitab ülemaailmsele finantseerimisele, mis toetab rohelisi investeeringuid, mis juhivad majanduslikku arengut ja tagavad pikaajalise keskkonnamõju vähenemise ja keskkonnariskide leevendamise". Kliimarahandus tähendab omakorda riiklike ja erainvesteeringuid ainult kliimamuutuste leevendamisse ja nendega kohanemisse, mis teeb sellest jällegi roheline rahanduse alaliigituse (Hong et al., 2020; Migliorelli, 2021). Järelikult rohelist rahandust saab eristada kestlikust ja kliima rahandusest selle investeeringute ulatuse ja eesmärkide osas, millel puudub ühtne definitsioon, kus on erinevus defineerimises selle kategooriate valikul, mõõtmisel ja üleüldisel mõttel.

Joonisel 3 on toodud välja, kuidas kestlik-, roheline- ja kliimarahandus suhestuvad üksteisega (Eisinger et al., 2017; Berrou et al., 2019; Migliorelli, 2021).

---

<sup>3</sup> ELi taksonoomiast tuleb täpsemalt juttu peatükis 1.2.1.



Joonis 3. Kestliku rahanduse alaliigid (Eisinger et al, 2017; Berrou et al, 2019; Migliorelli, 2021).

Roheline rahandus on veel lapsekingades, olles nišši turg, aga sellel on tohutu potentsiaal, sest finantsmaailma nähakse regulaatorite poolt peamise võimaldava tegurina kestlikkuse kontekstis. Kuna kapital suudab oluliselt mõjutada muutuste teostatavust ja nende kiirust, siis roheline rahastamine on katse ühendada finantssooritus ja positiivne keskkonnamõju, olles tänase majandussüsteemi kohanemise märk keskkonnaväljakutsetega, pakkudes selleks erinevaid finantsinstrumente (Berrou et al., 2019). Roheline finantstoode on rahaliste vahendite kogumine, mis suunatakse keskkonnasõbralikesse investeringutesse, projektidesse või tegevustesse (Ozili, 2023). Näiteks võib see olla madalate intressimääradega laenu väljastamine puude istutamiseks mõnes kogukonnas või päikeseenergia tootmise finantseerimist. Märgistatud rohelised väärtpaberid, tooted ja teenused on rohelise rahanduse turu peamised komponendid ja see teeb need kergesti tuvastatavaks (Migliorelli, 2021). Rohelise rahanduse tooted ja teenused on: rohelised võlakirjad; rohelised tagatud väärtpaberid; rohelised fondid; süsinikumajanduse instrumendid; rohelised laenud; roheliste projektide rahastamine; rohelised indeksid ja mitmed teised. ELis on laialdasemaks kasutusel roheliste võlakirjade emiteerimine, rohelised laenud ja rohelised omakapitali investeringud (Berrou et al., 2019; Ozili, 2023). Järelkult roheliste investeerimisotsuste langetamine on võtmetähtsusega keskkonnaprobleemidega silmitsi seismisel ja selle võimaldamiseks on finantssektor loonud mitmeid finantsinstrumente, kus on kesksel kohal rohelise märgiste andmine, millega saab tuvastada vastavsisulisi instrumente.

Rohelise rahanduse edendamise murekohad on peidetud selle defineerimise paljususse, inimkäitumise olemusse ja stiimulite taha. Roheliste tegevuste ja investeringute ühine mõistmine on oluline, et meelitada vajalik kapital vastavasisulistesse ettevõtmistesse, milles tänapäeval konkreetset selgust ei ole. Osapooled saavad ise määratleda endale sobivad tingimused tulenevalt laual olevast valdkonnast ja enda eelistustest, prioriteetidest ja eesmärkidest (Ozili, 2023; Berrou et al., 2019). Näiteks tuumaenergia, mida mõned võivad pidada keskkonnasõbralikuks valikuks, kuna see on madala süsinikusisaldusega energiaallikas, samas kui teised võivad seda pidada vastuvõetamatuks riskiks keskkonnale ja inimeste tervisele. Inimkäitumise seisukohast on probleemi tuum selles, et finantsistid tihti esitlevad rohelist investeerimisvõimalusi madalam tootlusega valikutena (Martini, 2021). Kasumlikkuse osas on investorite seas ebaselgus, kas finantskasu rohelse investeerimise osas ikkagi kehtib või see on väiksem kui traditsioonilise investeerimise puhul, selleks peaks kaardistama võimalused, kuhu saab vajaminevaid uusi stiimuleid lisada, julgustamaks rohelse investeerimise praktiseerimist (Berrou et al., 2019). Siit ka põhjus, miks finantsinstitutsioonid eelistavad endiselt fossiilkütustel põhinevatesse projektidesse investeerimist roheliste projektide asemel (Ozili, 2023). Järelikult on nende kolme aspekti osas selguse toomine kriitilise tähtsusega, et roheline rahandus areneks tavapäraseks praktikaks finantsmaailmas ja need probleemid ei kahjustaks üldist turu toimise usaldusväärust.

Rohelise rahanduse probleemide olemusele lisaks on oluline märkida, et rohelse rahanduse peamised eestvedajad finantssektorist on institutsionaalsed investorid (Ozili, 2023; Cunha et al., 2021). Akadeemilise kirjanduse põhjal välja toodud rohelse rahanduse edendajad ja arendajad on pangad, institutsionaalsed investori, uuringute instituudid, avalikud asutused, keskpangad, finantsregulaatorid, rahvusvahelised finantsinstitutsioonid ja ülikoolid. Lisaks mängivad olulist rolli eraettevõtjad nagu kommertspangad ja erakapitalifondid. Nõudlus rohelse rahanduse instrumentide loomiseks ei tulene aga ainult eelpool mainitud osapooltest, vaid see on mitmetahulisem, kus on mängus ka tarbijad ja ettevõtjad üleüldiselt (Berrou et al., 2019). Seetõttu magistritöös keskendun institutsionaalsetele investoritele ehk varahalduritele, sest nende mõju on jaeinvestoritest oluliselt suurem rohelsele rahandusele, tulenevalt analüüsivõimekusest kui ka võimekusest investeerida kapitalimahukatesse projektidesse.

Kokkuvõtvalt finantssektor liigub väga vaikselt rohelise rahanduse suunas ja mõningasel kujul teadvustab enda rolli keskkonnakriisi põhjustamisel läbi investeerimistegevuse ja sellele vastu astumisel. Siiski Euroopa rohelse kokkuleppe

eesmärkide saavutamiseks on vaja liikuda kiiremas tempos. Järelikult investeerimispraktikate rakendamisel peab keskseks osaks tõusma keskkonnaga seotud teematikaga arvestamine, kus kapitali kasutatakse mitte ainult rahastuse pakkumiseks ja tootluse teenimiseks, vaid ka mitte-finantsiliste eesmärkide täitmiseks. See on investeerimisotsuste tegijate jaoks suur paradigma muutus, millega kohanemine võtab aega. Kliima soojenemine on küll megatrend, aga tänane taganttõukaja on ELis ikkagi poliitiline tahe ning vastuvõetud regulatsioonid, mis tugevalt sunnivad finantssektorit antud suunas liikuma. Põhifookus on pandud just kestlikule ja rohelisele rahandusele, mille edendamiseks on vaja saada selgus rohelise rahanduse konkreetsetes definitsioonis ja stiimulites ning muuta ja mõjutada inimekäitumist, millele üritan anda oma panuse selles magistritöös, keskendudes Eesti varahalduritele.

EL on võtnud vastu hulga regulatsioone eesmärgiga sundida kõiki osapooli kestlikkusega arvestama, lootes saavutada murdepunkti nii ketlikus kui ka selles sisalduva rohelise rahanduse arengus. Keskendun nendele regulatsioonidele täpsemalt järgmises peatükis.

## **1.2 Euroopa rohelise kokkuleppe regulatiivne ülevaade**

Investeerimismaastikul põhinevad otsused piirkondlikul regulatiivsel raamistikul. Regulatsioonid määravad sobilikud ja sobimatud investeeringud ning majandustegevused ja üritavad luua turvalise ja struktureeritud keskkonna toetamiseks soovitud äri- kui ka investeerimistavasid. Seetõttu on EL just läbi reguleerimise võtnud maailmas juhtrolli eesmärgiga viia majandus- kui ka finantstegevus rohkem kooskõlla laiemate keskkondlike, majanduslike ja ühiskondlike eesmärkidega, nagu SDGd ja Pariisi kliimalepe ning Euroopa rohelise kokkuleppe eesmärgid. Järelikult ELis tegutsevad erinevad finantsasutused, sh varahaldusettevõtted peavad lähtuma taolistest regulatsioonidest, mis mõjutavad olulisel määral nende investeerimisotsuseid, kus kesksel kohal on taksonoomia (Migliorelli, 2021; Cunha et al., 2021, Martini, 2021, Möllits, 2023). Näiteks regulatiivsest tingimustest tulenev taksonoomia võib määratleda taastuvenergia tootmise kui keskkonnasõbraliku tegevuse, kui see vastab kindlatele kriteeriumidele, näiteks kui energiat toodetakse päikesepaneelide või tuulegeneraatorite abil ning kui see vastab kõrgetele keskkonna- ja sotsiaalsetele standarditele, siis sellisesse sektorisse investeerimine on soovitud. Seetõttu avan käesolevas peatükis Euroopa rohelise kokkuleppe põhjalikku regulatiivset raamistikku, mis on roheliste investeeringute tegemise aluseks.

### 1.2.1 Taksonoomia ja aruandluskohustused

Akadeemilisest kirjandusest selgus, et rohelise rahanduse täpne defineerimine on problemaatiline tulenevalt erinevatest käsitlustest vastavalt osapoolte eesmärkidest ja motivatsioonidest (Migliorelli, 2021; Cunha et al., 2021; Martini, 2021). Selle probleemi lahenduseks on välja töötatud EL taksonoomia määrus (EL) 2020/852, mis on ELi kestliku finantsraamistiku põhikomponent, pakkudes teaduspõhist klassifikatsioonisüsteemi keskkonnasäästlike majandustegevusalade määratlemiseks. Järelikult määruse eesmärk on edendada kestlike investeeringuid, luues investoritele, ettevõtjatele ja finantsasutustele ühised orientiirid. Selles sätestatakse kriteeriumid, mille alusel määratakse kindlaks, kas majandustegevus on keskkonnasõbralik ning aitab kaasa kliimamuutuse leevendamise ja sellega kohanemise eesmärkide saavutamisele (Euroopa Komisjon, 2020).

Kestlikkuse taksonoomia määrus seab kriteeriumid täpsemalt kuue suure keskkonnaeesmärgi saavutamiseks:

- kliimamuutuste leevendamine;
- kliimamuutustega kohanemine;
- vee ja mereressursside kestlik kasutamine ja kaitse;
- üleminek ringmajandusele;
- saastuse vältimine ja kontroll;
- elurikkuse ja ökosüsteemide kaitse ja taastamine (Euroopa Komisjon, 2020).

Äritegevust loetakse keskkonnasäästlikuks nelja kriteeriumi alusel. Esiteks peab olema oluline panus vähemalt ühe keskkonnaeesmärgi saavutamisse. Teiseks ei tohi tegevus tekitada olulist kahju ülejäänud viiele eesmärgile. Kolmandaks, tuleb rakendamisel järgida sotsiaalse kaitse miinimumstandardeid, milleks on näiteks ÜRO inimõigused ja võimalus kasutada õiguskaitsevahendeid. Viimaseks peab kogu äritegevus olema kooskõlas tehniliste sõelumiskriteeriumitega, mis on loetletud taksonoomia määruse delegeeritud aktides (Euroopa Komisjon, 2020).

Äritegevuse keskkonnasäästlikkuse kõik nõuded võivad olla praktikas täidetud näiteks alloleval juhul, kui tuuleenergia tootmisega tegelev ettevõtja vastab uut tuuleparki, rajades taksonoomia mitmele tehnilisele sõelumiskriteeriumile. Kui ettevõtte kasutab kaasaegset tuuletehnoloogiat, mis on tõhus ja keskkonnasõbralik, vastab see „kliimamuutustega

kohanemise ja nende leevendamise“ kriteeriumile. Kui vaadata näiteks sama ettevõtte „maakasutus ja ökosüsteemide“ sõelumiskriteeriumi rakendamist, siis peab ettevõtte rajama uue tuulepargi alale, mis ei ole oluline ökosüsteem või bioloogiline mitmekesisus. Selle kindlakstegemiseks peab ettevõtte läbi viima põhjaliku keskkonnamõtjude hindamise, hõlmates antud ala taimestikku, loomastikku ja muid ökosüsteemi komponente. Kui hindamine näitab, et tuulepargi planeeritav asukoht ei ole tundlikele liikidele oluline elupaik ega ohusta kohalikku bioloogilist mitmekesisust, vastab ettevõtte „maakasutus ja ökosüsteemide kaitse“ kriteeriumile. Oluline on ka rõhutada, et ettevõtte peab tegevusest tuleneva mõju põhjalikult dokumenteerima, esitades teavet keskkonnamõtjude hindamise, elupaikade säilitamise ja bioloogilise mitmekesisuse kaitsmise kohta vastavalt ELi kestlikkuse taksonoomia nõuetele. Ainult sellisel juhul on tuuleenergia tootmisega tegelev ettevõtja taksonoomia sõelumiskriteeriumitega kooskõlas. Oluline on silmas pidada, et kõik kirjeldatud kriteeriumid on korraga täidetud.

Lisaks taksonoomiale töötati kestliku rahanduse raames esmalt välja *Non-Financial Reporting Directive* (NFRD) ehk ELi mittefinantsilise teabe raporteerimise direktiiv 2013/34/EL. Selle kohaselt peavad pangad, kindlustusettevõtjad ja enam kui 500 töötajaga organisatsioonid avaldama teavet oma poliitikate, riskide ja tulemuste kohta, mis on seotud keskkonna-, sotsiaali ja juhtimisküsimustega ehk ESGga. 2023. aastast asendus NFRD *EU Corporate Sustainability Reporting Directive* ehk ELi kestlikkusaruandluse direktiiviga (CSRD) 2022/2464. Edasiarendatud CSRDga laieneb eelnenud NFRD reguleerimisala nüüd ka kõikidele suurettevõtjatele. Nendeks on alates 2025. aastast kõik ELi turgudel noteeritud ettevõtjad, kellel on aruandluskohustus 2024. aasta kohta ja alates 2026. aastast suurettevõtjad, kelle puhul on täidetud vähemalt kaks järgmistest kriteeriumitest: 250 või rohkem töötajat, rohkem kui 50 miljonit eurot müügitulu ja bilansimaht rohkem kui 25 miljonit eurot. Suurettevõtjaks loetakse ka neid ettevõtjaid, kelle puhul on kahel järjestikusel majandusaastal suurettevõtja nõuded täidetud (Euroopa Komisjon, 2022). 2026. majandusaastal jõustub CSRD ka börsil noteeritud väikse ja keskmise suurusega ettevõtjate (VKEd) jaoks (Milton, 2023). Oluline on veel, et seda määrust kohaldatakse ka ELi välistele ettevõtetele, kelle käive on suurem kui 150 miljonit eurot ning kes soovivad äritegevust viljeleda ELi reguleeritud majandusühenduses (Euroopa Komisjon, 2022).

Järelikult toob CSRD kaasa raporteerimise kohustuse suurenemise suurettevõtjate seas, mis muudab nad läbipaistvaks ja võrreldavaks ESG näitajate osas, kuna info nii nende mõju kohta

väliskeskonnale kui ka väliskeskonnamõju kohta nende endile saab avalikult kättesaadavaks. See info koostatakse vastavalt kestlikkuse aruandluse standarditele (ESRS), mis määravad aruannetes kajastatava teabe täpse sisu (Euroopa Komisjon, 2023). Ettevõtja jätkusuutlikkuse teabe esitamine toimub iga-aastase ühingu tegevusaruande osana ning auditeeritakse välise ja sõltumatu osapoole poolt. Ühtlasi on aruanded tulevikus masinloetavad ja digitaalselt kättesaadavad (Euroopa Komisjon, 2022). See on oluline, sest läbipaistvuse suurenemine kestlikkuse näitajate osas aitab investoritel, sidusrühmadel ja üldsusel paremini mõista ettevõtjate mõju keskkonnale ja ühiskonnale. Järelikult on see konkreetne regulatiivne samm ja nõue kestlikuma ning läbipaistvama ärikeskkonna loomise suunas.

*Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR) ehk kestliku rahanduse avalikustamise määrus (EL) 2019/2088 omakorda sätestab informatsiooni avalikustamise kohutuse finantsturu osalistele ja neile, kes müüvad kestlikke finantstooteid. See määrus hõlmab finantsettevõtjaid, sealhulgas investeerimis-, kindlustus- ja pensionifonde ning investeerimisnõustajaid. Finantsettevõtjad peavad selle määruse alusel lisama keskkonnaalaseid omadusi edendavaid finantstooteid käsitleva informatsiooni lepingueelsesesse ja perioodilisse teabesse. Teavet tuleb esitada selliste finantstoodete puhul, mille eesmärk on kestlik investeerimine ja millega investeeritakse majandustegevusse, mis aitab saavutada seatud keskkonnaeesmärke (Euroopa Komisjon, 2019; Möllits ja Meier, 2023).

SFDR sisaldab kolme artiklit, nimelt artiklid 6, 8 ja 9, mis määratlevad finantsettevõtjate suhtes kehtivad konkreetsed nõuded seoses kestliku arengu tegurite arvesse võtmise ja avalikustamisega, mis omakorda suunab finantsettevõtjaid integreerima kestliku arengu aspekte oma investeerimisprotsessi ja tagama selge teabe investoritele nende toodete ja teenuste kestliku mõju kohta. Artikkel 6 puhul ei pea arvestama kestlikkuse kriteeriume. Artikkel 8 korral ei ole kestlikkuse põhieesmärk, kuigi arvestatakse keskkonna- ja sotsiaalsete aspektidega. Artikkel 9 omakorda seab eesmärgiks kestliku investeerimise, mis käsitleb tooteid, mis reklaamivad olulist keskkonnakasut või sotsiaalset kasu. Ettevõtjad, kes turustavad neid tooteid, peavad avalikustama nende kestlikkusele vastavust, selgitades välja, kuidas need tooted vastavad kestliku investeerimise kriteeriumidele (Euroopa Komisjon, 2019). Näiteks SFDR kohustusest tuleneva teise faasi jõustumisega 2023. aastal 40% artiklilt 9 ehk tumerohelistest fondidest alandati varahaldurite poolt artikkel 8 ehk helerohelisteks fondideks (Morningstar Direct, 2023). Järelikult reeglite karmimaks muutumisega on pidanud

varahaldurid enda tegevust ümber hindama, millega läbipaistvus ja läbi selle usaldusväärsus rohelise rahanduse turu vastu kasvab.

SFDRi täpsustavas EL määruses nr 2022/1288 on toodud veel esile *Principal Adverse Impact* (PAI) ehk põhiline negatiivne mõju kestlikkuse teguritele, mis on seotud keskkonnaalaste, sotsiaalsete ja töötajatega seotud küsimuste, inimõiguste asutamise ning korrupsiooni- ja altkäemaksuvastase võitlusega (Euroopa Komisjon, 2022). PAI on oluline kestliku investeerimise kontekstis, kuna see pakub finantsasutustele raamistikku, et mõõta ja avaldada teavet nende tegevuse võimalike negatiivsete tagajärgede kohta keskkonnale, ühiskonnale ja ettevõtete juhtimisele. See julgustab finantssektorit integreerima kestliku arengu kriteeriume oma investeerimisstrateegiatesse ning aitab kaasa üldisele läbipaistvusele ja vastutustundlikkusele finantssektoris.

### **1.2.2 Roheliste võlakirjade turg ja võrdlusalused**

Rohelise rahanduse edendamiseks on kesksel kohal roheliste finantsinstrumentide olemasolu ning selged kriteeriumid nende eristamiseks traditsioonilisest instrumentidest. Üheks olulisemaks finantsvahendiks on rohelised võlakirjad<sup>4</sup>, mida kasutatakse roheliste projektide ja tegevuste rahastamiseks. Roheliste võlakirjade turg ehk kaasatud rahaliste vahendite turg, mis on investeeritud ELi taksonoomianõuetele vastavatesse majandustegevustesse, on viimase dekaadi jooksul teinud tugeva kasvu (Migliorelli, 2021; Ozili, 2023). Aastatel 2015–2020 on emissiooni kogumaht hinnanguliselt olnud 270 miljardit USA dollarit, mis tähendab suuremat kasvu kui 50% aastas (Climate Bonds, 2021). Euroopa Keskkonnaagentuuri koduleheküljel on välja toodud, et rohelised võlakirjad moodustasid 2014. aastal vaid 0,6% kõigist ELis emiteeritud võlakirjadest, tõustes 2022. aastal 8,9%ni. Roheliste võlakirjade turu arenemise takistuseks on ühtsete reeglite puudumine. Turustandardis on sõnastatud roheliste võlakirjade põhimõtted pigem näidetena ja selletõttu on see jätnud palju ruumi tõlgendamiseks vastavalt osapoolte soovidele (Brühl, 2021). Järelikult on rohelise rahanduse arengu soosimiseks vaja luua roheliste võlakirjade ühtne standard kõikidele emitentidele.

Euroopa rohelise kokkuleppe eesmärkide saavutamiseks kinnitati 2023. aastal Euroopa roheliste võlakirjade standardi määrus (EL) 2023/263, mille eesmärk on tekitada tõhus ühtsetel põhimõtetel toimiv roheliste võlakirjade turg. Määruse reeglistik on mõeldud ettevõtjatele ja

---

<sup>4</sup> Võlakiri on kohustuslik võlgnevus kindlaks määratud intressi ja perioodiga.

avalikele asutustele, kes soovivad kapitaliturgudel kaasata rahalisi vahendeid kestlike investeeringute tegemiseks (Euroopa Komisjon, 2023). Kõik ettevõtjad ja avalikud asutused, kes otsustavad kasutada Euroopa roheliste võlakirjade standardit, peavad avalikustama, kuidas vahendeid kasutatakse. Samuti peab olema selge, kuidas on investeeringud seotud ettevõtte üleminekukavadega. Selle kohta peab esitama igal aastal Euroopa roheliste võlakirjade eraldamise aruande. Määrusega on kehtestatud ka registreerimis- ja järelevalveraamistik sõltumatute kontrollijate jaoks, kes hindavad võlakirjade sobivust (Brühl, 2021; Migliorelli, 2021). Järelikult uue määruse kriteeriumid muudavad roheline rahanduse turgu terviklikumaks, mille põhjal suureneb investorite usaldus tulenevalt ühtsetest põhimõtetest, läbipaistvuse kasvust ja rohepesu vältimisest.

Finantsturgudel mängivad veel olulist rolli võrdlusindeksid, kuna need toimivad erinevate finantstoodete ja tehingute hindamise alusena. Need indeksid on ka vahendid finantsinstrumentide tootluse mõõtmiseks ja finantsnäitajate määramiseks. Seega on oluline tagada nende kasutatavate meetodikate ja andmete kõrge läbipaistvus ning kvaliteet (Brühl, 2021). Euroopa Liidus on vastu võetud madala süsinikusisaldusega võrdlusaluste määrus (EL) 2019/2089, et tagada võrdlusaluste usaldusväärsus ja vähendada manipuleerimise riski (Euroopa Komisjon, 2019). Põhimõtteliselt peab indeks või finantsinstrument selgelt kindlaks määrama, millised varad kuuluvad võrdlusalusesse koosseisu ja millistest valdkondadest viimane koosneb. Arvutusmeetodi osas kohustab määrus, et võrdlusaluse koostamine ja arvutamine toimub objektiivselt ja usaldusväärset. Andmed, mida kasutatakse võrdlusaluse koostamisel, peavad olema samuti usaldusväärsed ja kättesaadavad (Brühl, 2021). Järelikult on võrdlusaluste määrus oluline, sest investoreid jälgivad sageli võrdlusportfelle, mis teeb need sellest regulatsioonist tulenevalt paremini võrreldavaks, andes parema ülevaate ja selguse, mida need täpselt sisaldavad. See juhib investorite huvi ja kapitali rohelistema investeeringute suunas. Lähtudes konkreetsest võrdlusaluste raamistikust võimaldab see finantsasutustel teadlikult valida investeeringuid, mis toetavad rohelist rahandust ja globaalset keskkonna- ja kliimaagendat.

### **1.2.3 Rohepesu, hoolsuskohustus ning roheväited**

Euroopa Liidu rohelsele majandusmodelile üleminek on paratamatult toonud kaasa rohepesu kasvu selle kõikides vormides. Säätva Eesti Instituut (2024) on toonud välja traditsiooniliselt rohepesu olemuse, mida defineeritakse järgmiselt: „ettevõtjad või organisatsioonid väidavad ekslikult, ülepaisutatult või eksitavalt, et nende tegevus või tooted on keskkonnasõbralikud,

jätksuutlikud või rohelised, kuid tegelikkuses ei vasta need nõuetele või on mõõdetavalt vähem keskkonnasõbralikud, kui reklaamis väidetakse“. Järelikult rohepesu eesmärk on petta tarbijaid ja sidusrühmi, luues valemuljet, et ettevõtte või toode on parem keskkonna suhtes kui tegelikult. Migliorelli (2021) on toonud välja, et rohepesu rakendatakse ka finantsvaldkonnas, kus kasutavad finantsasutused petlikke strateegiaid oma väärtpaberite, toodete ja teenuste reklaamimiseks ning endale kestlikkuma maine loomiseks. Seda kutsutakse ka kestlikkuse pesuks (*sustainability washing*) ja on tingitud sellest, et ei ole selgust kestliku rahanduse defineerimises ning millised sektorid ja tegevused on täpselt kestliku rahastamise kõlbulikud (Migliorelli, 2021; Cunha et al., 2021; Martini, 2021).

Näiteks Euroopa Keskpanga tehtud finantsasutuste uuring näitas, et pangad, kes reklaamivad ennast rohelisemana, väljastavad tegelikult rohkem laene suure süsinikujalajäljega ettevõtjatele, mitte madala süsinikuheitega tegevusvaldkondadele. Pankadel puuduvad stiimulid oma keskkonnapoliitikast aru anda viisil, mis kajastaks nende laenupoliitikat, sest avalikustamine mõjutab nende mainet vähe või üldse mitte (Euroopa Keskpang, 2023). Raamatu „*L'illusion de la finance verte*“<sup>5</sup> (roheline rahanduse illusioon) autor Alain Gardjean on toonud intervjuus Swissquote ajakirjale (2023) välja rohepesu näiteid, kus naftafirma TotalEnergies laadse ettevõtja lisamisel mõne kestliku fondi listi, mis küll investeerib taastuvenergeetikasse, on tegelikult rohepesu. Naftafirma lisamine tähendab, et selle kestliku fondi peamine tegevusvaldkond teeb neist siiski ühe maailma suurima saastaja. Samuti toob näitena CocaCola Grupi, kellel on hea ESG reiting, kuigi tegemist on maailma suurima plastisaaste tootjaga, kelle tooted põhjustavad diabeedi ja ülekaalu kasvu. Seetõttu on maailmas ka mitmete kestlikele finantstoodetele määratud trahve rohepesu eest. Näiteks sai varahaldur DWS, kes on Deutsche Panga filiaal, eelmise aasta sügisel Ameerika läbi aegade suurima rohepesu trahvi, makstes 19 miljonit dollarit valeväidete eest, mille kohaselt nende fondid võtsid ESG kriteeriumeid arvesse investeerimisotsuste tegemisel (Financial Times, 2023). Järelikult on meedia ja kohtusüsteemid võtnud rohepesu suurema tähelepanu alla. Lisaks on rohepesu ka finantsmaailmas tõsine teema, mida erinevate algatuste ja andmete selguse toomisega üritatakse muuta eesmärgida tagada roheline rahandusturu usaldusväärsus.

Täiendavalt eelpool toodud näidetele suudavad suurettevõtjad sageli koduriikides järgida rangemaid keskkonnavalaseid, sotsiaalseid ja inimõigustega seotud regulatsioone. Samas võib olla sama ettevõtja tegevus kriitikat vääriv, kui vaadelda ettevõtja tegevust kodust eemal, eriti

---

<sup>5</sup> Minule teada olevalt ei ole seda inglise keelde veel tõlgitud.

arengumaades. Ettevõtjad võivad kolmandates riikides kasu lõigata olukordadest, kus keskkonnaalased regulatsioonid on nõrgemad, tööjõuõigused on vähem kaitstud ja inimõiguste rikkumised on sagedasemad. Näiteks võivad tootmisrajatised asuda riikides, kus keskkonnakaitse standardid on madalamad ja töötajate õigused on vähem reguleeritud. See võib kaasa tuua olukordi, kus ettevõtja tegevus avaldab negatiivset mõju kohalikele kogukondadele, keskkonnale ja töötajatele. Seega on fookusesse tõusnud ettevõtjate vastutus oma majandustegevuse eest ka väljaspool kodumaad ehk kogu tarneahelas üle maailma. Ettevõtja tegevus ei tohi tuua negatiivseid tagajärgi ka teistes piirkondades.

Selleks kinnitati eelmisel aastal ettevõtjate kestlikkuse hoolsuskohustuse direktiiv (EU) 2019/1937 ehk *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (CSDD), mille eesmärk on edendada kestlikke ja vastutustundlikke äritavasid ja ettevõtjate käitumist terves ülemaailmses tarneahelas, tagades, et ettevõtjad panustavad tegelikult aktiivselt kestlikku arengusse. Seega toob antud direktiiv endaga kaasa ettevõtjate tarneahelas inimõiguste rikkumiste ja keskkonnamõjude kajastamise suurenemise (Euroopa Komisjon, 2022). Järelikult see tagab ettevõtjate vastutuse oma mõjust keskkonnale ja inimõigustele olenemata riigist ja selle põhjal on võimalus teha tegevusi olukorra parandamiseks, edendades seeläbi kestlikku arengut. Lisaks peavad teatud suurettvõtjad koostama plaani, et tagada nende äristrateegia ühilduvus globaalse soojenemise piiramisega 1,5 °C-ni kooskõlas Pariisi kliimaleppega. Esialgse kokkuleppe kohaselt jäetakse finantsteenused ajutiselt direktiivi kohaldumisalast välja, kuid piisava mõjuhinnangu alusel on olemas läbivaatamisklausel finantsjärelevalvesektori võimalikuks edaspidiseks kaasamiseks (Euroopa Komisjon, 2022).

Rohelise imago saamiseks kasutatakse igasuguseid meetodeid igasuguses vormis. Näiteks saab muuta toote nime selliseks, et see on kestlikkuse edendamise seotud või turunduskampaaniate tegemine saastavates majandusharudes tegutsevate ettevõtjate poolt selleks, et saavutada rohelisem kuvand. Siin mängib olulist rolli märgistamine (*labelling*) või väidete esitamine, mis on ka finantsturgudel olulise tähtsusega edendamaks kestlikku rahandust, soodustades turunõudlust (Miliorelli, 2021). Sellest tulenevalt teise olulise rohepesuga seotud direktiivi ettepanekud avalikustas Euroopa Komisjon 2023. aasta märtsis rohepesu vastu võitlemiseks. Roheväidete direktiiv ehk *Green Claims Directive* kehtestab miinimumnormid, mida ettevõtjad peavad järgima roheväidete esitamisel. Kavandatud direktiiv hakkab kehtima kõikide ettevõtjate suhtes kõigis sektorites, kus müüakse kaupu ja teenuseid ELis (Euroopa Komisjon, 2023). Järelikult peale roheväidete direktiivi jõustumist on

ka finantssektoril kohutus täita selles tulenevaid miinimumnõudeid rohe märgistamise ja roheväidete kohta, mis peaks suurendama veelgi rohelise finantsturu usaldusväarsust ja toimimist.

#### **1.2.4 Süsinikuturg ja -tariif**

ELi roheline kokkulepe eesmärkide täitmiseks on ELis, lisaks teistele eelpool regulatsioonidele, kehtestatud süsinikuturg, mis üles ehitatud põhimõttele, et „saastaja maksab“. Süsinikuturul on süsinikeide hinnastatud ja seal saavad ettevõtjad või riigid süsinikukrediite ehk sertifikaate, kui nad vähendavad süsinikuheidet rohkem, kui neile on seaduslikult määratud. Neid krediitideks ümberarvestatud süsinikuheidet võib seejärel müüa teistele ettevõtjatele või organisatsioonidele, kellel on raskem oma heitkoguseid vähendada (Euroopa Komisjon, 2023). Süsinikuturg jaguneb kohustuslikuks ja vabatahtlikuks. Kohustuslik turg on riikide juhitud, kehtides suure süsinikusaastega tööstusharudele. Vabatahtlikult turul tegutsevad korporatsioonid või ettevõtjad, kes soovivad saavutada heitmete vähendamist individuaalsel tasandil. Vabatahtliku turu reguleerimiseks on ELi välja töötamas süsiniku sidumise sertifitseerimise raamistikku, et tagada turu usaldusväarsus ja kvaliteet. Selle määruse eesmärk on määrata tegevused, mis kuuluvad sertifitseeritud raamistiku alla, kvaliteedikriteeriumid, mis peavad süsiniku eemaldamise projektiga olema tagatud, nõuded ja kontrollmehhanism sertifitseerimisele ning loob ühtse ELi ülese registri (Euroopa Komisjon, 2022). Järelikult loob süsinikuturg majandusliku stiimuli süsinikuheitmete vähendamiseks. See vabaturupõhimõttel toimiv süsteem, kus on võimalus ettevõtjatel ja organisatsioonidel rahaga ennast n-ö rohelisemaks osta, kus sertifitseerimise määrus tagab kvaliteedi ja usalduse selle toimimisse.

Lisaks heidete maksustamisele kehtestatakse ELis süsinikudioksiidi tariif ehk kaubandusmeetod, kus imporditud kaupadele kohaldatakse maksu või tariifi sõltuvalt nende süsinikujalajäljest või tootmisprotsessist, mis on kasvuhoonegaaside intensiivsem. Süsinikudioksiidi tariifi eesmärk on tasakaalustada kaupade hinnaerinevusi, mis võivad tuleneda erinevatest keskkonnanõuetest ja süsinikumaksude tasemest erinevates riikides. See võib soodustada tootjaid ja eksportijaid vähendama oma süsinikujalajälge, et vältida kõrgemaid maksukulusid või tarbimise eelistamist keskkonnasõbralikumate toodete kasuks (Euroopa Komisjon, 2023). Järelikult süsinikumaksu rakendamine imporditud kaupadele tagab heite vähenemise ja selle läbi ka keskkonna parema vastupidavuse probleemidega silmitsi seismisel.

Need meetmed mõjutada finantsturgusid ja investeerimisotsuseid, millistesse tehnoloogiatesse ja ettevõtetesse raha suunatakse.

Eelpool välja toodud põhjal saab järeldada, et EL on kliimamuutuste ja keskkonnaga seotud väljakutsetele vastu astumiseks ja kohanemiseks loonud põhjaliku ja maailmas eesrindliku regulatiivse raamistiku, mis sunnib majandust liikuma madala süsinikeitega tootmise ja tarbimise suunas. Kõikidele osapooltele kaasneb sellega suur halduskoormus, sest on vaja aru saada regulatsioonide sisust, koguda andmeid ja koostada nendest vastavaid aruandeid, samal ajal aruannete sisu jälgida ja hinnata ning kaasata kogu protsessi sidusrühmi ja investoreid. Kõik see kokku on suur kulu nii ajaliselt kui ka rahaliselt. Paratamatult tekib küsimus, kui EL peaks enda prioriteete muutma, sest turg ja kasumiootused rohelist üleminekut tegelikult täna veel ei toeta, mille põhjal siis edasi tegutsetakse ja millist mõju on see avaldanud liidu konkurentsivõimele muu maailmaga. Ohuks on ka ülereguleerimine ja selles tulenev bürokraatia kasv, mis omakorda võib mõjutada majandustegevuse ja investeringute viimist üldse EList välja, kus ei ole palju ja keerulisi ettekirjutusi, mis võivad piirata majandustegevust ja vähendada ettevõtluskeskkonna efektiivsust. Lisaks on USA läinud reguleerimise asemel investeerimise teed, luues IRA (*Inflation Reduction Act*) meetme ettevõtjatele toetamaks innovatsiooni arengut. Samal ajal mitmed ettevõtjad ja investorid näevad rohelisemale majandusmudelile üleminekut kui investeringut tulevikku, mis võib aidata suurendada kestlikkust, maandada riske, tagada võrreldavust ja läbipaistvust, parandada mainet ja luua pikaajalist väärtust. Kõiges selles on rohelisel rahandusel Euroopa roheline kokkuleppe elluviimisel keskne roll.

Järgmises peatükis annan ülevaate ettevõtjate ja varahaldurite meelsusest ning investeringutest Euroopa roheline kokkuleppe kontekstis.

### **1.3 Rohelised investeringud Euroopa roheline kokkuleppe kontekstis**

Finantssektor on pandud läbi regulatsioonide kestliku arengu eestvedajaks, mille raames oodatakse mastaapseid investeringuid nii avalikult kui ka erasektorilt. Selleks, et testida ettevõtjate ja investorite meelsust investeringute tegemiseks, tehakse pidevalt erinevaid uuringuid. Euroopa Investeerimispank (2023) avalikustas raporti, kus tuuakse esile eraettevõtjate pühendumus kliimamuutustega võitlemisel. 51% uuringus osalenud ettevõtjatest on juba teinud keskkonnasäästlikke investeringuid ja 8% vastanutest plaanisid teha oma esimese investeringu 2022. aastal. Pooled ettevõtjad plaanisid teha ka järgmisi samalaadseid

investeeringuid tulevikus, mis on 2020. aasta näitajaga võrreldes suurenenud 10% (Eurofi, 2023). Uuem Euroopa Investeerimispanka (2024) raport toob välja, et 51% ELi ettevõtetest näeb üleminekut rohelisemale majandusmudelile võimalusena ning 26% näevad seda riskina enda tegevusele. See on oluline, sest need ettevõtjad, käes näevad rohepööret pigem võimalusena kui riskina, on valmis rohkem investeerima uutesse rohelistesse toodetesse ja teenustesse. Samas uuringus tuuakse välja peamise murekohana ebakindlust tuleviku suhtes, mis on tingitud ebakindlusest poliitika suhtes, volatiilsetest energia hindadest ja potentsiaalsetest uutest maksudest. Maailma juhtiva varahalduri Blackrocki 2023. aastal läbi viidud uuringu kohaselt kavatses 56% vastanud institutsionaalsetest investoritest järgmise ühe kuni kolme aasta jooksul suurendada enda hallatavaid rohelisi investeeringuid. Vastanutest 46% pidasid investeeringute tegemisel kõige olulisemaks just madala süsinikusisaldusega majandusele üleminekut. 2020. aasta uuringus pidas 53% vastanutest kogutavate ESG andmete senist kehva kvaliteeti üheks peamiseks takistuseks suurematele ESG-suunalistele ehk kestlikele investeeringutele (BlackRock, 2020). Need uuringud illustreerivad, et maailma mastaabis on erasektori poolt valmidus olemas roheliste investeeringute osakaalu suurendamiseks. Tuleb ainult tegelda kitsaskohtadele lahenduste leidmisega, tagades turu usaldusväarsuse.

Eestis viidi 2023. aasta aprillis läbi uuringu 300 ettevõtja esindaja seas, et uurida nende suhtumist rohepöördesse. 76% vastanutest peab Euroopa rohelepet kindlasti või osaliselt vajalikuks ning 56% on alustanud oma ettevõtte tegevuse keskkonnasäästlikumaks muutmiseks. Ettevõtjad peavad kõige olulisemaks kestlike tegevuste juures endiselt kasumi teenimist. Peamine samm, mida 42% vastanutest esile tõi, on keskkonnajalajälje vähendamiseks keskkonnasäästlikemate tehnoloogiate kasutuselevõtt (Miltton, 2023). 2021. aasta Eesti mõjukamate ettevõtjate seas viidi läbi samalaadne uuring magistratöö raames, kelleks on üle 30 miljonilise käibega suurfirmade juhid ja omanikud. 97% vastanutest pidas kestlikkusega seotud küsimusi tähtsaks oma ettevõtte äriedus ning 80% arvas, et lühiajaline ärikasumi vähenemine kestlikul investeerimisel on põhjendatud (Miltton, 2023). Järelikult on ka Eestis ettevõtjad valmis investeerima ketlikesse tegevustesse eesmärgiga kasvatada kasumlikkust, samas on arusaam, et esialgu võivad kestlikud investeeringud tulla ärikasumi arvelt, sest need võivad tasuda ära pikema aja horisondiga.

Keskkonna ja sotsiaalseid mõjusid eiravatel ettevõtjatel on halvem ligipääs kapitalile. LHV grupi juht Madis Toomsalu on öelnud, et kapital on muutumas roheliseks ning selle trendi

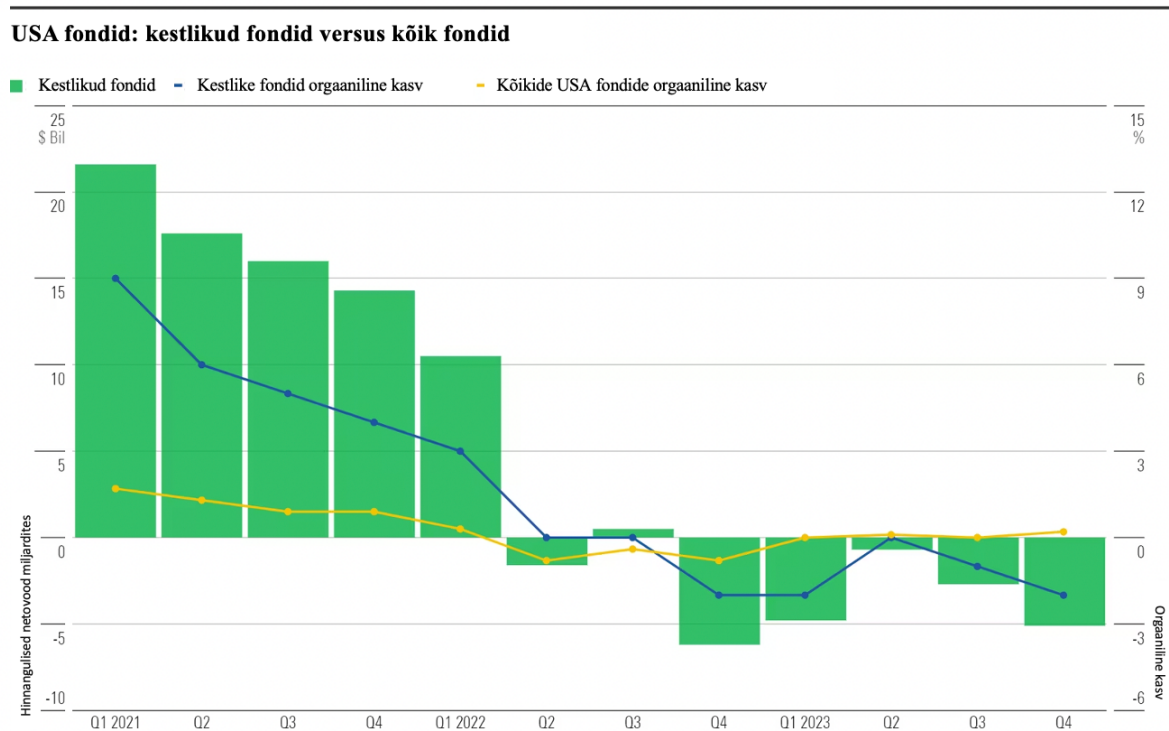
ignoreerimine võib minna väga kulukaks (Rahageenius, 2020). Samalaadse väljaütlemise on teinud BlackRocki tegevjuht Larry Fink, kes on enda iga-aastases kirjas portfelli tegevjuhtidele öelnud, et kliimarisk on investeerimisrisk (BlackRock, 2020). Norra riikliku investeerimisfondi juhi Nicolai Tangeni usutluse järgi plaanivad nemad tihedamini kohtuda enda portfelli ettevõtjatega eesmärgiga uurida rohkem ESG-suunaliste tegevuste kohta ning ta on öelnud, et kasumlikkus ja kestlikkus käivad käsikäes (Bloomberg, 2020). Seega surve rohepöörde ära tegemiseks on nii teadlastelt, regulatsioonidest kui ka ettevõtjatelt ja investoritel endilt. Kõik osapooled ootavad õigusselgust, andmete läbipaistvust ning võrreldavust ning selget kasu nii rahaliselt kui ka eesmärkide täitmise osas. Isegi kui seatud eesmärgid ei suudeta saavutada täies mahus kokkulepitud ajaks, usutakse, et maailm liigub rohelise üleminekuga õiges suunas.

Täielikke roheliste investeeringute numbreid ei ole võimalik välja tuua, tulenevalt puuduvatest andmetest. Rohelise rahanduse instrumentidest kasutatakse kõige rohkem ELis rohelisi võlakirju ja rohelisi laene. Rohelised võlakirjad ELis moodustavad poole kõigist emiteeritud rohelistest võlakirjadest globaalsel turul. 2023. aastal kasvas roheliste võlakirja väljastamine 11% eelmise aastaga võrreldes, jõudes 341 miljardi dollarini (Energiaökonomika ja finantsanalüüsi Instituut, 2024). 2022. aastal väljastati ligikaudu 500 miljardi dollari väärtuses rohelisi laene korporatsioonidele, millest 200 miljardit väljastati just ELis (Eurofi, 2023). 2023. aastal tegid pangad paremaid tulemusi rohelise rahandusega kui nafta-, gaasi- ja söetööstuse rahastamisest, väljastades rohelisi võlakirju ja rohelisi laene (Bloomberg, 2024). Järelikult roheline rahanduse instrumentidid töötavad ja nende vastu on suurenev huvi. Kuigi palju on veel vaja teha, et roheline rahandus muutuks nišši turust finantsmaailmas tavaliseks praktikaks.

Samal ajal on rohepöörde elluviimine saanud tagasilööke EList väljas pool. Näiteks on maailma suurim varahaldur BlackRock asunud taas ESG asemel rõhutama tootluse olulisust investeerimisel. Kui 2020. aastal rääkis Larry Fink eesmärgipärasest investeerimisest, siis 2022. aastal on nende fookus investeringutest rääkimisel toodud tagasi kapitalismile (BlackRock, 2022). Tegu on lähenemise olulise muutusega. Mitmed varahaldurid on hakanud ESGga arvestavaid märgistusi enda fondidest maha võtma. Samuti on ESG-suunaliste uute fondide lansseerimine pidurdunud võrreldes eelnevate aastatega (Financial Times, 2023). Selle põhjuseks võib pidada ESG-temaatika politiseerimist USAs, kõrget inflatsiooni ja intressimäärasid ning rohepesu. Ka Eestis on pensionide rohefondide hea start koroonapandeemia ajal on raugenud, sest maailmamajandus on muutunud (Postimees, 2023).

Sellised arengud kindlasti muudavad investorid valvsaks, sest investeringud on üldjuhul tehtud pika aja peale, mille puhul on väga oluline selge raamistik ja stabiilne keskkond rahastamisotsuste tegemiseks. Selline areng seab tugevalt kahtluse alla rohelise rahanduse turu usaldusväärsuse.

Joonis 5. Kestlike fondide ja kõikide fondide erinevus USAs.



Allikas: (Morningstar, 2023)

2021. aastal pandeemiabuumi ajal saavutasid USA kestlike fondide varad rekordilise 358 miljardi dollari suuruse mahu, kasvades kolm korda suuremaks võrreldes 2017. aastaga. 2021. aastast alates on investorite huvi siiski vähenenud, kuna kõrgemad laenukulud mõjutavad otseselt kapitalimahukaid puhta tehnoloogia firmasid. Seega on ESG fondid olnud volatiilsemad, kui traditsioonilised fondid, sest need on tundlikud intressimäärade suhtes. 2023. aastal tegid kestlike fondide tulemused halvima aasta, mis on nõudlust veelgi vähendanud. Fondivood vähenesid USAs keskmiselt 13 miljardit dollarit, kuna tootlus jäi tavapärastele fondidele alla ning lisandusid mured ESG reitingute hägususe kohta. Lisaks on poliitikud väitnud, et ESG kriteeriumid mõjutavad negatiivselt fondide tootlust. Viimasesse välja toodud lähtekohta saab suhtuda skeptiliselt, sest ESG-suunaliste portfelli tootlus aastatel 2014–2020 võrdlusindeksitega võrreldes on olnud 6% kõrgem aastas

(Morningstar, 2023). Tulevikus saab näha, kas tõenäoline intressimäärade alanemine taastab huvi kestlike fondide vastu ning millisel kujul praegused USA arengud Euroopasse jõuavad.

Kokkuvõttes on finantssektoril kriitiline roll piisava kapitali suunamisel rohepöördesse. Selles on kesksel kohal roheline rahandus, mis suunab vajamineva kapitali keskkonnasõbralikesse tegevustesse. Juhtivad investeerimisettevõtjad ja varahaldurid pakuvad juba erinevaid rohelisemale tulevikule suunatud finantstooteid, nagu rohelised võlakirjad või rohelised laenud, mis võtavad kogu investeerimisprotsessis keskkonnaga seotud tegureid arvesse. Pangad on oma 2023. aasta tulemuste põhjal teatanud, et rohelise rahanduse praktiseerimisega on võimalik teenida paremat tulu võrreldes traditsiooniliste investeringutega. Siiski praegu veab ELi rohepööret maksumaksja raha ja reguleerivad meetmed, kuid erasektori panus on siin kriitilise tähtsusega. Pelgalt regulatsioonide abil rohelisele majandusmudelile ülemineku eesmärgi saavutamine võib olla piiratud, eriti kui ettevõtjatele ei suudeta näidata, et kestlikkusega arvestamine ja tegelemine on nende jaoks ka pikaajaliselt kasulik. Seni on ettevõtjate peamine siht olnud ikkagi kasumi teenimine, kus kestlikkuse temaatikaga tegelemine on ainult linnukeste täitmine. Samamoodi on finantssektor keskendunud suurema tootluse saavutamisele, mida näitas Möllits ja Meieri (2023) magistritöö Eesti varahaldurite seas, et ESGga seonduv on pelgalt omalt poolt miinimumi tegemine. Lisaks süvendab rohepöörde saavutamise väljakutset rohepesu laialdane levik, kus ka finantsasutused ise kasutavad rohelisi argumente peamiselt turundustööriistana endale kestlikuma imago loomiseks, mitte sisulise muutuse toomiseks. Praegune majanduse kehv seis muudab olukorra veelgi kriitilisemaks, kus ettevõtete ellujäämine on olulisem kui kestlikkusele suunatud tegevused. Pinged lisandub juurde poliitika maastikult, kus erinevad maailmavaated põrkuvad rohepöörde elluviimise osas USAs, kus vabariiklased on blokeerimas ESGga seotud initsiatiive ning sama meelt olevad investorid on tõmmanud varahaldurite juurest suuremahulisi investeringuid välja, kes on julgenud rõhutada ESGga arvestamist. Seetõttu on vajalik põhjalik arutelu selle üle, kuidas toetada rohepööret tõhusal viisil, mis leiab tasakaalu regulatsioonide ja majanduslike stiimulite vahel, ning selgitades ettevõtjatele ja investeerimisotsuste tegijatele ehk varahalduritele, kuidas kestlikkusega arvestamine ja tegelemine võib aidata mitte ainult planeedi heaolu, vaid tõstab ka nende enda pikaajalist kasu.

Siin võib olla kasu nügimise teooriast ja selle praktikate rakendamisest rohelise rahanduse edenemiseks varahaldurite seas, mida avan täpsemalt järgmises peatükis.

## 2. NÜGIMISE TEOORIA

### 2.2 Nügemise teooria teoreetiline raamistik

#### 2.2.1 Libertaarne paternalism

Pärast II maailmasõda domineeris lääne liberaalsetes ühiskondades turumehhanismide olulisuse rõhutamine majanduse reguleerimisel, mis tähendab riigi sekkumise vähendamist ja selle läbi majanduskasvu saavutamist ja individuaalse vabaduse tagamist otsuste langetamisel. Vaba turu kapitalismi kohaselt eeldati, et inimene on ratsionaalne olend ehk *homo economicus*, kes teeb hästi informeeritud ja kaalutletud otsuseid nii enda kui ka ühiskonna suhtes tervikuna. Nügemise teooria lähtekohast on inimene ikkagi *homo sapiens* otsuste langetamisel, kelle kognitiivsed võimed on piiratud, ta toetub heuristikale ehk lihtsatele ja tõhusatele reeglitele kiiremate otsuste tegemiseks, ta on emotsionaalne ning ta teeb valikute tegemisel vigu, mis tihti on ennustatavad (Thaler ja Sunstein, 2008: lk 23; Cai, 2020; Kahneman, 2023). Kokkuvõtvalt see käsitlus toob välja, et inimestel on piiratud ratsionaalsed võimed ja nad võivad otsustamisel olla alati vigadele.

Thaleri ja Sunsteini (2008: lk 5) nügemise teooria põhineb libertaarse paternalismi käsitlusel, mille raames on kokku pandud kaks vastuolulist mõistet. Libertaarne poolt viitab minimaalsele riigipoolsele sekkumisele isiklikku ellu ja majandustegevusse, põhjendades, et inimesed peaksid saama teha oma valikuid väliste piiranguteta, niikaua kui need valikud ei kahjusta teisi. Paternalism põhineb mõttel, et mõnikord ei pruugi inimesed teha ühiskonna seisukohast parimaid otsuseid ja sellepärast on vaja nende otsuseid suunata ehk sekkuda nende otsustusprotsessidesse (Thaler ja Sunstein, 2003). Thaleri ja Sunsteini (2018: lk 7) seisukohast tuleb need definitsioonid ühendada sellepärast, et nende toimine koos on palju tõhusam kui eraldiseisvalt. Traditsioonilist paternalismi kritiseeritakse liigse sekkumise eest ja libertaarsust liigse vabaduse eest, mis võib viia halbade otsusteni. Libertaarne paternalism pakubki kuldse kesktee, austades üksikisikute autonoomiat ja vabadust teha valikuid, edendades samal ajal nende heaolu, olles läbi suunamise nõrgatoimeline ja leebe ning mitte liigselt pealetükkiv (Thaler ja Sunstein, 2008: lk 6). Järelikult selle teooria kohaselt tulenevalt inimeste kognitiivsest kallutusest saame sihilikult esitada inimestele valikud sellisel kujul, mis võtab neid psühholoogilisi kalduvusi arvesse, muutes nende käitumist soovitud suunas.

Libertaarne paternalism tugineb Kahnemani ja Tversky lähenemisel mõtlemisprotsessidele, kus nad uurisid, kuidas inimesed teevad otsuseid ja millised kognitiivsed eelarvamused või heuristikad neid otsuseid mõjutavad, tuues esile, et inimene ei pruugi alati tegutseda täielikult ratsionaalselt. Nad leidsid, et inimesed süsteemselt eksivad, kuna nende mõtlemisviisis esinevad süsteemsed kallutatused (Thaler ja Sunstein, 2008: lk 20). See tähendab, et inimesed teevad korduvaid vigu, sest nende mõtlemine on kallutatud teatud viisil, mille tulemusena kipuvad nad tegema teatud tüüpi vigu või langetama ebapiisavaid otsuseid.

Kahneman ja Tversky leidsid, et inimese mõtlemine põhineb kahel mõtlemissüsteemil:

„Süsteem 1 tegutseb automaatselt ja kiiresti, vähese pingutusega või üldse pingutuseta ning tahtliku kontrolli tundeta.

Süsteem 2 suunab tähelepanu vaimset pingutust nõudvatele tegevustele, sealhulgas keerulised arvutused. Süsteemi 2 tegevust seostatakse sageli iseotsustamise, valiku ja keskendumise subjektiivse kogemisega“ (Kahneman, 2013: lk 24).

Järelikult inimesed kasutavad Süsteem 2 mõtlemist ehk reflektiivset süsteemi harva, mis on aeglane ja põhjalik, otsuste langetamiseks. Nügimise teooria lähtekohast kasutab inimene enamasti Süsteem 1 mõtlemist ehk automaatset süsteemi, mis on lühinägelik ja impulsiivne. See võib viia parimatest huvidest lähtuvalt ebatäpsete ja isegi kahjulike otsusteni (Thaler ja Sunstein, 2008; Cai, 2020; Pilaj, 2017). Ratsionaalsusest kõrvalekaldumine ei piirdu ainult emotsionaalsete reaktsioonidega, nagu hirm, vihkamine või kiindumine, vaid see on kombinatsioon mitmest tegurist (Kahneman, 2023: lk 13-14). Kui näiteks varahaldurid teevad otsuseid ühiskonna huvidega vastuolus, siis need otsuseid võivad tegelikult olla ka vastuolus nende personaalsete huvidega, sest nende kognitiivsed ja emotsionaalsed võimed on piiratud (Pilaj, 2017). Järelikult nügimise teooria rakendamise kaudu on võimalik varahaldurite käitumist suunata rohelise rahanduse poole võttes arvesse nende mõtlemis- ja käitumisviise otsuste langetamisel. Näiteks kujutame ette, et varahaldur on harjunud tegutsema automaatsel süsteemil, võttes vastu kiireid ja intuiitviseid investeerimisotsuseid, mis põhinevad traditsioonilistel investeerimispraktikatel. Kui ta puutub kokku roheliste investeerimisvõimalustega, võib ta automaatse süsteemi kaudu jõuda järeldusele, et need võivad olla riskantsed või vähem tulusad, sest ta ei ole harjunud nende investeerimisviisidega või ei ole nende võimaluste kohta teinud põhjalikku finantsanalüüsi. Selles olukorras on vaja

reflektiivset süsteemi, mis võimaldaks selle varahalduril aeglaselt ja teadlikult analüüsida roheliste investeeringute eeliseid ning mõista nende pikaajalist finantsilist ja keskkonnaalast kasu. Nügimist praktiseerides on võimalik poliitikakujundajatel ja finantsasutustel tuua fookusesse investeeringute pikaajalised mõjud tootlusele ja keskkonnale ning suunata otsustajad kasutama reflektiivset süsteemi, mis pikas plaanis kaustlik nii investoritele endile kui ka ühiskonnale tervikuna.

Neutraalseid valikute tegemise keskkondi tegelikult ei eksisteeri ja otsustusprotsesside mõjutamist ei ole võimalik vältida, sest paternalism on meie igapäevaelus niigi kohal, kas me teadvustame seda või mitte (Thaler ja Sunstein, 2008, lk 236). Näide töötajatele palgamaksmisest, kus tehakse seda kord kuus või iga kahe nädala tagant, kus viimase variandi puhul inimesed säästavad rohkem, sest kaks korda aastas laekub neile palk kuus kolm korda (Thaler ja Sunstein, 2018: lk 11-14). Sellest tulenevalt avaliku ja erasektori asutused võiksid ja peaksidki sekkuma inimeste otsustusprotsessidesse ja teadlikult kujundama valikute tegemise keskkondi selliselt, et see julgustaks inimesi tegema enda heaolu seisukohast paremaid otsuseid, võttes arvesse inimeste kognitiivseid piiranguid ja süsteemset kallutatust (Corson ja Treich, 2014; Thaler ja Sunstein 2008: lk 109). Oluline on siin rõhutada, et liberaarse paternalismi eesmärk ei ole riigi osatähtsuse suurendamine, vaid parem valitsemine (Thaler ja Sunstein 2018: lk 18). Põhimõtteliselt nügimise kaudu vajalikke muutusi inimeste käitumises ei kutsuta esile uute kulukate regulatsioonidega, mille väljatöötamine ja kohaldamine võtab üldjuhul palju aega ja ressursi, vaid seda tehakse pehme suunamise kaudu, kus võetakse arvesse inimeste käitumisnõrkusi ja kognitiivseid piiranguid, jättes neile alles nende autonoomia ja valikuvabaduse. (Corson ja Treich, 2014; Cai, 2020) näitena saab tuua kestliku käitumise edendamise ühiskonnas, kus on keskkonnaalaste otsuste langetamisel inimlikud ja majanduslikud piirangud ning nende ületamiseks kasutatakse just nügimist. Siin turujõudude optimaalne toimimine ja ratsionaalne tarbijakäitumine ei kehti. Inimesed on lühinägelikud tulevikusündmuste suhtes ja nad ei suuda suure infotulva all mõista kliimamuutuste olemust. Inimesed on rohkem motiveeritud tegutsema vastavalt sotsiaalsetele ootustele ja järgivad harjumuspäraseid käitumismustreid, sest inimesed kipuvad eelistama praegust olukorda muutustele, mis on mugavam. Selline käitumine takistab otseselt keskkonnaprobleemidega toimetulekut ja nende lahendamist, kus nügimise teooriast võib olla palju kasu.

Põhimõtteliselt nügimise teooria pakub traditsioonilistele valitsuse meetmetele huvitavat kolmandat lähenemisvõimalust. Eelmises peatükis toodud ELi poolt koostatud ulatuslik

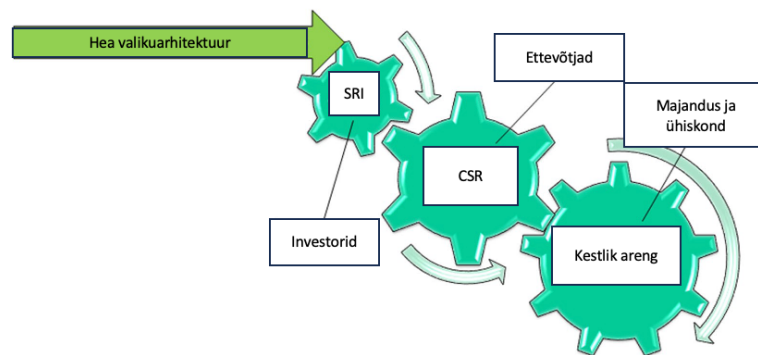
regulatiivne raamistik rohelise rahanduse edendamiseks ei pruugi üksi olla piisav roheliste investeeringute laialdasema leviku tagamiseks. Traditsioonilised regulatiivsed meetmed üksi ei ole piisavalt efektiivsed, et muuta inimeste käitumist keskkonnasäästlikkuse suunas (Silva, 2022). Regulatsioonid loovad küll aluse ja õigusliku keskkonna, mis soodustab keskkonnasäästlike praktikate rakendamist, kuid need üksi ei taga, et inimesed muudaksid enda käitumist ja eelistusi (Carlsson et al, 2021). Nügimise teooria rakendamine aitab käitumisteadusest tulenevate teadmiste põhjal poliitikakujundajatel tõsta enda direktiivide efektiivsust. Selletõttu on viimasel ajal nügimise teooria rakendamine tõusnud uueks ja paralleelseks tööriistaks regulatsioonide kõrval, sest selle vastu on ühiskonnas vähem vastupanu võrreldes käskudel ja keeldudel põhinevate tavaliste regulatiivsete meetmetega (Silva, 2022; Schubert, 2017). Järelkult on see alternatiivne lähenemine karmidele regulatsioonidele ja karistustele, mis võivad olla üsna keerulised ellu viia, suure halduskoormusega ja tekitavad üleüldist vastuseisu (Schmidt ja Engelen, 2020). Nügimise teooria rakendamine võimaldab kasutada psühholoogilisi põhimõtteid ja käitumisökonomika kontseptsioone, et muuta inimeste käitumist soovitud suunas, aidates ELil minna üle rohelisemale majandusmudelile. Konkreetsemalt selle magistritöö raames uurin nügimise teooria rakendamise võimalikkust varahaldurite seas, et soodustada rohelise rahanduse laialdasemat praktiseerimist eesmärgiga täita Euroopa rohelise kokkuleppe eesmäärke, ületades nende psühholoogilised kõrvalekalded otsuste langetamisel.

Selleks, et paremini mõista nügimise teooriat, defineerin järgnevates alapeatükkides kahte nügimise teooria peamist komponenti ja keskset mõistet, milleks on valikuarhitektuuri ja nügimine.

### **2.1.2 Valikuarhitektuur**

Investeerimisotsuseid tehes on varahaldurid lisaks isiklikele eelarvamustele, eesmärkidele ja eelnevatele kogemustele ümbritsetud ka keskkonnast ja raamistikest, mis nende otsuseid mõjutavad. Thaleri ja Sunsteini (2018) käsitluses tähendab valikuarhitektuur keskkonda ja selle konteksti, milles inimesed teevad otsuseid. Valikuarhitektuur on sotsiaalne taust, milles valikuid tehakse ning valikuarhitektid vastutavad selle kujundamise eest (Pilaj, 2017). Valikuarhitektuuri mõte on disainida teadlikult kasutajasõbralikke keskkondi, kus võetakse arvesse inimeste kognitiivseid piiranguid ja psühholoogilisi kalduvusi (Cai, 2020). Kasutajasõbralike keskkondade loomise alla peetakse silmas seda, et valikud oleksid esitletud

viisil, kus inimesed saavad vähese pingutuse abil teha otsuseid, mis muudab nende elu paremaks, tervislikumaks, rahaliselt või keskkonnaalaselst kestlikumaks jne (Thaler ja Sunstein, 2008). Järelkult investorite käitumise juhendamiseks SRI suunas on võimalik kujundada valikute keskkonda selliseks, mis soodustavad sotsiaalset vastutust ilma tegevust piiramata (Gajewski et al., 2023). Pilaj (2017) on toonud joonisel 6 välja, kuidas hea valikuarhitektuur mõjutab SRI praktiseerimist ja see omakorda mõjutab vastutustundlikku ettevõtluspraktikat ja läbi selle juba kestlikku arengut.



Joonis 6. Hea valikuarhitektuuri mõju investeerimisotsustele ja laiemalt kestlikule arengule (Pilaj, 2017).

Põhimõtteliselt seda lähemist saab edukalt kohandada antud magistritöösse, kus hästi üles ehitatud valikute arhitektuur tuvastab ja võtab arvesse varahaldurite eesmärgi ja kavatsusi ning tegelikke käitumismustreid investeerimisotsuseid tehes. Selle põhjal disainib efektiivsed keskkonnad, mis suunavad otsuseid nende enda ja ühiskonna hüvanguks praktiseerima rohelist rahandust. See lähenemine aitab kaasa rohelise rahanduse laialdasema kasutuselevõtuni, mis omakorda mõjutab positiivses suunas vastutustundlikku ettevõtlust ning suuremas pildis juba keskkonnaeesmärkide täitmist.

Oluline mõista siinjuures nügimise ja valikuarhitektuuri vahelist erinevust. Hansen ja Jaspersen (2013) selgitavad, et valikuarhitektuur on keskkond, kus toimub käitumise valimine ja otsuste tegemine. Seevastu nügimine on ükskõik milline konkreetne keskkonnamelement, mis motiveerib inimesi valima teatud käitumismustrit. Valikuarhitektuur loob otsuste tegemise ja

käitumise üldise raamistiku, toimib nügimine spetsiifilise suunajana selles keskkonnas, et julgustada inimesi tegema valikuid, mis toetavad nende heaolu ja eesmärkide saavutamist (Leesment, 2021: lk 50; Sitar, 2022). Järelkult valikuarhitektuuri kontseptsiooni kasutatakse selleks, et kirjeldada, kuidas nügimine aitab suunata inimesi soovitud käitumise suunas, kus nügimine on ise liberaarse paternalismi üks rakendusviisidest (Cai, 2020). Väga lihtne näide on toidupood, kus on valikuarhitektuuriks kogu pood ise, kus mängib rolli selle paigutus, riiulite asetus, toodete rühmitamine jne. Nügimine siin kontekstis on konkreetset tervisliku toidu paigutamine sihilikult kassade juurde nähtavale kohale. See on konkreetne keskkonnaelement, mis on kavandatud nii, et motiveerib inimesi tervislikumaid valikuid tegema. See ongi hea valikuarhitektuuri ülesehitamine, kus nügimist on sihipäraselt kasutatud.

Järgmises alapeatükis keskendun nügimise olemuse lahti mõtestamisele.

### **2.1.3 Nügimine**

Nügimine on liberaarse paternalismi keskne mõiste ja taktika (Schubert, 2017). Nügimist rakendades on võimalik mõjutada rühmade või üksikisikute käitumist ja otsuseid, kui esitleda informatsiooni või valikuid erineval viisil (Cai, 2020). Nügimist kasutades üritatakse otsuse langetajat suunata valima parimat võimalikku valikut enda huvides, muutes valikute tegemise keskkonda seda soosivaks (Sitar, 2022: lk 50). Teisisõnu inimesi saab nügida saavutamaks soovitud tulemusi (Thaler ja Sunstein, 2008). Sellepärast kasutatakse nügimist, kui efektiivset meetodit, et inimesed teeksid enda seisukohalt parimaid valikuid ka investeerimismaailmas (Pilaj, 2017; Sitar, 2022; Cai, 2020). Selle põhjal saab järeldada, et nügimine on hea täiendav tööriist regulatsioonidele soodustamiseks rohelist rahandust varahaldurite seas ja nende portfellides.

Thaleri ja Sunsteini (2008: lk 6) seletavad lahti nügimise mõiste: „mis tähendab valikuarhitektuuri ükskõik millist külge, mis juhib inimeste käitumist soovitud suunas, keelamata talle samas muid võimalusi ning muutmata oluliselt majanduslikke stiimuleid. Et sekkumist pidada vaid nügimiseks, peab olema seda odav ja lihtne vältida. Nügimise all ei mõelda võimu kasutamist. Puuvilja asetamine pilgutasandile läheb kirja nügimisena, aga rämpstoidu keelamine aga mitte“. Hausman ja Welch (2010) omakorda defineerivad nügimist kui „valiku mõjutamist ilma valikute hulka piiramata või alternatiivide kaalumist survestamata ajaliselt, keerukuse astmelt, sotsiaalsete sanktsioonidega või muul viisil. Neid peetakse

vajalikuks individuaalse otsustusprotsessi puuduste tõttu ja nad toimivad, kasutades ära neid kallutatusi“. Põhimõtteliselt on nügimise näol tegemist väikeste sekkumistega otsustusprotsessidesse eesmärgiga mõjutada inimeste käitumist, piiramata nende vabadust valida ja selle raames ei kasutata olulisi majanduslikke stiimuleid soovitud käitumise esile kustumiseks. Majanduslikke stiimuleid nügimise kasutamisel küll oluliselt ei muudeta, siiski nügimine võib avaldada mõju majanduslikule käitumisele, tehes näiteks paremaid investeerimisotsuseid.

Nügimine on praktiline ja odav meede, mille on madalad rakenduskulud, sest on vaja teha väikeseid muutusi informatsiooni esitlemises ehk valikute tegemise keskkonnas. See teeb sellest kuluefektiivse ja lihtsa meetodi, mis jätab inimestele alles valikuvabaduse, toimides ilma käskude ja keeldudeta, aidates samal ajal inimestele ületada kognitiivsed piirangud, et nad tegutseksid enda parimates huvides (Thaler ja Sunstein, 2008: lk 7). Järelikult nügimine pakub praktilist ja mõjusat lähenemisviisi investorite käitumises muutmiseks keskkonnasõbralikkuse suunas (Gajewski et al., 2023). Poliitikakujundajatele omakorda meeldib nügimise praktiseerimine just selle tõttu, et sellega jääb otsustamine ikkagi inimese enda kanda, sest valiku tegija saab valiku tegemisest üldse loobuda või isegi keelduda (Schubert, 2017). Põhimõtteliselt investorite valikute parandamiseks on vaja kasutada ära olemasolevat keskkonda seda natukene muutes. Kuna varahaldurid peavad nii või naa tegema investeerimisotsuseid, siis nügimise kaudu on võimalik suunata neid keskkonnasõbralikema investeerimisotsuste poole. Selle tegemisega ei kaasne suuri kulusid, vaid seda saab teha lihtsalt ja soodsalt, ning lõplik otsus jääb ikkagi otsustajale endale.

Nügimise efektiivseks toimimiseks peab see olema ausate kavatsustega ning vastama mitmele kriteeriumile. Esiteks on oluline, et nügimise rakendamine oleks ellu viidud läbipaistval viisil, mis tähendab, et inimesed on vajadusel võimelised mõistma, kuidas keskkonda on muudetud, et soodustada teatud valikuid. Teiseks peab olema nügimist lihte ja odav vältida, mis tähendab, et inimestele jääb alles nende vabadus ja autonoomsus, kus nügimise rakendamisel on otsustajatel võimalik alati valiku tegemisest loobuda ja nende valikuvõimalusi ei piirata. Nende kriteeriumitega arvestamisel on tegemist nõ „puhta nügimisega“, mis tähendab, et see on eetiline, muutes teatud valiku atraktiivsemaks või kergemini teostatavaks, kuid ei keela teisi võimalusi ega piira otsustajate valikuvõimalusi (Thaler ja Sunstein, 2008: lk 244; Schubert, 2017; Cai, 2020). Thaler ja Sunstein (2008: lk 79) toovad veel välja libertaarse paternalismi kuldreegli, et nügimist tuleb kasutada ainult sellisel juhul, kus see on abistav ja teeb kõige

vähem kahju. Järelikult nendel põhimõtetel nügimise rakendamine investeerimisotsuseid tehes jätab alles usalduse ja selguse ning võimaldab investoritel teha informeeritud otsuseid, mis vastavad nende eesmärkidele ja eelistustele.

Nügimise all saab kategoriseerida erinevaid nügimise liike, mis keskenduvad erinevatele valdkondadele ja eesmärkidele. Näiteks saab eristada keskkonnasõbralikku nügimist ehk rohelist nügimist, mille eesmärk on toetada keskkonnasõbralikku käitumist, kus inimesed suunatakse läbi nügimise energiasäästlikumale käitumisele, jagades infot naabrite energiatarbimise kohta (Schubert, 2016). Sellise nügimise kasutamist saab laiendada sotsiaalsete normide kaudu nügimiseks investeerimises, kus otsustajatele näidatakse sarnaste inimeste või organisatsioonide käitumist mõjutamiseks investeerimisotsuseid (Sitar, 2022). Rahandusvaldkonna nügimine hõlmab omakorda meetodeid, mis aitavad inimestele teha paremaid rahalisi otsuseid näiteks säästmise näol. Näiteks Save More Tomorrow programm, mis adresseerib inimeste praeguse olukorra eelistamist muutustele ning kaotuskartust, pannes nad läbi nügimise rakendamise rohkem säästma (Cai, 2020). Lisaks on võimalik paljudele teistele nügimisvormidele eristada veel tervise nügimist, mille eesmärk on soodustada tervislikke valikuid regulaarse liikumise, suitsetamisest loobumise või tervisliku toitumise kaudu (Thaler ja Sunstein, 2018). Järelikult teeb nügimise heaks tööriistaks selle rakendusvaldkondade rohkus, sest seda on võimalik kasutada tervishoius, rahanduses, keskkonnakaitses ja paljudes muudes valdkondades. Lisaks on seda võimalik kohandada vastavalt seatud eesmärkidele.

Nügimise efektiivne rakendamine on konkreetselt seotud selle valdkonna ja eesmärkidega. Tulenevalt sellest ei kehti nügimise puhul põhimõte, et „üks suurus sobib kõigile“, sest erinevad inimesed reageerivad erinevatele nügimismeetoditele erinevalt (Cai, 2020). Selleks, et läbi alateadvusliku mõjutamise ja käitumuslike kalduvuste kaudu saavutada soovitud käitumismuster on vaja eristada erinevaid käitumuslike kõrvalekaldeid konkreetses kontekstis. Selliste tõrgete tuvastamiseks on Gajewski et al. (2023) toonud välja küsimustiku, mille abil on võimalik kitsaskohad tuvastada ning vastavalt nendele pakkuda õige nügimise valik vastava otsustusbarjääri ületamiseks ja samal ajal pidada kinni eetilisusest nügimise rakendamisel. Esiteks tuleb aru saada otsustusprotsessist ja selle nüanssidest ning peamistest takistajatest. Tuvastatud kitsaskohale saab valida sobiva nügimise viisi vastavalt sellele, mis tooks parima tulemuse. Kui sobiv nügimine kitsaskoha ületamiseks on valitud, siis on vaja hinnata, kas see on suunatud reflektiivsele või automaatsele mõtlemisele, kas see on läbipaistev, kas see on toob

kasu jne. Läbi selle protsessi on võimalik tagada nügimise kõige suurem efektiivsus, eetilisus ja vastuvõetavas nügitava poolt. Protsess ise on välja toodud lisa 1.

Kokkuvõtvalt on nügimise rakendamine praktiline, lihtne, suhteliselt kiire ja odav ning tõhus viis, et ületada inimeste käitumisest tulenevaid turutõrkeid. Tänu sellele on nügimine leidnud erinevates valdkondades laialdast kasutust ja tõestanud enda otstarbekust inimeste kui ka ühiskonna suunajana õigemate valikute poole. Siiski on nügimine vaatamata nendele headele omadustele pälvinud ka tõsist kriitikat.

#### **2.1.4 Kriitika**

Kuigi nügimise teooria on leidnud laialdast rakendust käitumise muutmise vahendina ja tõestanud oma efektiivsust erinevates kontekstides, on see siiski pälvinud olulist kriitikat. Üks kriitikapunkte on seotud nügimise teooria üldise ebamäärasuse ja liigse üldistatavusega. Hausman ja Welch (2010) toovad välja, et Thaleri ja Sunsteini nügimise definitsioon on ebamäärane. Nende hinnangul on nügimine, kui õrn suunamise vahend inimeste käitumise muutmiseks, muutunud liiga üldiseks ja häguseks, kus on liiga palju erinevaid käitumise viise, mis raskendavad selle mõjude ja tõhususe hindamist. See on toonud kaasa vajaduse eristada nügimise erinevaid tüüpe, milleks on ära kasutatav (*exploitive*) ja hariv (*educative*) nügimine. Neid võib nimetada ka mõtlemisprotsesside seisukohalt Süsteem 1 ja Süsteem 2 nügimisstrateegiaks. Ära kasutatav nügimisstrateegia kasutab ära inimese kognitiivseid piiranguid ja eelarvamusi eesmärkide saavutamiseks. Seda võidakse teha ka inimeste heaolu arvelt ja olla suunatud hoopis tarbijate manipuleerimiseks kommertslikel eesmärkidel. Näiteks keerulise hinnastamise kasutamine või tingimuste kajastamine peenes kirjas. Hariv nügimisstrateegia keskendub inimeste teabe ja teadlikkuse suurendamisele, mis võimaldab inimestele teha informeeritud valikud, parandades inimeste heaolu (Schubert, 2017). Järelikult nügimise mõiste täpsustamine on oluline, et hinnata nügimise mõju, tagades võrreldavuse ning saada aru millised meetodid täpselt kvalifitseeruvad nügimiseks ja millised mitte.

Teise kriitikapunktina tuuakse välja nügimise eetilisus, kus ära kasutatavad nügimised tõstatavad nügimise eetilise, mille raames tegelikult võivad halvad kavatsused olla nügimise taga (Schmidt ja Engelen, 2020). Kriitikute arvates ei ole nügimine inimeste vabadusi rõhutav meede, pigem on tegemist manipuleerimise tööriistaga, mille kaudu inimesi mõjutatakse nende enda teadmata (Cai, 2020). Eriti olukorras, kus paternalism toimib kõige paremini varjatuna

(Hansen ja Jespersen, 2015). Kui nügimise põhiprintsiip on kasu suurendamine nügitavaale, siis tekib küsimus, kas nügimine on alati kasusaaaja parimates huvides (Sitar, 2022). Näiteks apteeker võib meid nügida ostma ravimeid, mida me tegelikult ei vaja. Või teine ehe näide on nügimise kasutamine rohepesu skeemides, kus inimestele määratakse pähe keskkonnasõbraliku käitumise näol mingeid tooted või teenused, mida nad tegelikult ei vaja või need ei vasta tegelikult märgitud tingimustele. Samamoodi finantsmaailmast, kus finantsnõustaja suunab inimesi tegelikult nende finantsinstrumentide poole, mida nad parasjagu müüa tahavad ja on seotud tema tulemustasuga, mitte nende poole, mis on just kliendi parimates huvides (Cai, 2020).

Lisaks Kosteri ja Van der Heijdeni (2015) hinnangul rikub nügimine just individuaalse vabaduse printsiipi, kuna see võib piirata inimeste valikuid ja otsustusvabadust. Kui inimesed on nügitud mingi käitumise poole, võidakse nende autonoomiat piirata, kuna nende käitumine on suunatud teiste poolt. Schmidt ja Engelen (2020) toovad samuti välja, et nügimine võib olla eetiliselt problemaatiline seoses autonoomsusega. Autonoomsus viitab inimese võimele teha omaenda valikuid ja kontrollida oma elu. Kui nügimine piirab inimeste võimet teha autonoomseid valikuid või mõjutab nende käitumist viisil, mis ei arvesta nende tegelikke soovet ja vajadusi, siis võib see olla eetiliselt problemaatiline. Inimesed võivad tunda, et nad ei ole oma valikute autorid ja nende autonoomsus on riivatud.

Lisaks on kriitikute arvates küsitav, kas nügimine on ikka inimeste endi huvides, sest see heaolu kasv peab toimuma just inimeste enda arvates. Tekib küsimus, kuidas mõista valikuarhitekti arusaama kellegi teise heaolu kasvust, mis võib olla tingitud enda personaalsest kallutatusest. Lisaks võivad huvid tulevikus muutuda (Schubert, 2017). Näiteks täna nügatakse inimesi elektriautode soetamise suunas, aga tulevikus võib see kätte maksta, sest nende autode patareide utiliseerimisega tekivad suured keskkonnavalased probleemid. Nügimise liigne kasutamine viib selleni, et inimesed ei oskagi ise enam otsustada ja enda vigadest õppida, mis pikas plaanis pärsib inimeste arengut (Schubert, 2017). Lisaks nügimist kasutatakse sageli ilma piisava läbipaistvuse ja aruandekohustusega. See tähendab, et inimesed võivad olla nügitud käituma või tegema otsuseid teadmata täpselt, kuidas nügimist rakendatakse või millised on selle tagajärjed. Näiteks võivad ettevõtted kasutada nügimist oma toodete või teenuste müümiseks, kuid tarbijad võivad mitte teada, kuidas nügimist rakendatakse või millist mõju see neile avaldab (Leesment, 2022). Seetõttu Heijden (2015) toob välja, et nügimisel põhineva sekkumise rakendamiseks on vaja seda enne hoolikalt kaaluda, hinnata ja arutada avalikkuses,

et tagada õiguspärane kasutamine. Enamus olukordades kasutatakse teist tüüpi nügimisstrateegiat ehk harivat nügimist ja üldjuhul lisana juba olemasolevatele regulatsioonidele, toetusmeetmetele ja maksudele.

Kokkuvõtvalt nügimise kasutamine on efektiivne meede soodustamaks soovitud käitumist, kuid selle rakendamisel tuleb arvestada mitme nüansiga, et selleks oleks rohkem kasu kui kahju. Järgmises peatükis keskendun lähemalt erinevatele nügimispraktikatele ja osapooletele.

## 2.2 Nügimise teooria praktikad ja osapooled

### 2.2.1 Nügimise praktikad

Thaler ja Sunstein (2008: lk 109) ja Johnson et al. (2012) on välja pakkunud hea valikuarhitektuuri ülesehitamiseks 6 printsiipi, mis aitavad inimestel paremaid otsuseid teha enda ja suuremas pildis ühiskonna hüvanguks: vaikimisivalikud; vigade eeldamine; tagasiside andmine; kaardistamine; keeruka struktuuriga valikud ja stiimulid. Gajewski et al. (2023) on siia lisanud juurde veel kaks nügimise raamistikku, milleks on EAST (*Easy, Attractive, Social, Timely*) ja *Mindspace* raamistik. Esimene pakub välja nügimise võimalusi, mis on seotud emotsionaalsete aspektidega, nagu otsustajate emotsioonid, meeleolud ja heaolutunne, ja põhineb neljal konkreetselt põhimõttel. Teine raamistik keskendub sotsiaalsetele aspektidele, mis rõhutavad otsustajate sotsiaalseid suhteid, norme ja kogukonna mõjusid ja põhineb üheksal psühholoogilisel mõjutusel, mida saab kasutada nügimise strateegiatega kavandamisel. Nende nelja raamistiku põhjal on tehtud nügimise taksonoomia, mis aitab kategoriseerida erinevaid nügimise meetodeid ja strateegiad vastavalt sellele kallutatusele, mida parasjagu soovitakse ületada eesmärgida suunata inimeste käitumist paremuse poole. Põhimõtteliselt taksonoomia aitab orienteeruda erinevate nügimise liikide vahel ja aitab neid rakendada sellisel viisil, mis avaldaks suurimat mõju vastavale otsustusprotsessile. Nügimise taksonoomia on täpsemalt välja toodud lisas 2 ja 3.

Kõikides raamistikes kõige mõjuvõimsam ja uuritum viis otsustajate nügimiseks finantsmaailmas on vaikimisvalikute kasutamine. See kasutab nutikalt ära inimeste kalduvust vältida otsustamist ja jääda olemasoleva valiku juurde (Gajewski et al., 2023). Selle rakendamise uurimine on viidud läbi inimeste personaalsete investeeringute tegemisel, mis on seotud säästmisega, kus SRI fond määratakse jaeklientidele automaatselt, millest neil on

võimalik teadlikult loobuda või töötajaid automaatselt suunatakse säästma, kus vaikimisi osa palgast liigub investeerimiskontole (Pilaj, 2017; Cai, 2020). Gajewski et al. (2022) on empiirilisel testinud USA turul vaikimisvalikut jaeinvestorite seas, mis näitab, et vaikimisi seatud valik SRI fondide kasuks suurendas nende hulka oluliselt, sest inimesed ei muutnud nendele ette seatud valikut ja jäid selle juurde. Järelikult vaikimisvalikute seadmine on mõjus viis suunata just jaeinvestoreid vastutustundlikumalt investeerima ning läbi selle oluliselt suurendada nõudlust SRI praktiseerimise vastu varahaldurite seas läbi nõudluse kasvu.

Neljast raamistikust järgmine ühine kitsaskoht otsustamisel on piiratud tähelepanu. Vastutustundliku rahanduse osas on otsustajad halvasti informeeritud SRI eelistest. Kuigi loengud sellise investeeringu eelistest võivad olla kasulikud, on enamikul inimestel piiratud tähelepanu, mille raames nad kaaluvad otsuste langetamisel ainult neid teabeosakesi, mis on silmatorkavad. Teabe esitamine, mis tõmbab investorite tähelepanu SRI fondide olulistele omadustele, võiks parandada vastutustundliku rahanduse investeeringuid (Gajewski et al., 2023). Näiteks SRI fondide silmatorkavuse tõstmiseks saab kasutada märgistamist, mis aitab valikuid struktureerida. Oluline on, et need märgistused oleksid tuntud ja usaldusväärsed. Siinkohal on EL märgistuste andmist hakanud reguleerima. Lisaks saab tõsta esile ESG fondide tootlust võrreldes nende konkurentidega. Samamoodi saab suunata otsustajaid neilt küsides, kas nad soovivad investeerida SRI fondidesse või mitte. Sellega suureneb oluliselt tõenäosus, et seda tehakse (Pilaj, 2017). Järelikult info esitlemine teatud viisil aitab tähelepanu juhtida ja läbi selle käitumist muuta.

Kolmas ühisosa nendes raamistikutes on seotud stiimulitega, mis adresseerib näiteks kahjude kartuse, tõenäosuse kaalumise ja oleviku poole kallutatust. Cai (2020) toob välja peamised käitumuslikud probleemid, mis on seotud finantsturgudega. Esiteks on finantstooted üsna keerulised. Teiseks finantstoodete puhul on vaja teha kompromisse tänase ja tuleviku vahel, aga tulenevalt mitmetest kallutatustest hinnatakse erinevate valikute eelised ja puudusi valesti ning langetatakse otsuseid pikaajalisi huvisid kahjustavalt. Kolmandaks finantsotsuseid tehakse üsna harva, mis ei anna otsustajatele õppimisvõimalust läbi kogemuse. Järelikult stiimulitega seotud nügimised on head just finantsvaldkonnas, sest need otsused hõlmavad riski, tulususe ja aja vahel tasakaalu leidmist (Gajewski et al., 2023). Järelikult stiimulitega mängimine aitaks oluliselt kaasa rohelise rahanduse laialdasemale levikule.

Nügemise taksonoomia pakub hea ülevaate, milliseid nügemise praktikaid saab konkreetse kallutatuse ületamiseks kasutada. Oluline on rõhutada, et need näited on üldised ja nügemise praktiseerimisel tuleb nügemine üles ehitada alati vastavalt konkreetsele kontekstile. Nagu Thaler ja Sunstein (2008: lk 3) toovad välja, et väikesed ja tihti esmapilgul ebaolulised muutused otsustamise keskkonnas võivad oluliselt mõjutada inimeste käitumist. Järgmisena selgitan lahti nügemise osapooled.

### 2.2.2 Nügemise osapooled

Nügemine rohelise rahanduse kontekstis investeerimismaastikul hõlmab mitmeid osapooli, kes mängivad olulist rolli investeerimisotsuste kujundamisel ja keskkonnaalaste eesmärkide saavutamisel. (Cai, 2020; Sitar, 2022; Migliorelli, 2021; Gajewski et al., 2023; Mustaffa et al., 2021; Streuer ja Tröger, 2022) Allpool on toodud peamised osapooled:

#### 1. Regulaatorid:

- a. Rahvusvahelised organisatsioonid, valitsused ja muud ametiasutused - kujundavad ja rakendavad poliitikaid ning seadusi, mis reguleerivad finantsturge, investeerimistegevust ja investorite kaitset. Näiteks võivad nad kehtestada eeskirju, mis nõuavad investoritele teatavaid avalikustamisstandardeid või piiranguid teatud tüüpi investeringutele. Järelikult nügivad vastuvõetud regulatsioonidega, mida peavad osapooled järgima.

#### 2. Investorid:

- a. Institutsionaalsed investorid (varahaldurid) – nemad kujundavad ja juhivad investeerimisstrateegiaid, kes oluliselt mõjutavad otsuseid seoses rohelise rahandusega, sest neil on suurim rahaline ressurss ja võimekus, esindades pensionifonde, kindlustusseltse, investeerimisfonde jne. Nemad defineerivad kapitali kriteeriumid rohelisele rahandusele ettevõtjatele. Järelikult nügivad enda valikutega ettevõtjaid ja investoreid keskkonnasõbralikemate investeringute poole;
- b. Jaainvestorid - Üksikisikud, kes investeerivad oma raha otse või kaudselt erinevatesse finantsvaradesse, võttes arvesse oma isiklike eesmärke ja väärtusi. Nügivad institutsionaalseid investoreid nõudluse tekitamisega.

### 3. *Ettevõtjad:*

- a. Investeerimisobjektid - ettevõtjad, kelle aktsiad, võlakirjad või muud finantsinstrumendid moodustavad investeerimisportfelli osa, võivad mõjutada investorite käitumist, kui nad võtavad vastu keskkonnasõbralikke tavasid või suhtuvad keskkonnariskidesse suurendatud tähelepanuga. Nügivad üldsust enda käitumisega;
- b. Aktsionärid - ettevõtte omanikud, kes omavad selle aktsiaid või osalusi. Nende peamine eesmärk on teenida kasumit oma investeeringutelt ning seetõttu on nende peamine huvi suunatud ettevõtte finantsseisule ja aktsiahindadele. Omanikud võivad olla nii üksikisikud kui ka institutsionaalsed investorid nagu investeerimisfondid, pensionifondid või kindlustusseltsid. Nemad saavad nügida küsimuste küsimisega ja kapitali mandaadiga.

### 4. *Huvirühmad:*

- a. Tarbijad - nad võivad nõuda suuremat läbipaistvust ja vastutustundlikkust investoritelt ja ettevõtetelt keskkonnaküsimustes. Nügivad ettevõtjaid ja investoreid oma tarbijakäitumisega;
- b. Meedia, MTÜd, keskkonnaaktivistid - juhivad tähelepanu keskkonnaga seotud probleemidele. Nügivad kõiki osapooli tähelepanu juhtumisega.

## **2.3 Roheliste investeeringute ja nügimise teooria seos**

Nügimise edukaks rakendamiseks Euroopa roheline kokkuleppe kontekstis on vaja selgeks teha põhilised otsustusbarjäärid, mis takistavad roheline rahanduse praktiseerimist finantsvaldkonnas. (Juravle ja Lews, 2008; Mustaffa et al., 2021; Pilaj, 2017; Gajewski et al., 2023; Streuer ja Tröger, 2022) akadeemilise kirjanduse põhjal toon välja peamised roheline rahandus otsustusbarjäärid. Esiteks roheline rahandus on traditsiooniliste investeeringutega võrreldes keeruline. Finantsistidel on raske aru saada taksonoomia sisust, roheline rahanduse terminoloogias, mis on tehniline, sest see põhineb teadusel ja on tehnoloogia poole kaldu. Lisaks neil puudub selles valdkonnas kogemus ja teadmised, mille tõttu on neid investeerimisvõimalusi raske hinnata. Rohelisel rahandusel on kapitalipiirangud, sest ainult mingi osa investeeritakse roheliselt. See on põhjustatud sellest, et roheline rahandus on investorite silmis riskantsem, olles alles nišši turu staatuses. Takistuseks on veel ranged poliitikad ja juhised, mida peab järgima, tehes selle väga bürokraatiamahukaks, kus puuduvad konkreetset stiimulid näiteks likviidsuse suurendamise näol. Otsustusbarjäär on

rahastamisstruktuuri nõrkus, kus rohelist raha pakutakse lühiajalistel tingimustel, aga see instrument on ise pigem pikaajaline. Poliitilised piirangud tekitavad ebakindlust, sest valitsused jälgivad ja administreerivad rohelist rahandust, mis teeb selle lobiprojektideks. Varahaldurid leiavad, et tegemist on suure riski ja madala tootlusega investeeringuga, kus rakse hinnata investeeringu elujõulisust, need on väga kapitalimahukad, edukuse mõõdikud võivad erineda finantsmaailma ja projektide elluvijate vaates, kus projekti hiline mine toob kaasa negatiivse tootluse. Suuremas plaanis puudub juurdepääs, sest ei ole olemas andmebaase ja infojagamist, kust oleks võimalik vajadusel saada lisainfot, kui avalikel asutustel, finantsinstitutsioonidel või ettevõtjatel oleks seda vaja. Lisaks ei ole keskkonnaprobleemid tajutavad ning mõõdikud nende hindamiseks on ebaselged, sest need ei ole üheselt paika pandud. Kokkuvõtvalt on varahalduritel suur vastutus, kus nad ei suuda hinnata tulu nii investeeringule endale kui ka keskkonnale enne investeerimisotsuse tegemist ning sellest tulevaid riske. Selletõttu tunnevad varahaldurid ennast ebamugavalt selles valdkonnas ning ei pea seda süvenemist väärivaks.

Väljatoodud otsustusbarjääride ületamiseks pakub nügimise rakendamine mitmeid võimalusi, et edendada rohelist rahandust varahaldurite seas. Näiteks stiimulite põhised lähenemised üldjuhul lõpuks suudavad asendada käskudel ja keeldudel põhinevad kulukad regulatsioonid. (Streuer ja Tröger, 2022). Thaler ja Sunstein (2008) on välja toonud, et süsinikuheitega seonduvalt ei kajastu inimeste tegevustes süsiniku õige hind ehk stiimul käitumise muutmiseks. Parimaks stiimuliks pakuvad nad süsinikumaksu kehtestamist ja süsinikuturge. Poliitilistel põhjustel ei ole suudetud süsinikumaksustamises kokku leppida ja ülemaailmsed heitkoguste kauplemisüsteemid ei toimi veel efektiivselt, siis EL on läinud avalikustamiskeskse rohelse rahandusseadusandluse teed, mis on küll teisejärguline võrreldes eelpool mainitud otsesemate regulatiivsete sekkumisviisidega, kuid see võib siiski mängida toetavat rolli kestlikus üleminekus, eriti kui esmased lahendused on poliitiliselt kättesaamatud. Oluline, et avalikustamine peab olema kohustuslik ja avalikult jõustatud, sest turujõud üksi ei suuda ületada põhjaliku ja standardiseeritud kvaliteetse andmete puudumisest tulenevat põhilist teabeasümmeetriat rohelses rahanduses (Streuer ja Tröger, 2022). Põhimõtteliselt avalikustamise kohustusest tulenevalt on võimalik tõsta teatud informatsiooni esile ning suunata tähelepanu lisaks finantsilistele parameetritele ka keskkonnaga seotud andmetele, mis teeb need omavahel võrreldavaks. Thaler ja Sunstein (2008: lk 202) toovad omakorda välja turupõhised avalikustamise näited, mis ei ole riigi poolt läbi käskude ja keeldude ellu viidud, vaid lihtsa infokogumise näol on suudetud käitumist muuta. Näiteks Toksiliste Kemikaalide Inventuur, mille eesmärk oli peale Tšernobõli tuumakatastroofi raamatupidamislikel

eesmärkidel kaardistada ära riigis olevad toksilised kemikaalid, mida hoitakse või lastakse loodusele. Selle raames pidid ettevõtjad ja inividid registrisse kandma vastava info. See tõi omakorda kaasa keskkonnaaktivistide ja meedia suurenunud tähelepanu ning pahameele, kus käitumist muudeti läbi sotsiaalse nügimise, sest keegi ei tahtnud enda tegevusega sinna listi sattuda. Kas Deloitte (2024) uuringus toovad investorid välja ühe olulise motivaatorina hea maine säilimise, mille pärast tegeletakse kestlike andmete kokkupanemise ja nendega arvestamisega otsustusprotsessides. Järelikult sarnased pehmed suunavad meetmed võivad olla palju kuluefektiivsemad ja tõhusamad, kui traditsioonilised regulatiivsed meetmed, mis muudavad ka investorite eelistusi tulenevalt ühiskondlikust survest.

Avalikustamise kohustuse rakendamine ELis võib oluliselt toetada kestlike finantstoodete esiletõstmist läbi märgistamise, mis omakorda muudab investoritel otsuste tegemise lihtsamaks (Migliorelli, 2021). See sõltub peamiselt sellest, kuidas erinevad investorite eelistused mõjutavad nõudlust keskkonnasõbralike ehk roheliste varade järele ning kuidas ettevõtted vastavad nõudluse muutustele, et tagada endale juurdepääs kapitalile soodsatel tingimustel (Streuer ja Tröger, 2022). Näiteks Prantsusmaa on toonud välja märgistuse, mis tõstab kestlikud omadused finantstoodete puhul rohkem esile. Üks märgitus on SRI kohta ning teine on energeetika ja ökoloogiliste aspektidega seotud (Gajewski et al., 2023). Gonzalez et al. (2015) on uurinud märgistamise mõju Hispaania finantstoodetele, kus märgised või sildid ei mõjuta otsest kasuteguri funktsiooni, mis väljendab tarbija rahulolu või kasu teatud toote või teenuse ostmisest. Pigem mõjutavad need kaalumiskriteeriumid, mis on seotud tarbija otsuste langetamisega erinevate valikute vahel. Teisisõnu, märgised ei muuda tarbija üldist rahulolu, kuid need mõjutavad seda, kuidas tarbija hindab ja kaalub erinevaid valikuid ning nende omadusi. Näiteks võib keskkonnasõbraliku toote märgis suunata tarbijat eelistama seda toodet teiste võimaluste ees, kuid see ei pruugi otsest mõju avaldada tarbija üldisele rahulolule pärast ostu sooritamist. Järelikult usaldusväärsete andmete põhjal on võimalik finantsmaailmas tõsta rohelise rahanduse finantsinstumendid rohkem esile, mis aitavad erinevaid turul eksisteerivaid valikuid paremini struktureerida. Thaler ja Sunstein (2008: lk 205) toovad veel märgistamise kohta välja näited, kus süsinikuheite jalajälje kuvamine toodete ja teenuste juures aitab tõsta teadlikkust tarbijate ja ettevõtjate seas ning motiveerib neid keskkonnasõbralikumaks käitumise poole. Põhimõtteliselt nügimise teooria saab rohelise rahanduse kontekstis mängida olulist rolli, toetades avalikustamise kohustuse tõhusust kestlike finantstoodete esiletõstmisel ehk nende nähtavaks muutmisel läbi märgistamise.

Maailmas saaste ja heitekogused üha suurenevad isegi kui riigid pühenduvad erinevatele kliimalepetele ja muudele tegevuskavadele. Siin on olulisel kohal tagasiside andmine, kuna inimesed ei teadvusta keskkonnaga seotud riske. Näiteks energiasäästlikkuse tõstmiseks on viidud läbi uuring majapidamiste seas, kus inimesed said infot enda naabrite energiatarbimise kohta. See tekitas tarbijates surve energiatarbimist kokku hoidu vastavalt saadud tagasisidele (Cai, 2020). Eelpool mainitu põhjal on näha, et investeerimisotsuseid samuti mõjutab oluliselt võrdlemine ennast samalaadsete isikute või asutustega. Institutsionaalsed investorid määravad üldjuhul suuna vastavalt eetilistele kaalutlustele või regulatsioonidele, kus nad ei investeri suure süsinikujalajäljega ettevõtmistesse, mis on omakorda toonud kaasa vanade energeetika ettevõtjate nii kasumi ja hinna suhtarvu kui ka rahavoogudesse või teiste finantsnäitajate kalliduse suhtarvu madalaks jäämise (J.P. Morgan, 2024: lk 22). Järelikult teistega võrdlemine võib anda hea tulemuse käitumise muutmiseks, aga siin on väga oluline, millisel viisil seda tehakse. Kui antakse teada, et varahalduri tegevus on teistest parem seoses kestliku investeerimise praktiseerimisega, siis ta võib enda panust vähendada. Siiski nende jaoks, kes said kehvemad tulemused suurendavad üldjuhul enda panust (Gajewski et al., 2023). Thaler ja Sunstein (2008: lk 57-59) toovad samuti välja, et otsustajatele meeldib järgneda karjale, mis tähendab, et teha sama, mida teised teevad, sest see vastab ühiskonna ootustele. Kokkuvõtvalt info avaldamine, kuidas teised varahaldurid käituvad võib olla hea motivaator praktiseerimaks rohkem rohelist rahandust.

Kokkuvõtvalt küsimus ei seisne mitte reguleerimise või andmete kogumise vajalikkuses, vaid pigem selles, kuidas seda teha viisil, et vältida ülereguleerimist ja liigset bürokraatiat. Oluline on leida tasakaal, kus regulatsioonid on piisavad, et tagada turu tõhus toimimine ja investorite kaitse, kuid samas mitte piirata turu paindlikkust ja võimet kiiresti muutustele reageerida. Turumehhanismid suudavad sageli kiiremini ja tõhusamalt kohaneda uute teadmiste või muutuvate olude keskel kui reguleerivad asutused. Sel viisil saavad turud informatsiooni enne ja suudavad kiiresti teha vajalikud muudatused ilma lisakulude ja bürokraatiata. Siin võib olla nügimise rakendamisest kasu lisaks olemasolevatele regulatsioonidele eesmärgiga täita roheline kokkuleppe eesmäärke, kus näiteks tuvastatakse õiged stiimulid. Näiteks BNP Paribas on sidunud roheline laenu Belgia postiteenus ettevõtjal Bpost kestlike eesmärkide täitmisega. Põhimõtteliselt muutub laenuandjale makstav intress vastavalt sellele, milline on laenuvõtja sõltumatult hinnatud aastane kestlikkuse skoor. See tähendab, et mida parem on ettevõtte kestlikkuse tulemus, seda väiksem on laenuandjale makstav intress ning vastupidi. Sellel stiimulil motiveeritakse Bposti vähendama oma ökoloogilist jalajälge, aidates sellega kaasa

nende sidusrühmade ja investorite kestlike eesmärkide saavutamisele. See annab ettevõttele motivatsiooni ja premeerib neid keskkonnasõbralike tavade rakendamisel ning säästlikkuse parandamisel (BNP Paribas, 2018). Lisaks tuleb tõsta keskkonnaga seotud probleemide märgatavust läbi märgistamise finantstoodete ja teenuste seas, mis aitab neid paremini struktureerida ja suunata tähelepanu nendele otsustusprotsessides. Ning nõudlus kasvaks on võimalik kasutada vaikimisvalikuid jaeinvestorite seas, küsida küsimus aktsionäride poolt kui ka küsida küsimus investeerimisotsuseid tehes. Samal ajal saab survestada valikuid andes infot teiste investorite tegevuse kohta. Nullheitega majandusele üleminek on pikk protsess ning vastavalt pidevalt uuenevatele teadmistele on tihti vaja teha muutusi. Turupõhised lähenemised on siin eeliseks, sest sellisel juhul on võimalik teha muutusi kiiremini kui regulatiivsete meetmetega. Turg teeb ise enda korrektuurid ja ei kaasne kulusid ning tohutut halduskoormust. Järelikult nügimise teooria rakendamisest varahaldurite otsustusprotsessides investeringute tegemisel võib olla keskne koht vajaliku muutuse toomiseks keskkonnasõbralikumate praktikate suunas.

Järgmises peatükis annan ülevaate uurimisprotsessist, mille raames tutvustan kasutatud meetodikat ja annan ülevaate kogutud andmetest ning tulemustest ja nende analüüsist.

### **3. EMPIIRILINE UURING**

Empiirilise osa eesmärk on selgitada välja nügimise teooria praktikate võimalikku kasutamist Eesti varahaldusettevõtetes suunamaks investeerimisotsuseid ja nende portfelli tegevõtteid Euroopa rohelise kokkuleppe seatud eesmärkide saavutama. Esimesena tutvustan magistritöös valitud meetodikat.

#### **3.1 Metoodika**

Nügimise teooria rakendamise võimalikkuse hindamiseks roheliste investeringute edendamisel Eesti varahaldusettevõtetes kasutan magistritöös kvalitatiivset analüüsimeetodit. Püstitatud uurimisküsimustele vastuste saamiseks viisin läbi poolstruktureeritud intervjuud võtmeisikutega Eesti varahaldusettevõtetes. Kvalitatiivse poolstruktureeritud intervjuude vormi kasutamine uuringu läbiviimiseks on parim viis, sest see uurimismeetod annab paindlikkuse kohandada intervjuustruktuuri vastavalt esile kerkivatele teemadele ja osalejate

vastustele, sest teema on uus ja arenemisjärgus. Kvalitatiivsed intervjuud võimaldavad veel sügavamalt mõista erinevate osapoolte, nagu varahaldurid, portfelliettevõtted ja reguleerivad organid, vaatenurki ja seisukohti. Lisaks andsin ülevaate olulisematest ELi poliitikatest ja regulatsioonidest Euroopa rohelise kokkuleppe saavutamiseks ning nügimise praktikatest finantsmaailmas. See aitab kujundada selget pilti sellest, kuidas osapooled tajuvad roheliste investeeringute küsimusi, erinevaid nügimispraktikaid ja kuidas suhtutakse Euroopa rohelisse kokkuleppesse ning selle saavutamisse ning kuidas saab nügimine siin abiks olla. Selline lähenemine pakub sissevaadet võimalustest ja väljakutsetest ELi rohepöörde elluviimisel.

Kvalitatiivse poolstruktureeritud intervjuu küsimustik on toodud välja lisa 5. Küsimustik on liigitatud kolme ossa. Esimene osa keskendub rohelise investeeringu definitsiooni välja selgitamisele ning milliseid rohelisi finantstooteid ja roheliste investeeringute mõõtmise meetodeid kasutatakse Eesti varahaldurite seas. See põhineb teoreetilise osale, mis käsitleb investeerimisotsuseid peatükis üks. Teine osa keskendub nügimise teooria praktikatele nii varahaldurite investeerimisotsustele kui ka nende portfelliettevõtetele, mis baseerub nügimise teooria teoreetilise raamistikule antud töös peatüki kaks. Kolmas osa toob välja rohelise rahanduse kitsaskohti, väljakutseid ja võimalusi, mis põhineb nügimise teooriat ja rohelist rahandust seostavale alapeatükile ning uurib, mida varahaldurid enda hinnangul saaksid veel ära teha Euroopa rohelise kokkuleppe saavutamiseks. Kokku on küsimustikus 12 küsimust, kuid intervjuude käigus küsisin vajadusel lisaküsimusi vastuste täpsustamiseks. Küsimustik koosneb avatud küsimustest.

Magistritöö andmete analüüsimiseks olen valinud horisontaalse analüüsi meetodi ehk juhtumiülese meetodi, mis on uurimuseesmärgi täitmiseks kõige sobilikum, sest võimaldab süsteemselt võrrelda ja hinnata erinevate varahaldurite lähenemisi roheliste investeeringute definitsioonile ja nügimispraktikate rakendamisele. Horisontaalse analüüsi kasutamine on antud töö jaoks parim valik, sest see meetod võimaldab kogutud andmete süvitsi minevat võrdlevat uurimist. See võimaldab tuvastada mustreid, sarnasusi ja erinevusi vastuste seas, mis on pärit mitmest erinevast allikast vastavalt varahalduri paiknemisele finantsüsteemis. Kasutades horisontaalset analüüsi, on võimalik mitte ainult eristada, kuidas era- ja riskikapitali varahaldurid mõistavad ja rakendavad rohelisi investeeringuid, vaid ka määratleda, kuidas need lähenemised vastavad või erinevad avalikel turgudel tegutsevate varahaldurite omadest. See lähenemine mitte ainult ei rikasta teoreetilist arutelu, vaid pakub ka praktilisi sisendeid poliitikakujundajatele ja sektori spetsialistidele, pakkudes terviklikku ülevaadet sektori

praegusest seisust ja tulevikuvõimalustest. Lisaks on horisontaalne analüüs eriti kasulik komplekssete andmekogumite analüüsimisel, kus on oluline mõista erinevate muutujate seostumist laiemas kontekstis. See aitab kaasa teadmiste loomisele, mis on vajalikud selleks, et välja töötada strateegiad rohelise rahanduse edendamiseks nügimise teooria rakendamise sisukohast.

Järgmises alapeatükis annan täpsema ülevaate koostatud valimist ja saadud andmetest.

### **3.2 Andmete kirjeldus**

Valimi koostamisel on eesmärk kaasata kõik Eestis tegutsevad panganduse ja avalikel turgudel tegutsevad varahaldurid ning era- ning riskikapitali investorite puhul tuntumad aktiivsed ja pikaajalised tegijad, et katta kogu turuosa. Peamiseks valiku tegemise kriteeriumiks asutuse registreering Eestis, Eestis toimetav meeskond ning finantstoodete ja teenuste pakkumine Eesti turule. Oluline on olnud intervjuerida just investeerimisotsuste tegijad, kes igapäevaselt analüüsivad erinevaid ettevõtteid, investeerimisvõimalusi ja langetavad investeerimisotsuseid. Nendeks on varahaldusettevõtte juhid, fondijuhid, portfelli juhid või -haldurid, investeringute juhid, analüütikud, mitte tugiüksusi, nagu ESG juht või spetsialist, kes tegelikult investeerimisotsuseid ei tee.

Võtsin e-kirja ja telefoni teel ühendust 28 erineva varahalduriga Eestis, kellest otsustas uurimistöös osaleda 20 varahaldurit, andes intervjuu. Ühe ettevõtte esindaja osales intervjuus koos ESG valdkonna juhiga. Kokku sai vastajate nõusolekul ligikaudu 20 tundi ja 5 minutit helisalvestisi ja üle 70 lehekülje märkmeid. Intervjuude keskmine pikkus oli 1 tund olenevalt vastaja paiknemisest finantsüsteemis, valdkonna teadmistest ja regulatsioonide kohandumisest ning nende investeringute suunitlusest. Enamus intervjuud tegin virtuaalselt varahaldurite soovil. Kahe intervjueritavaga kohtusin füüsiliselt, siis need intervjuud olid ka pikemad. Ühe intervjuu viisin läbi telefoni teel varahalduri palvel. Intervjuud toimusid 2024. aasta aprillis ja mais ning intervjueritavate nimekirjaga on võimalik täpsemalt tutvuda lisas 6.

Pankade omanduses olevatest varahaldusettevõtetest intervjuerisin SEB Varahalduse, LHV Varahalduse ja Swedbank Varahalduse esindajaid, kes on ühtlasi kolm suurimat turuosalist fondide varade mahu järgi. Finantsinspektsiooni andmetele moodustavad Swedbank

Investeeringufondid 35%, LHV Varahaldus 25% ja SEB Varahaldus 15% turuosa ehk kolm neljandikku kogu turust (Finantsinspeksioon, 2023: lk 20). Lisaks aktsiafondide esindajatest intervjuerisin Avaron Asset Management esindajat ja Trigon Asset Management esindajat, kus esimesele kuulub 72% ja teisele 6% turuosast. Ülejäänud turuosa moodustavad LHV Varahaldus 8% ja Swedbank Investeeringufondid 14%, mis annab turuosa täieliku katvuse (Finantsinspeksioon, 2023: lk 22). Intervjueritavate seas on 3 fondijuhti, 1 partner, 2 portfelli juhti ja 1 portfelli haldur, kes igapäevaselt analüüsivad investeeringuvõimalusi ja langetavad investeeringuotsuseid. Ametnimetused erinevad vastavalt asutusele, aga sisuline töö on sama.

Erakapitalifondidest intervjuerisin BaltCapi ja Livonia Partners'i esindajaid, kes antud valdkonna suurimad tegijad. Lisaks erakapitalist on valimis juures *family office* tüüpi investeeringuettevõtted, kes haldavad ühe või mitme pereliikme varasid, nagu MM Grupi ja UG Investeeringute juhte, Ambient Sound Investments'i ja Taavet+Sten investeeringuettevõtete portfelli juhte. Riskikapitalist intervjuerisin SmartCapi, Specialist VC, Superangel partnereid ja fondijuhte ning Eesti esimest riskikapitali mõjufondi 2C Ventures'i partnerit. Era- ja riskikapitali turumahud ei ole avalikult kättesaadavad, aga vastanud investeeringuettevõtted, kes enda varade mahult kui ka ajaloolt on ühed vanimad ja suurimad tegijad Eesti turul, kes oluliselt mõjutavad turukäitumist enda investeeritava raha mandaadiga (Eurofi, 2023; Möllits ja Meier, 2023). Intervjueritavate seas on 2 ettevõtte juhti, 2 portfelli juhti, 4 investeeringute juhti, 4 fondijuhti ja ühtlasi ka partnerit riskikapitali valdkonnast. Lisaks osales ühes intervjuus investeeringute juhiga koos ka ESG valdkonna juht. Autorina leian, et kogutud valim antud uurimistöös on esinduslik ja adekvaatne, sest moodustab avalike andmete olemasolul turuosast rohkem kui kolm neljandikku ning sisaldab enamus suuri ja olulisi tegijaid Eesti turul varahaldurite seas.

Intervjuude tulemused on esitatud kokkuvõtlikult ja anonüümselt illustreerides mõningaid järeldusi vastajate tsitaatidena. Eesmärk on säilitada uuringus osalejate anonüümsus, sest see julgustas vastajaid üldse vastama ja vabamalt oma mõtteid jagama, arvestades valdkonna uudset ja konkurentsitihedat olemust. Andmete analüüsimiseks kasutan tarkvara MS Office, kus transkribeerisin saadud vastuste põhjal andmed ning nende baasil tegin analüüsi, leides ühisosad ja olulised erinevused.

Järgmises alapeatükis tutvustan uurimistöö tulemusi küsimuste kaupa intervjuude analüüsi põhjal ja diskuteerin analüüsi tulemusi akadeemilise kirjanduse põhjal.

### 3.3 Tulemused ja diskussioon

Poolstruktureeritud intervjuu küsimustele vastas 20 varahaldurit, kellest 7 on pankade poolsed ja aktsiaturgudel tegutsevad varahaldurid, keda edaspidi nimetan töös avalikel turgudel tegutsevatest varahalduriteks. 7 vastajat esindavad erakapitali ja 6 riskikapitali investeerimisettevõtteid. Magistritöös käsitlen avalikel turgudel tegutsevaid varahaldureid, era- ja riskikapitali varahaldureid kui eraldi segmente ja uurimisjuhtumeid. Need kolm gruppi esindavad erinevaid investeerimisstrateegiaid, kapitali kaasamise viise ning võivad alluda erinevatele regulatsioonidele ja turudünaamikatele. Selline lähenemine võimaldab teha sügavamaid ja täpsemaid võrdlusi, tuvastada segmentidele omaseid tendentse ja erinevusi, mis aitab paremini mõista nende käitumist investeringute juhtimisel.

#### 3.3.1 Rohelise investeringu defineerimine

Rohelise investeringu defineerimine erineb varahaldurite seas suurel määral. Avalikel turgudel tegutsevad varahaldurid defineerivad rohelisi investeringuid mitmekülgset, lähtudes oma spetsiifilistest strategiatest ja eesmärkidest ning vastavalt nendele kohanduvast regulatsioonist, milleks on finantsasutuste avalikustamise kohtustus SFDR artikkel 6, 8 ja 9 baasil<sup>6</sup>. Mitmeid kordi toodi SFDR määratluse juures välja ka artikkel 8+ kooskõlas olemist või defineerimisel taksonoomia määrusega ja roheliste võlakirjade standardiga kooskõlas olemist. Näiteks pangan omanduses olev varahaldurist fondijuht, kes tegeleb konkreetselt võlakirjadega, rõhutab, et „*Rohelised võlakirjad on peamised instrumendid meie roheliste investeringute puhul, mis võimaldavad ettevõtetel rahastada üleminekut keskkonnasõbralikematele tegevustele, saades võlakirja puhul vastava märgise. Seejuures on oluline märkida, et roheliseks investeringuks kvalifitseerimise aluseks on juriidiline määratlus ja ettevõtte sektor ei sea tingimata piiranguid. Siiski kui tahame rohepöörde eesmärki päriselt saavutada, siis ei saa ettevõtteid uputada paberimajandusse. Roheliste võlakirjade emiteerimine on nii bürokraatiamahukas, et seda saavad lubada endale suured maailmataseme ettevõtted. Eesti ettevõtted on selleks liiga väikesed. Siin tuleb kasutada tervet mõistust.*“ Teine

---

<sup>6</sup> Vaata lähemalt lk 22.

fondijuht laiendab rohelise investeringu mõistet, kaasates ettevõtteid, mis aitavad leevendada kliimamuutusi ja nendega kohaneda, kasutavad säästvalt vee- ja mere ressursse ning edendavad ringmajandust. Ta toob esile, et kuigi ELi regulatsioonid pakuvad suuniseid, peavad nad looma oma süsteemi rohelise investeringu defineerimiseks, mis vastab nii huvigruppide ootustele kui ka praktilisele rakendatavusele. Näitena toob ta välja: „Üks ettevõtte toodab tuulikuid ja on roheline, aga nende tuulikute hooldusettevõtte ei ole roheline ettevõtte taksonoomia kohaselt. Meie puhul on kriteerium, et ettevõtte investeeritud kapitalist või kasumist 20% tuleb taksonoomiaga kooskõlas olevatest valdkondadest, siis see on roheline investering.“

Aktsiafondidest toodi veel välja keskendumist roheliste investeringute puhul ettevõtetele, mis on seadnud sihiks kliimanetraalsuse. Üks varahaldur toob välja järgmiselt: „ELi taksonoomia annab teatud suunised, aga ei pruugi need alati praktiliselt rakendatavad olla, eriti arvestades piirkonna spetsiifikat ja ettevõtete vähest arvu, mis tekitab selles sektoris mullistumist.“ Rõhutati veel globaalsete ja kohalike investeringute erinevat käsitlust: „Globaalsete investeringute puhul teeme valikuid rohkem agregaatnäitajate põhjal, samas kui kohalikke investeringuid analüüsime süvitsi.“ Oluline on rõhutada, et ühegi vastanud varahalduri suunitlus ei ole fookuseeritud ainult rohelistele investeringutele, sest meie regioonis on neid ettevõtted ligikaudu 200 ja seda ei peeta mõistlikuks. Kuigi nende hallatavad fondid ei keskendu kitsalt rohelistele investeringutele, on eesmärk siiski liikuda kõigis fondides rohelisuse suunas ja ressursside tõhusamat kasutamist peavad kõik oluliseks. „Esimene eesmärk meie investeringute puhul on teha tootlust, siiski me fossiilkütuste firmadesse ei investeri. Meil on üle 500 positsiooni aktsiate näol ja lisaks teeme ka võlakirju. Meie jaoks on oluline meie portfelli puhul ÜRO kestliku arengu eesmärkidesse panustamine ja sellest tulenevalt selliste investeringute mahu kasvatamine, mis täidavad neid eesmärke. Siiski esmane prioriteet on tootlus ja siis on hea siia juurde, kui investering SDGdesse lisaks suudab panustada,“ illustreeris teine varahaldur nende tegevust.

Erakapitali varahaldurite lähenemised rohelistele investeringutele on erinevad, kuid üldiselt rõhutavad nad jätkusuutlikkuse integratsiooni oma investeerimisstrateegiates ja investeerimisprotsessis või talupoja mõistuse kasutamist ja enda sektoripõhist kogemuste pagasit. Kas siin vastanute seas ükski varahaldur ei fookuseeri konkreetselt rohelistele investeringutele. Rakendatakse enda majasisest määratlust rohelisuse hindamiseks, kus kategoriseerimisel toetutakse ÜRO SDGle, SFDR artiklitele, taksonoomia regulatsioonile või ettevõtte suunitlustele. Näiteks tuuakse välja: „Fondi puhul 75% tugineb taksonoomiale ja

*ülejäänud mis jääb üle, siis see ei tähenda meie jaoks, et see on vähem roheline või jätkusuutlik investering.“* Teine toob välja konkreetsel kaks SDGde eesmärki 12 ja 13, milleks on vastutustundlik tarbimine ja kliimamuutused, millele pannakse rõhk: *„Meil on soov roheliste investeeringute vaatest investeerida valdkondadesse, millel on positiivne mõju keskkonnale ja kliimamuutustele. Kohustus on teha vähemalt 10% teise fondi investeeringutest, mis peavad olema seotud positiivse mõjuga keskkonnale ja kliimale. Tasapisi näeme, et sealt tekib ka väärtus.“* Kolmas varahaldur toob välja, et nende investeerimisettevõtte ei ole regulatiivse surve all, seega nende omanike mandaat määrab nende jaoks sobivad investeeringud, kus nemad rohelisi investeeringuid ei kategoriseeri üldse. Välistava investeerimisstrateegia põhjal nad ei investeerinud näiteks naftaettevõtetesse. Järgmine varahaldur lisab siia juurde: *„Üleüldiselt on meie jaoks roheline investering, mis aitab rahastada taastuvenergia ja roheenergia tootmisega seotud investeeringuid ja projekte ehk aitab üle minna Pariisi kliimaleppele ja viia meie energiatarbimine taastuvatele allikatele. Me määratleme ise, mis on meie jaoks roheline. Suurusjärg on vahemikus 60-80 miljonit eurot, mida me oleme investeerinud rohelisse valdkonda, sest meie usume, et uued tehnoloogiad on efektiivsemad.“*

Riskikapitali puhul oleneb definitsioon fondi positsioneerimisest ja kaasatud raha mandaadist. Näiteks Eesti esimene mõjufond peab tegema ainult investeeringuid, mis vastavad ELi taksonoomiale ja SFDR artikkel 9-le avalikustamise osas. See tähendab vastajat tsiteerides: *„Panustama märkimisväärselt vähemalt ühele kuuest Euroopa keskkonnanäesmärgist, järgides samal ajal vastutustundlikku juhtimispraktikat. See investering peab olema jätkusuutlik ja ei tohi teistele keskkonnanäesmärkidele kahju tekitada. See on meie puhul oluline kaalutus investeerimisotsustes.“* Teised vastajad märgivad, et nemad ei tee ainult rohelisi investeeringuid, see ei ole konkreetselt nende fondi fookus. Nad ise määratlevad enda välja töötatud raamistike või küsimustike põhjal, milline investering on nende jaoks roheline. Oluline on siin rõhutada vastuste põhjal: *„Me tahame investeerida sellisesse maailma, kus ka meie lapsed tahavad elada.“*

Kokkuvõtvalt lähtuvad avalikel turgudel tegutsevad ja era- ja riskikapitali varahaldurid roheliste investeeringute defineerimisel nii regulatiivsetest raamistikest kui ka isiklikest eesmärkidest, eelistustest ja strateegiatest, püüdes leida tasakaalu tootluse, keskkonnamõju ja regulatiivsete nõuete vahel. See läheb kokku teooriaga, kus on toodud välja, et rohelised rahandusel ei ole ühtset definitsiooni (Migliorelli, 2021; Ozili, 2023; Brühl, 2021; Berrou et al, 2019). Määratlemisel toetutakse regulatsioonidele, mis tulenevad kohandumise ulatusest

seoses näiteks investeerimisettevõtte suurusega või paiknemisest finantssektoris ning investeringute tegemiseks saadud ressursside mandaadist. Peamised regulatsioonid on taksonoomia, SFDR artiklid 6, 8, 8+ ja 9 ja sellest tuleneva PAIga arvestamine, võlakirjade standard, võrdlusindeksid ning kestlikkuse aruandlus (CSRD).

Roheliste finantstoodetest tuuakse välja kõige rohkem rohelisi võlakirju, rohelisi laene, rohelisi omakapitali investeringuid, siiski keegi konkreetselt ainult nendele finantstoodetele ennast fokusseerinud ei ole. Välja arvatud vastajate seas olevad rohefondide esindajad. See läheb kokku akadeemilise kirjandusega, kus tuuakse välja, et ELis on peamised finantstooted rohelised võlakirjad, rohelised laenud ja rohelised omakapitali investeringud (Berrou et al, 2019; Ozili, 2023). Tingimuste osas toodi välja, et neid seavad ainult juhtinvestorid üldjuhul. Enamasti palutakse täita küsimustik enne investeerimisotsust. Üks erakapitali varahaldur tõi välja, et nemad teevad enne investeerimisotsust ka ESG-suunalise kolmanda osapoole hindamise ettevõttele ning see märgitakse ära ostumüügilepingus. Teine seab konkreetsed eesmärgid ja ESGga seonduvad teemad on juba ettevõtte 100 päeva plaanis sees peale vastava ettevõtte portfelli lisandumist<sup>7</sup>. Avalikel turgudel tegutsevad kaks varahaldurit tõi ilmekalt välja, et nende portfellis on rohelisi võlakirju ja nende intressi on olnud 0,1% - 0,3% väiksem. Ajaga on see erinevus veelgi kahanenud tootluse osas.

Mõõtmise osas on samuti varahaldurite seas erinev praktika. Osad on ise välja töötanud enda mõõdikud ehk skoori, mida korjatakse ja hallatakse enda investeerimisettevõtte sees. Näiteks on ise välja töötatud ESG skoor skaalal 1-5. Kui reiting on alla 2, siis investeringut ei tehta. Osad ostavad andmeid sisse ning osad järgivad ELi poolt pakutud standardeid või sektoripõhised raamistikke, mis sobivad nende varahaldusettevõttele kõige paremini. Üks varahaldur toob piltliku näite: „*Meie regioonis ei saa loota ainult ESG reitingutele, sest ettevõtted võivad olla kehva ESG reitinguga, sest mingi osa nende energiatoomisest ei tule taastuvatest allikatest samal ajal nende tegevus taastuenergia tootmisel on märkimisväärne. Seetõttu tuleb ise ettevõttesse sisse vaadata ja teha vajalik investeerimisotsus.*“ Teine tõi välja investeringute mõõtmise osas järgnevalt: „*Meie jaoks on olulised ka võrdlusindeksid. Peame olema nendest paremad ehk see oleks võrreldavatest indeksitest kõrgem ja ajas kasvav.*“ Üks erakapitali varahaldur tõi välja, et nemad ei ole mitte kunagi seadnud erilisi tingimusi

---

<sup>7</sup> Ettevõtte 100 päeva plaan on strateegiline tegevuskava, mille eesmärk on juhtimise vahetuse esimesel kolmel kuul tagada sujuv üleminek, stabiliseerida operatsioonid ja määrata uus strateegiline suund.

keskkonnast lähtuvalt enda investeeringutele ja ka ei mõõda seal midagi. Samas teised erakapitali varahaldurid koguvad andmeid ja mitmel on selleks kasutusel enda digitaalsed platvormid.

Peamised majandustegevuste valdkonnad Eesti varahaldurite seas on meie regioonist tulenevalt kliimamuutustega kohanemise ja leevendamise seotud tegevused. Kõige rohkem toodi välja valdkondadena energiatoomist ja finantsvaldkonda. Kaks vastajat tõid välja, et defineerivad maja sees valdkonnad lisaks taksonoomiale ka enda juhtkonnaga iseseisvalt. Näiteks tsiteerides üht varahaldurit: „*Meie jaoks on tuumaenergia näol tegemist rohelise investeeringuga isegi kui see on või ei ole taksonoomias välja toodud.*“ Sama tõid teised varahaldurid, et nendel on olemas näiteks roheliste võlakirjade puhul koostatud enda raamistik, mille põhjal nad järgivad küll üldjoontes ELi taksonoomiat, kuid teatud valdkondades, näiteks bioenergia ja muud valdkonnad, kasutavad nad oma sektoripoliitikat. See tähendab, et ei piirduta ainult ELi taksonoomias sätestatud majandustegevustega, vaid rakendatakse ka oma poliitikat majandusvaldkondi kategoriseerides roheliseks investeerimisotsuseid tehes.

Nende vastuste põhjal saab öelda, et esimene hüpotees peab paika, et Eesti varahaldurite definitsioon rohelisest investeeringust erineb suurel määral, mis ühtib akadeemilise kirjandusega, kus osapooled ise määratlevad, milline on nende jaoks roheline investeering ja milline mitte.

### 3.3.2 Nügimise praktikate rakendamine

- **Mis nügib teid roheliste investeeringute suunas?**

Avalikelt turgudel tegutsevatest varahalduritest enamik tajub regulatiivset survet kui peamist nügimisfaktorit roheliste investeeringute poole. ELi regulatsioonid, nagu finantsasutuste avalikustamiskohustus SFDR, taksonoomia, roheliste võlakirjade määratlemine ja võrdlusindeksid, mõjutavad oluliselt nende investeerimisotsuseid, sundides neid integreerima keskkonnasäästlikkust oma investeerimisstrateegiasse. Näiteks üks varahaldur toob ilmekalt välja: „*Finantstoodete roheline märgistamine mõjutab, sest siis saan tulevikus kõrgema hinna eest need müüa, sest nõudlus nende vastu peaks ajas kasvama.*“ Klientide kasvav huvi kestlike investeeringute vastu on samuti oluline nügimisfaktor. Varahaldurid tunnistavad, et eriti nooremate klientide seas on tõusnud huvi roheliste investeeringute vastu tulenevalt

kliendiküsitlustest, mis sunnib neid investeerimisotsustes sellega arvestama. Lisaks on nende investeerimisettevõtete puhul tegemist avalike ettevõtetega, kes on suurema jälgimise all, seega maine on nende jaoks oluline.

Suurim erinevus ilmneb selles, kuidas varahaldurid reageerivad kliendisurvele ja kuidas nad oma äri filosoofiat rakendavad ning omanike päritolu erinevus. Tootlus on peamine faktor, mille põhjal investeringuid tehakse: „*Kuigi roheliste investeringute suunas liikumine on oluline, peavad investeringud siiski olema majanduslikult mõistlikud ja järgima ettevõtte finantseesmärke. See näitab, et kuigi keskkonnamõtjude vähendamine on oluline, ei saa see ületada põhilist vajadust tagada investeringute tootlus. Jätkusuutlikkus on ka see, et minu klientidele oleks pensionipõlves elamisväärne elu tagatud rahaliselt.*“ Skandinaavia päritolu omanikega varahaldurid tunnevad suuremat survet seoses sealsete turunõudmistega, kus on kõrgem ootus keskkonnasõbralikkusele. Tundub, et kuigi kõik varahaldurid tunnistavad roheliste investeringute vajadust ja regulatiivset survet, on nende otsustusprotsessides ja prioriteetides märkimisväärseid erinevusi, mis kajastuvad nende investeerimisstrateegiates ja -praktikates.

Erakapitali varahaldureid rõhutavad, et nende investeerimisotsused on nügitud lisaks regulatsioonile missioonist luua positiivset mõju ning järgida investorite ja omanike seatud tingimusi. Nad tunnistavad, et omanike, investorite või finantseerijate nõudmised ja ühiskondlik heaolu on olulised motivatsiooniallikad. Lisaks näevad nad keskkonnasõbralikus käitumises ettevõtete poolt ka konkurentsieelist. Üks varahaldur põhjendab: „*Tahamegi teha mõjuga investeringuid. Jätkusuutlikkus toob kasu. Oleme seal kohas, et julgeks hakata ütleva, et sellel on ka finantsiline mõju.*“ Peamised erinevused seisnevad varahaldurite lähenemistes ja motivaatorites, mis varieeruvad oluliselt. Mõned varahaldurid rõhutavad otsest finantstulu ja tehnoloogilist efektiivsust. Teised keskenduvad rohkem missioonipõhisele investeerimisele, kus eesmärk on luua positiivne sotsiaalne ja keskkondlik mõju ning konkurentsieelisele üleüldiselt. „*Peamine motivatsioon investeringuid tehes on ikkagi see, et sellel on mingisugune finantstulu. Meie usume, et uued tehnoloogiad on oluliselt efektiivsemad kui praegu kasutusel olevad,*“ illustreeris teine vastaja. Kokkuvõtvalt kõik erakapitali varahaldurid on mõjutatud soovist investeerida positiivse mõjuga projektidesse, on nende rõhuasetused ja motiivid erinevad.

Riskikapitali varahaldurite vastuste põhjal saab üldistada, et regulatiivsed nõuded ja institutsionaalsed mandaadid on võtmetegurid, mis suunavad neid roheliste investeringute suunas. Kuigi kõik varahaldurid tunnistavad väliseid survetegureid, on nende individuaalsed strateegiad ja taktikalised lähenemised erinevad. Üks riskikapitali esindaja toob välja: „*Sisemine vastutustundlikkus. Kas see ettevõtte teeb kuidagi maailma paremaks. Maine on ka meie jaoks oluline.*” Teine vastas omakorda: „*Meil on institutsionaalse kapitali mandaat. Põhimõtteliselt nügib Euroopa poliitika ja kapitaliturud.*”

Kõigil kolmel varahaldurite grupil on märgatav mõju regulatiivsetest nõuetest ja institutsionaalsetest või omanike mandaatidest, mis suunavad neid rohelisi investeringuid tegema. Oluline on siinjuures maine ja turunõudluse tähtsus investeerimisotsuseid tehes ning missioonitunne. Nügimise teooriat rakendades võiks suurendada teadlikkust ja haridust roheliste investeringute pikaajaliste eeliste kohta, et tugevdada nõudlust ja toetada positiivset mainet ning võrrelda erinevate varahaldurite tegevusi omavahel. Lisaks varahaldurid rõhutavad, et kuigi keskkonnaalased kaalutlused on olulised, ei saa need ületada investeringute tootluse vajadust. Nügimise teooriat rakendades tuleks arendada stiimuleid ja toetusi, mis muudaksid rohelised investeringud majanduslikult konkurentsivõimelisemaks, rõhutades nende pikaajalist finantsilist kasu ja riskide maandamist. See läheb kokku ka akadeemilise kirjandusega, kus finantsmaailmas on kasutatud erinevaid nügimise praktikaid küll jaeinvestorite peal, mida on võimalik kohaldada ka varahalduritele, kus läbi märgistamise, omavahelise võrdluse või eeliste esiletoomisega ning stiimulite pakkumisega suurendatakse kestlike investeringute mahtu (Gajewski et al., 2023; Pilaj, 2017; Gajewski et al., 2022; Gonzales et al., 2015; Thaler ja Sunstein, 2008).

- **Kuidas nüгите portfelliettevõtteid keskkonnasõbralikumaks?**

Kõik avalikelt turgudel tegutsevad varahaldurid rõhutavad regulaarselt suhtlust ja koostööd portfelliettevõtetega, kasutades erinevaid meetodeid ettevõtete mõjutamiseks keskkonnasõbralikumate praktikate suunas liikumiseks. Kõige rohkem toovad nad esile regulaarsete kohtumiste ja aruandluse tähtsust, et jälgida ja suunata ettevõtete keskkonnasäästlikke algatusi. Näiteks üks varahaldur toob välja, et puhtalt 2023. aastal oli tal üle 30 kohtumise erinevate ettevõtetega ESG teemal. Erinevused seisnevad lähenemises, kuidas portfelliettevõtetega suhtlust ellu viiakse ja olemasolevates ressursides. Üks varahaldur tõi välja, et andmete kogumine ja tagasiside andmine portfelliettevõtteid suuremal määral

tegutsema üldjuhul ei pane ja saadud andemete kvaliteet annab soovida. Ta tõi konkreetsemalt välja, et viiel protsendil on üldse need andmed olemas. Siiski enamus näeb selles kasu.

Erakapitali varahaldurid keskenduvad eelkõige haridusele ja teadlikkuse tõstmisele, kasutades erinevaid meetodikaid, et mõjutada oma portfelliettevõtete keskkonnateadlikkust ja -praktikaid. Enamik varahaldureid rõhutab ka regulaarset suhtlust ja nõukogu tasandil sekkumist, et tagada keskkonnasäästlikkuse teemade pidev käsitlemine ettevõtetes ning andmete kogumist. Erakapitali varahaldusettevõtte ESG juht tõi intervjuul välja järgnevalt nende lähenemise: „*Me nügime harimise ja näidete kaudu portfelliettevõtete seas. Tihti tuleb midagi ette teha. Teadlikkuse kasvatamine on eesmärk ja see on pidev müügitöö ja muudatuste juhtimine.*” Andmete kogumise osas tuuakse välja, et selle abil on võimalik kaardistada üldse kitsaskohad ja teha vajalikke muutusi. Andmete kogumine aitab otsustada. Suurim erinevus seisneb selles, et kaks erakapitali varahaldurit toovad välja, et neid ei nügi enda portfelliettevõtteid keskkonnasõbralikumaks ja nad ei poolda andmete kogumust. Nende poolne nügimine on projektide ja omanike rahastamine, kes on juba kestliku ja innovatiivse mentaliteediga. Varahaldur toob näite, kus ESG raames saadetakse 60-80 lehekülge pikk küsimustik, mis on tema hinnangul nii bürokraatiamahukas ning tegelikku mõju on selle puhul keeruline hinnata. Teine toob omakorda välja, et iga investori käest küsimustiku saamine viib ettevõtte fookuse põhitegevuselt eemale ja sellel ei ole mingit mõtet, sest mõju on keeruline hinnata. Kokkuvõtvalt enamus varahaldurid rõhutavad hariduse ja teadlikkuse tähtsust, varieeruvad nende lähenemised sellele, kuidas ja mil määral nad oma portfelliettevõtteid keskkonnasõbralikumaks muudavad. Mõned on aktiivsemad ja strateegilisemad, teised aga toetuvad peamiselt investeringute valimisele.

Riskikapitali varahaldurid omakorda rõhutavad proaktiivset suhtlust ja ESG suunaliste teadmiste olulisust oma portfelliettevõtete nügimisel keskkonnasõbralikumate praktikate suunas. Nad kasutavad erinevaid vahendeid, nagu ESG küsimustikud, aktiivne osalus nõukogudes ning regulaarne tagasiside ja juhendamine, et suunata ettevõtteid rohelisematele tegutsemisviisidele. Rikskapitalist toob välja: „*Saadame iga aasta ESG küsimustikke välja ja uuendame neid. Harime enda portfelliettevõtteid, samas me ei pane kohustusi peale.*” Selle valdkonna jaoks on oluline juba algusest peale suunata ettevõtteid ESGga arvestama, mis on võib-olla tulevikus rahakaasamisel väga oluline faktor, kui ettevõttega liigutakse järgmisse faasi. Erinevused seisnevad küsimustike sisul ja mastaabil.

Kõikide varahaldurite puhul, olenemata paiknemisest finantsmaailmas, on keskkonnasõbralikumate praktikate suunas nügimine osa laiemast strateegiast, mis hõlmab haridust, teadlikkuse tõstmist ja aktiivset suhtlust. Erinevused ilmnevad peamiselt selles, kuidas ja mil määral neid praktikaid rakendatakse, ning kuidas mõõdetakse ja hinnatakse saavutatud mõju. Varahaldurite lähenemised peegeldavad nende sektori eripärasid ja portfelli tegevõtete arengufaase, kuid kõigil on ühine eesmärk - suunata oma investeeringud keskkonnasäästlikumale teele. Järelikult nügimise teoorial põhinevaid lähenemisi juba rakendatakse Eesti varahaldurite seas enda portfelli tegevõtete suunamiseks rohelisemaks. Selle laialdasem ja teadlik kasutuselevõtt antud kontekstis oleks arvatavasti väga kasulik, kuna varahaldurite vastused kinnitavad, et nende poolt juba tehtavad nügivad tegevused on tõhusad. Näiteks suutes tõestada portfelli tegevõtetele, et keskkonnasõbraliku tegutsemise mitte ei ole ainult soovitatav, vaid ka majanduslikult mõistlik ja strateegiliselt vältimatu, siis sel viisil saab nügimise teooria aidata varahaldureid suunata oma portfelli tegevõtteid veelgi keskkonnasõbralikumateks, luues kestlikuma tuleviku üleüldiselt.

- **Kas nügimisest võiks olla kasu, et suunata kapitali liikumist rohelisemaks või oleks vaja juurde regulatiivseid meetmeid rohepöörde elluviimiseks?**

Enamik avalikul turgudel tegutsevatest varahalduritest tunnistab nii regulatsioonide kui ka nügimise olulisust. Siiski on eelistatud tasakaalustatud lähenemine, kus nügimine koos mõningate regulatsioonidega võimaldab efektiivselt suunata investeeringuid rohelisemate lahenduste poole, samal ajal vältides ülemäärast sekkumist, mis võib majanduskeskkonda kahjustada. Seejuures on oluline läbipaistvus, regulatsioonide selgus ja rohepesu vältimine. Varahaldurid rõhutavad ka vajadust keskenduda rohkem praktilistele ja järkjärgulistele muutustele, mis suurendavad keskkonnasõbralikke investeeringuid ilma radikaalseid majanduslikke riske tekitamata, mis suures plaanis viivad meid keskkonnaeesmärkidest tegelikult kaugemale. Näiteks üks varahaldur toob välja järgmiselt: „*Nügimine on oluline, kuna see aitab suunata kapitali liikumist rohelisemaks ilma radikaalsete muutusteta, mis võivad ühiskonnale negatiivselt mõjuda.*“ Järelikult nügimine kombinatsioonis seadusandliku baasiga kõige tõhusam viis muutuste elluviimiseks avalikel turgudel tegutsevate Eesti varahaldurite hinnangul.

Enamik erakapitali varahaldureid näib eelistavat just nügimist kui tõhusamat ja vähem piiravat vahendit, et suunata kapitali rohelisemaks. Nende hinnangul see lähenemine võimaldab

ettevõtetel sisemiselt motiveeritult keskkonnasõbralikumaid muudatusi ellu viia, ilma et neid liigselt piirataks. Erakapitali varahaldurite kogemus näitab, et pehme lähenemine ja hariduslik mõjutamine, näiteks keskkonnasäästlikusse teadlikkuse tõstmine ja eesmärkide seadmine, on aidanud kaasa positiivsete muutuste elluviimisele. Kuigi regulatsioonid loovad selgeid raame ja aitavad standardiseerida tegevusi, tõstatavad paljud varahaldurid muret liigse bürokraatia ja paindlikkuse puudumise pärast. Väidetakse, et liigne reguleerimine võib tekitada vastumeelsust ja takistada ettevõtteid nende põhitegevusele keskendumast. Lisaks tuuakse välja, et regulatsioonid võivad tuua kaasa ettevõtluskeskkonna ebakindluse ja teha investeringute planeerimise keerukamaks, eriti arvestades, et tihti tuleb tegeleda ka regulatsioonide mõistmise ja nendega kohandumisest arusaamisega. Järelikult erakapitali esindajate arvamus kaldub pigem nügimise pooldamisele.

Riskikapitali esindajate arvamusel lähevad kaheks. Ühes pooldavad tugevamat reguleerimist põhjendades: „*Mina usun, et muutus tuleb ikkagi lõpuks regulatsiooni poolt. Kõige lihtsam on mõjutada seda, kelle juurest käib läbi kõige suurem maht ja selle tuvastamiseks on regulatiivsed meetmed parimad. Rohepöördele peab tekkepõhiselt lähenema ja raamatupidamislikult ikkagi vaatama, kus see saaste tekib.*” Teised pooldavad nügimise laialdasemat kasutamist, tuues välja, et regulatsioonid on küll olulised, tuleb nende rakendamisel olla paindlik ja arvestada sektori eripäradega. Liigne reguleeritus võib suurendada bürokraatiat ja vähendada sektori atraktiivsust investeerimiseks. Liiga jäigad regulatsioonid võivad pärssida innovatsiooni ja ettevõtlusvabadust, eriti varajases staadiumis ettevõtetes, kus ressursid ja võimalused keskkonnamõju hindamiseks on piiratud.

Kokkuvõtvalt nii avalikel kui ka eraturgudel tegutsevad varahaldurid näevad roheliste investeringute suunamisel kõige tõhusama meetodina nügimise ja regulatsioonide kooskasutust. See lähenemine võimaldab saavutada keskkonnanäesmärke, tagades samal ajal majandusliku stabiilsuse ja soodustades uuenduslikkust, ning aitab kaasa sellele, et rohepöörde eesmärgid ei jääks pelgalt formaalseteks nõueteks, vaid muutuksid praktiliselt rakendatavateks ja tõhusateks lahendusteks. See ühtib akadeemilise kirjandusega et nügimine koos regulatsioonidega suudab tõhusalt toetada olemasolevaid regulatiivseid raamistikke, muutes need efektiivsemaks. See tähendab, et nügimine ja regulatsioonid ei ole vastandlikud, vaid täiendavad üksteist. Nügimine aitab tõhustada regulatsioonide mõju, julgustades ettevõtteid ja investoreid keskkonnasõbralikumatele tegevustele üleminekul, samas kui regulatsioonid pakuvad kindlaid raame, standardeid ja suuniseid, millele ettevõtted saavad toetuda. Nügimise

rakendamine muudab ka uute regulatsioonide kehtestamise vajalikkust väiksemaks ja läbi selle vähendab oluliselt bürokraatiat.

### 3.3.3 Rohelise rahanduse kitsaskohad, väljakutsed ja võimalused

- Millised on rohelise rahanduse praktiseerimise kitsaskohad?

Avalikelt turgudel tegutsevate varahaldurite seas on peamised rohelise rahanduse laialdasema leviku kitsaskohad defineerimise taga. Regulatsioonid ja määratlused, mis määratlevad, mis on roheline investering, võivad olla ebaselged või ebapiisavad. See tekitab segadust ja raskusi investeringute klassifitseerimisel ning vähendab rohelise rahanduse läbipaistvust. Rohelised projektid on omakorda sageli kapitalimahukad ja nende tasuvusaeg on pikk, mis võib olla eemaletõukav investoritele, kes otsivad kiiremat ja suuremat tootlust. Samuti on kõrged intressimäärad sektorile lisakoormuseks, mis takistab investeringute teostamist. Lisaks tuuakse välja, et roheliste investeringute mõõtmiseks on sageli raske leida usaldusväärseid ja täielikke andmeid. Andmete puudulikkus või kättesaamatus teeb keeruliseks investeringute tõelise keskkonnamõju hindamise ja seetõttu on raske teha teadlikke investeerimisotsuseid ja tuleb riskida rohepesuga.

Erakapitali varahaldurid toovad samuti välja, et keskkonnasõbralikud investeringud ei pruugi alati pakkuda võrreldavat tootlust traditsiooniliste investeringutega, mis tekitab konflikti kasumi ja kestlikkuse vahel. See dilemma mõjutab otsuseid investeerida rohelisematesse projektidesse. Lisaks tuuakse välja kuidas regulatsioonide ebaselgus ja pidev muutumine tekitab raskusi selge ja stabiilse investeerimiskeskonna säilitamisel, millele lisandub poliitiline risk. Samuti teevad kõrged kapitalikulud ja pikad tasuvusajad roheliste investeringute rahastamise keeruliseks. Tihti on roheliste projektide kapitalivajadus märkimisväärne, kuid tagasimakse perioodid pikad, mis võib investoritele olla eemaletõukav. Nad rõhutavad, et liigne bürokraatia ja kohustuslikud aruandlusnõuded võivad suunata ressursse ja tähelepanu põhitegevuselt kõrvale, muutes seeläbi roheliste investeringute teostamise vähem efektiivseks. Nad peavad seda üheks suuremaks takistuseks rohelise rahanduse laiemal rakendamisel. Nende hinnangul selge, stabiilne ja vähem bürokraatlik regulatsiooniraamistik koos toetavate stiimulitega võiks oluliselt parandada rohelise rahanduse praktiseerimist.

Riskikapitali esindajad tõid välja mitmeid rohelise rahanduse praktiseerimisega seotud kitsaskohti, mis keskenduvad samuti peamiselt tootluse, mõju hindamise keskkonnale ja regulatsiooni selguse probleemidele. Näiteks toovad kaks esindajat välja: „*Riskikapitali firmade jaoks on keeruline mõõta ja hinnata keskkonnavalase mõju täpset suurust, eriti varajases faasis ettevõtetel, kus andmed ja tegevusmaht on piiratud. See tekitab raskusi investeeringute keskkonnamõju objektiivsel hindamisel ja võib kaasa tuua ebakindluse investeeringu tõelise rohelisuse osas.*“

Kokkuvõttes rohelise rahanduse praktiseerimisega seotud kitsaskohad on sarnased nii avalikul turul tegutsevate kui ka era- ja riskikapitali varahaldurite vahel ning ühtivad akadeemilises kirjanduses välja tooduga. Need kitsaskohad hõlmavad roheliste investeeringute definitsioonide ebaselgust, investeeringute kapitalimahukust ja pikaajalist tasuvust, mille tõttu investorid võivad eelistada traditsioonilisi investeeringuid nende asemel. Lisaks raskendavad regulatsioonide muutlikkus ja ebaselgus selge investeerimiskeskonna loomist, samas kui andmete puudulikkus takistab investeeringute tõelise keskkonnamõju mõõtmist ja hindamist. Välja toodud kitsaskohtade põhjal saab kasutada nügimise rakendamist, mis hõlmavad endas näiteks teavituskampaaniaid, haridusprogramme ja stiimuleid, mis suunavad nii ettevõtteid kui ka investoreid keskkonnasõbralikumate investeeringute poole. Samuti võivad need sisaldada poliitilisi algatusi, mis toetavad selgemate ja järjepidevamate regulatsioonide kehtestamist ning aitavad luua läbipaistvamat ja stabiilsemat investeerimiskeskonda. Sellised nügimispraktikad ülesehitatud rohelise rahanduse kitsaskohtadele võiksid aidata tõsta rohelise rahanduse efektiivsust, vähendades samal ajal bürokraatiat ja parandades tootluste ja investeeringute tasakaalu.

- **Mida saaksid varahaldurid veel teha rohelise rahanduse praktiseerimise suurendamiseks?**

Avalikelt turgudelt tegutsevad toovad välja, et oluline oleks rohelise rahanduse edendamiseks suurendada sektoriülest koostööd, kus jagatakse omavahel praktikaid ja tehakse ühist teavitustööd. Hetkel igaüks pusib oma nurgas eraldi. See aitaks oluliselt kaasa stabiilsema keskkonna loomisele rohelise rahanduse vallas ning nõudluse kasvule. Erakapitali esindajad toovad välja riigi ja erasektori koostöö suurendamine oleks oluline samm, kuidas keskkonnasõbralikke investeeringuid veel ligi meelitada just erasektorist. Riskikapitali esindajad toovad välja, et nemad saaksid enda fondi lõppedes parimad praktikaid enda portfelli ettevõtete pealt jagada, mis oluliselt aitaks kaasa sellele, et leida just olulised

fookuskohad üles ja mitte tegeleda ebavajalikuga.

Oluline väljakutse, mida mitmed varahaldurid töid esile on ELi ja USA erinev lähenemine rohepöördele, kus USA on läinud investeringute teed ja sellega meelitab ELi ettevõtteid enda peakontoreid ja tegevust nende mandrile viima. Samal ajal ELi keskendub ainult seadusega kooskõlas olemisele rohepöörde elluviimisel. Võimalusena toodi välja oluliste konkurentsieeliste loomist ettevõtete poolt läbi keskkonnasõbralike praktikate rakendamise. Lisaks on suur võimalus oluliselt luua riigi poolt stiimuleid uutele rohelisetele tehnoloogiatele. Konkreetne varahaldur illustreerib olukorda järgnevalt: „Näiteks üks stiimul võiks olla selline, kus riik paneb projektile õla alla ja annab suurusjärgus pool kuni üks miljon eurot lepingu põhjal võrkude optimeerimiseks näiteks konkreetse iduettevõtte poolt, kes suudab seda teha masinõppe ja tehnoloogia põhjal. Selline riigipoolne tellimus võimaldab sellel ettevõttel tõsta raha väljastpoolt juurde, sest Eesti riik on seda teotanud. Sellist mõtlemist meil kahjuks ei ole. Riik ei oska hinnata neid projekte ja sinna see jääb.“

### **3.4 Tulemuste kokkuvõte ja poliitikasoovitused**

Kokkuvõtvalt saab tulemuste põhjal järeldada, et Eesti varahaldurite roheliste investeringute määratlused erinevad suuresti vastavalt nende spetsiifilistele strateegiatele, eesmärkidele ja regulatiivsetele nõuetele. Peamised sarnasused tulenevad kohanduvate regulatiivsete raamistike järgimisest ning ÜRO kestliku arengu eesmärkide toetamisest. Ainult roheliste finantstoodetele spetsialiseerumine on Eesti varahaldurite seas haruldane. Seda praktiseerivad varahaldurid, kellel on olemas konkreetset hallatav rohefond ja investeeritav kapital on kaasatud vastava mandaadiga. Eesti varahaldurite vastuste põhjal saab veel öelda, et nad juba kasutavad rohkem või vähem teadlikult nügimise praktikaid roheliste investeringute suurendamiseks. Nende lähenemised on küll veidi erinevad, kuid enamasti hõlmavad regulatiivsete nõuete täitmist, kaasatava kapitali mandaadiga arvestamist, klientide nõudmistega arvestamist, teadlikkuse tõstmist ja ESG andmete kogumist ning analüüsi, mis kõik on nügimisega seotud praktikad. Enamik varahaldureid näeb nügimise ja regulatsioonide kombineeritud kasutust tõhusamana, et suunata kapitali rohelisemaks. Selle põhjal saab öelda, et tasakaalustatud lähenemine, kus regulatsioonid määravad suuna ja teadlik sihtgrupi spetsiifiline nügimise rakendamise selle juurde, võimaldab efektiivselt suunata investeringuid rohelisemate lahenduste poole, samal ajal vältides ülemäärast sekkumist, mis võib majanduskeskkonda kahjustada. See lähenemine võimaldab saavutada keskkonnanäesmärgi,

tagades samal ajal majandusliku stabiilsuse ja soodustades uuenduslikkust.

Eesti varahaldurite välja toodud peamised kitsaskohad hõlmavad endas roheliste investeeringute määratlemise ebaselgust ning konflikti kasumi ja kestlikkuse vahel, kus rohelised investeeringud ei ole veel sama tootlikud kui traditsioonilised investeeringud, mis läbi selle vähendab nende atraktiivsust investorite silmis. Siia juurde toodi veel välja murekohtadena kõrgeid kapitalikuluseid, pikki tasuvusaegu ja usaldusväärsete andmete puudumist, kus regulatsioonide muutlikkus ja ebaselgus tekitavad raskusi selge investeerimiskeskonna loomisel. Varahaldurid rõhutavad, et liigne bürokraatia ja kohustuslikud aruandlusnõuded võivad suunata ressursse ja tähelepanu põhitegevuselt kõrvale, muutes seeläbi roheliste investeeringute teostamise vähem efektiivseks ja üleüldise vastupanu rohepöörde osas suuremaks. Järelkult regulatiivsete nõuete selguse ja kindluse tagamine ning lihtsustamine eesmärgiga vähendada bürokraatiat ning stiimulite pakkumine võib oluliselt suurendada roheliste investeeringute praktiseerimist.

Eelneva põhjal saab välja tuua poliitikasoovitused rohelise rahanduse edendamiseks:

- Riigi ja erasektori partnerluse suurendamine, et toetada keskkonnasõbralikke investeeringuid. Nimelt võiks riigi juhtimisel koostöös erasektoriga pakkuda selgeid juhiseid ja määratlusi roheliste investeeringute kohta, mis ühtlustaksid erinevate varahaldurite ja riigi arusaamu ning praktikaid. See võiks sisaldada konkreetseid kriteeriume ja nõudeid, mis vastavad rahvusvahelistele standarditele nagu ELi taksonoomia, tagades, et kõigil turuosalistel oleks ühine alus roheliste investeeringute hindamiseks ja klassifitseerimiseks. Samal ajal võttes arvesse konkreetset meie regioonispetsiifikat, mis oluliselt lihtsustaks olemasolevat regulatiivset raamistikku. Siin on kesksel kohal selge kliimaseaduse väljatöötamine.
- Regulatsioonide inimkeelde tõlkimine. Seda saab teha läbi selgemate seletuskirjade koostamise ning avaliku sektori ja erialaliitude poolt koolituste läbi viimise, mis selgitavad vastavate regulatsioonide sisu, eesmärgi ja rakendamise viise ning jagab parimaid praktikaid. See aitaks ettevõtetel ja investoritel mõista, kuidas regulatsioone praktikas rakendada ja milliseid nõudeid tuleb järgida.
- Tuleks luua regionaalne rohepöörde infopunkt, kus nii ettevõtjad kui ka avalikud asutused ja muud osapooled saaksid vajadusel materjale, infot ja nõu küsida. See aitaks

ühtlustada ja lihtsustada rohepöörde elluviimist, pakkudes kergesti ligipääsetavat teavet ja ekspertide nõuandeid. Infopunkt võiks toimida keskse ressursikeskusena, kust leiab juhiseid regulatiivsete nõuete täitmiseks, rahastusvõimaluste kohta ning parimaid praktikaid roheliste projektide elluviimiseks. Selline tugi suurendaks ettevõtete ja omavalitsuste teadlikkust ja võimekust rohepöördeks vajalike sammude astumisel, kiirendades seeläbi roheline majanduse arengut kogu regioonis.

- Stiimulite, toetuste ja garantiide välja arendamine, et muuta rohelist investeringud majanduslikult konkurentsivõimelisemaks, rõhutades nende pikaajalist finantsilist kasu. See hõlmab endas riigi poolt pakutavate stiimulite suurendamist, et toetada uute roheliste tehnoloogiate arendamist ja kasutuselevõttu. See võib hõlmata endas ka alternatiivide maksustamist, mis tõstab roheliste valikute atraktiivsust investorite silmis.
- Andmebaasi loomise teel või parimate praktikate jagamise teel ühtlustada ära keskkonnaga seotud andmete kogumise turupraktikad. Selleks tuleks analüüsida juba kogutavaid keskkonna aspektidega seotud andmeid ja nende põhjal välja tuua kõige olulisemad ja suurema mõjuga andmed, mida koguda. Hetkel kogutavate andmete maht on liiga suur ja bürokraatiamahukas, mis suuresti tegelikku mõju ei avalda. See aitaks oluliselt paremini hinnata investeringute tegelikku mõju keskkonnale ja seda ka ajas jälgida ning võrrelda teistega.
- Poliitilise kindluse tagamine, sest rohelist projektid on kapitalimahukad ja pikaajalised, kus stabiilne ja pikk vaade on oluline investeerimismaastikul. Selletõttu regulatiivsete raamistike järjepidevus ja selgus, et investorid saaksid kindlalt planeerida ja prognoosida oma investeringute tulemusi, on oluline. See tähendab, et valitsus peaks hoiduma sagedastest ja ettearvamatutest regulatiivsetest muudatustest, mis võivad tekitada ebakindlust ja pidurdada rohelist investeringute tegemist. See hõlmab endas ka pikaajaliste poliitiliste eesmärkide ja strateegiate vastuvõtmist, mis annavad investoritele kindluse, et riik on pühendunud rohepöörde elluviimisele. Siin on taas selgel kliimaseadusel võtmekoht. Eesti riik suuresti sõltub välisinvesteeringutest, siis selline lähenemine võib aidata ligi meelitada välisinvestoreid lisaks kodumaisele kapitalile.
- Kliendinõudluse kasvatamine rohelistele projektidele läbi nügimise rakendamise ühiskonnas. Klientide poolne surve on peamine kapitali suunaja, kus suurema turunõudluse tekitamine muudab rohelist investeringud atraktiivsemaks ja

tulusamaks. Nügemise rakendamine selleks oleks tõhus ja väikese halduskoormusega viis, kuidas tarbijakäitumist muuta, rakendades näiteks vaikimisivalikuid, märgistamist, stiimuleid ja üleüldist teadlikkuse tõstmist.

Kokkuvõtvalt nende poliitikasoovituste rakendamine ja olemasolevale regulatiivsele raamistikule lisaks teadliku nügemise praktiseerimine vastavalt sihtgrupile, võib aidata vähendada roheline rahanduse praktiseerimise kitsaskohti ning toetada varahaldureid ja portfelli tegevõtteid keskkonnasõbralikumate investeeringute tegemisel, edendades seeläbi roheline rahanduse laialdasemat levikut Eestis ja ELis üleüldisemalt ning Euroopa roheline kokkuleppe eesmärkide täitmist.

## KOKKUVÕTE

Magistritöö eesmärk oli selgitaja välja, kuidas Eesti varahaldurid defineerivad rohelist investeeringut ja uurida nügimise teooria rakendamise võimalikkust roheinvesteeringute mahu suurendamiseks Eesti varahaldusettevõtetes ja Euroopa roheline kokkuleppe eesmärkide täitmiseks nende portfelliettevõtetes. Uurimistöö esimeses kahes peatükis antakse ülevaade ELi rohepöördest ja selle regulatsioonidest ning investeerimisotsuste langematmise ja nügimise teooria teoreetilisest raamistikest.

Magistritöö keskendus rohelsele rahandusele, mis on kestliku rahanduse alaliik, keskendudes ainult Pariisi kliimaleppe ja muude keskkonnanäesmärkide täitmisele. Rohelise rahanduse laialdasemaks levikuks peab investeerimisotsustes toimuma oluline paradigma muutus. Traditsiooniliselt on investeerimispraktikad keskendunud peamiselt riski, likviidsuse ja tootluse suhte hindamisele ehk finantsnäitajatele, siis nüüd on vaja kapitali keskkonnasõbralikumaks muutmisel lisada kestlikkuse aspektid investeerimisotsuste langetamise protsessi. See tähendab laiemate hindamiskriteeriumite rakendamist, mis võtavad arvesse lisaks finantsnäitajatele mõju keskkonnale, ühiskonnale ja majandusele. Selleks on EL kehtestanud põhjaliku regulatiivse raamistiku roheliste majandustegevuste klassifitseerimissüsteemi, kestlikkuse aruandluse, regulatiivsete investeerimisvahendite ja rohepesu vältimise regulatsioonide näol eesmärgiga suunata investeerimisotsuseid keskkonnasõbralikumaks, kus investeeringud ei paku ainult finantsilist tootlust, vaid ka toetavad rohepöörde elluviimist ja kestlikku arengut üleüldisemalt.

Põhinedes 2023. aasta magistritööle on Eesti varahaldurite hinnangul läinud EL ülereguleerimise teed. See on toonud kaasa bürokraatia kasvu ja rohepesu laialdase leviku, mis pärsib ettevõtete konkurentsivõimet, viies fookuse põhitegevuselt seadusandlusega kooskõlas olemisele. See on tingitud olukorrast, et regulatsioonid ei ole praktilised, sest neid on keeruline rakendada ja nende sisust ei saada aru. Selletõttu pakkusin uurimistöös sissevaadet nügimise teooriasse, mille abil on võimalik läbi positiivse mõjutamise suunata üksikisikute ja institutsioonide käitumist soovitud suunas, keelamata samas muid valikuid. Nügimise rakendamine on praktiline ja suhteliselt väikese halduskoormusega viis, et suunata investeeringuid rohelisemaks. Finantsmaailmas on nügimise teooria rakendamist uuritud jaeinvestorite peal kapitali kestlikumaks suunamisel, mis on näidanud paljulubavaid tulemusi

investeeringusotsuste mõjutamisel. Lisaks aitab nügimise kasutamine tõsta olemasolevate direktiivide efektiivsust, mis vähendab vajalike muutuste elluviimisel ühiskonna vastupanu nendele, sest lõplik valik jääb ikkagi otsustaja enda kanda.

Nügimise teooria rakendamise võimalikkuse uurimiseks Eesti varahaldurite seas viisin läbi kvalitatiivsed poolstruktureeritud intervjuud 20 võtmeisikuga Eesti varahaldusettevõtetes. Intervjuude tulemused on kajastatud anonüümselt tulenevalt valdkonna uudsusest ja konkurentsitihedast olemusest. Tulemuste analüüs on tehtud kasutades horisontaalset analüüsi meetodit jagades vastajad kolme rühma vastavalt nende paiknemisele finantssüsteemis: avalikel turgudel tegutsevad varahaldurid ning era- ja riskikapitali esindajad. Selline lähenemine andis võimaluse süsteemselt analüüsida erinevate varahaldurite lähenemist nügimise rakendamisele ja rohepöörde elluviimisele. Intervjuude läbiviimine toimus 2024. aasta aprillis ja mais. Saadud valim moodustab avalikel turgudel tegutsevatest Eesti varahalduritest kolm neljandikku turuosast ning era- ja riskikapitali esindajatest suurimad ja aktiivsemad tegijad.

Intervjuude tulemuste põhjal saab järeldada, et enamuse Eesti varahalduritest püüavad leida tasakaalu tootluse, keskkonnamõju ja regulatiivsete nõuete vahel, kuid nende lähenemised roheliste investeeringute defineerimisel erinevad suurel määral tulenevalt neile kohanduvast regulatsioonist ning investeeritava raha mandaadist. Eesti varahaldurid juba kasutavad nügimise teooria praktikaid rohkem või vähem teadlikult keskkonnasõbralike investeeringute tegemiseks nii nende enda kui ka portfelli ettevõtete peal, kombineerides neid regulatiivsete meetmetega. Kuigi lähenemised varieeruvad, siiski hõlmavad need sageli regulatiivsete nõuete täitmist, kapitali mandaadiga arvestamist, klientide nõudmistega arvestamist, teadlikkuse tõstmist ja ESG andmete kogumist ning analüüsi, mis on kõik nügimisega seotud praktikad. Enamik varahaldureid leiab, et nügimise ja regulatsioonide kombineeritud kasutamine on tõhusaim viis kapitali rohelisemaks suunamiseks. Tasakaalustatud lähenemine, kus regulatsioonid määravad suuna ja teadlik nügimine sihtgruppide spetsiifikat arvesse võttes, võimaldab efektiivselt investeeringuid rohelisematele lahendustele suunata, vältides ülemäärast sekkumist ja tagades majandusliku stabiilsuse ning innovatsiooni soodustamise. Nende tulemuste põhjal saan järeldada, et magistr töö empiiriline osa vastas uurimisküsimustele.

Eesti varahaldurite vastused näitasid, et nügimise teooria rakendamine on võimalik ja mingil kujul juba eksisteerib roheliste rahanduse laialdasema leviku tagamiseks. Lisaks nügimise ja regulatsioonide kombineeritud kasutamine on tõhusaim viis kapitali rohelisemaks suunamisel. Edasine uurimistöö võiks keskenduda juba konkreetselt nügimise praktilisele rakendamisele ja mõju analüüsile, et tuvastada parimad viisid investeerimisotsuste suunamiseks kestlikkuse suunas Eestis. Poliitikasoovitustena võiks kaaluda parimate praktikate jagamist, regulatiivsete nõuete lihtsustamist, selge ja stabiilse investeerimiskeskonna loomist, stiimulite väljaarendamist ning riigi ja erasektori koostöö suurendamist. Järelduste laiem mõju võib kaasa aidata rohelise rahanduse levikule ja toetada Eesti eesmärke Euroopa rohelise kokkuleppe täitmisel.

## ALLIKATE LOETELU

Cai C. W. (2020). *Nudging the financial market? A review of the nudge theory*. Accounting & Finance. 60(4). 3341-3365. Saadaval: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/acfi.12471>, viimati vaadatud 07.04.2024.

Carlsson F., Gravert C., Johansson-Stenman O., Kurz V. (2020). Nudging as an Environmental Policy Instrument. CeCAR Working Paper Series No. 4. Göteborg University - School of Economics & Commercial Law; University of Copenhagen; University of Gothenburg - Department of Economics. Saadaval: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3711946](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3711946), viimati vaadatud 25.03.2024.

Corson R. and Treich N. (2014). Behavioral Environmental Economics: Promises and Challenges. Environmental & Resource Economics, 58, (3), 335-351. Saadaval: [https://econpapers.repec.org/article/kapenreec/v\\_3a58\\_3ay\\_3a2014\\_3ai\\_3a3\\_3ap\\_3a335-351.htm](https://econpapers.repec.org/article/kapenreec/v_3a58_3ay_3a2014_3ai_3a3_3ap_3a335-351.htm), viimati vaadatud 28.03.2024.

Berrou R., Dessertine P., Migliorelli M. (2019). An Overview of Green Finance. In M. Migliorelli & P. Dessertine (Eds.), *The Rise of Green Finance in Europe*. Palgrave Studies in Impact Finance. Palgrave Macmillan.

BlackRock (2023). Global perspectives on investing in the low-carbon transition. Survey of 200 institutional investors. Saadaval: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/brochure/global-transition-investing-survey.pdf>, viimati vaadatud 13.02.2024.

BlackRock (2020). Sustainability goes mainstream 2020. Global Sustainable Investing Survey. Saadaval: <https://img.lalr.co/cms/2021/05/28202727/blackrock-sustainability-survey.pdf>, viimati vaadatud 13.02.2024.

BlackRock (2020). Larry Fink's 2020 Letter to the CEOs. Saadaval: <https://www.blackrock.com/us/individual/larry-fink-ceo-letter>, viimati vaadatud 12.02.2024.

BlackRock (2022). Larry Fink's 2020 Letter to the CEOs: The Power of Capitalism. Saadaval: <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>, viimati vaadatud 17.03.2024.

Bloomberg (2020). Norway's Tangen Says ESG and Returns Go Hand in Hand. Saadaval: <https://www.bloomberg.com/news/videos/2022-01-28/norway-s-tangen-says-esg-and-returns-go-hand-in-hand-video>, viimati vaadatud 13.02.2024.

Bloomberg (2023). Bill Gates Says Chances of Meeting 2C Warming Goal Fading Fast. Saadaval: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-12-03/cop28-bill-gates-says-world-probably-won-t-meet-2c-climate-warming-goal>, viimati vaadatud 22.03.24

Bloomberg (2024). *World's Biggest Banks Made \$3 Billion on Green Debt in 2023*. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-01-03/world-s-biggest-banks-made-3-billion-on-green-debt-last-year>. Viimati vaadatud 24.03.24.

BNP Paribas (2018). *How to nudge sustainability through financing*. Saadaval: <https://cib.bnpparibas/how-to-nudge-sustainability-through-financing/>, viimati vaadatud 7.04.2024.

Brühl V. (2021). *Green Finance in Europe – Strategy, Regulation and Instruments*. Center for Financial Studies Working Paper No. 657. Saadaval: <file:///Users/macbookair/Downloads/green-finance-in-europe-strategy-regulation-and-instruments.pdf>, viimati vaadatud 2.11.2023.

Climate Bonds (2021). *Record \$269.5bn green issuance for 2020: Late surge sees pandemic year pip 2019 total by \$3bn. 2021*. Saadaval: <https://www.climatebonds.net/2021/01/record-2695bn-green-issuance-2020-late-surge-sees-pandemic-year-pip-2019-total-3bn>, viimati vaadatud 3.12.2023.

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. Saadaval: [doi:https://doi.org/10.1002/bse.2842](https://doi.org/10.1002/bse.2842), viimati vaadatud 01.02.2024.

Deloitte (2024). *Investor trust in sustainability data. An opportunity for corporate leaders*. Saadaval: <https://www.deloitte.com/global/en/issues/climate/earning-trust-with-investors-through-better-sustainability-data.html>, viimati vaadatud 04.04.2024.

Eurofi (2023). *Green investment in the European Union : situation, additional needs and funding*. Saadaval: [https://www.eurofi.net/wp-content/uploads/2023/06/eurofi\\_green-investment-in-the-european-union-situation-additional-needs-and-funding\\_stockholm\\_april-2023.pdf?fbclid=IwAR0Y0tHSjZWT-OK-SMuLZm1lZgWV1CkL3-5My4dPQLAlk9EymqvsPH1A4Io](https://www.eurofi.net/wp-content/uploads/2023/06/eurofi_green-investment-in-the-european-union-situation-additional-needs-and-funding_stockholm_april-2023.pdf?fbclid=IwAR0Y0tHSjZWT-OK-SMuLZm1lZgWV1CkL3-5My4dPQLAlk9EymqvsPH1A4Io), viimati vaadatud 15.03.2024.

Euroopa Investeerimispank (2023). *Recovery as a springboard for change 2021/2022*, lk 233. Saadaval: [https://www.eib.org/attachments/publications/economic\\_investment\\_report\\_2021\\_2022\\_en.pdf](https://www.eib.org/attachments/publications/economic_investment_report_2021_2022_en.pdf), viimati vaadatud 13.02.2024.

Euroopa Investeerimispank (2024). *Transforming for competitiveness*. Saadaval: [https://www.eib.org/attachments/lucalli/20230323\\_economic\\_investment\\_report\\_2023\\_2024\\_en.pdf](https://www.eib.org/attachments/lucalli/20230323_economic_investment_report_2023_2024_en.pdf), viimati vaadatud 24.03.24.

Euroopa keskkonnaagentuuri kodulehekül (2023). *Green bonds*. Saadaval: <https://www.eea.europa.eu/en/analysis/indicators/green-bonds-8th-eap>, viimati vaadatud 28.11.2023.

Euroopa Keskpank (2023). *Green lending: do banks walk the talk?* Saadaval: [https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2023/html/ecb.blog231206~fecdl1d1634.en.html?gad\\_source=1&gclid=CjwKCAiArLyuBhA7EiwA-qo80J\\_LekeIo-DKsApZTdqd\\_bdl-YA-cAOrtJfgJ8Johws9TATZS34sxRoCZ3YQAvD\\_BwE](https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2023/html/ecb.blog231206~fecdl1d1634.en.html?gad_source=1&gclid=CjwKCAiArLyuBhA7EiwA-qo80J_LekeIo-DKsApZTdqd_bdl-YA-cAOrtJfgJ8Johws9TATZS34sxRoCZ3YQAvD_BwE), viimati vaadatud 12.02.2024.

Energiaökonomika- ja finantsanalüüsi Instituut (2024). *Will Europe's new standard help or hinder green bond market growth?* Saadaval: [https://ieefa.org/sites/default/files/2024-02/Europes%20New%20Standard%20Help%20or%20Hindrance%20for%20Green%20Bond%20Market\\_February%202024.pdf](https://ieefa.org/sites/default/files/2024-02/Europes%20New%20Standard%20Help%20or%20Hindrance%20for%20Green%20Bond%20Market_February%202024.pdf), viimati vaadatud 24.03.24.

Euroopa Komisjoni kodulehekül (2023). *State of the Union Address by the President von der Leyen*. Saadaval: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/ov/speech\\_23\\_4426](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/ov/speech_23_4426), viimati vaadatud 14.09.2023.

Euroopa Komisjoni (2021). „Eesmärk 55“: *ELi 2030. aasta kliimaeesmärgi saavutamise teel kliimaneutraalsuseni*. Saadaval: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021DC0550>, viimati vaadatud 13.03.2024.

Euroopa Komisjoni (2022). *REPowerEU Plan*. Saadaval: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2022%3A230%3AFIN>, viimati vaadatud 13.03.2024.

Euroopa Komisjon (2015). *Pariisi kokkulepe*. Saadaval: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/PDF/?uri=CELEX:22016A1019\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/PDF/?uri=CELEX:22016A1019(01)), viimati vaadatud 15.03.2024.

Euroopa Komisjon (2019). *Euroopa roheline kokkulepe*. Saadaval: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/?uri=CELEX%3A52019DC0640>, viimati vaadatud 5.11.2023.

Euroopa Komisjon (2020). *Euroopa 2030. aasta kliimaeesmärgi suurendamine: investeerimine kliimaneutraalsesse tulevikku meie inimeste hüvanguks*. Saadaval: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/ALL/?uri=CELEX:52020DC0562>, viimati vaadatud 16.03.2024.

Euroopa Komisjon (2016) . *Võrdlusaluste täpsuse ja terviklikkuse tagamine*. Saadaval: <https://eur-lex.europa.eu/ET/legal-content/summary/ensuring-accuracy-and-integrity-of-benchmarks.html>, viimati vaadatud 1.12.2023.

Euroopa Komisjon (2021). *Kestlikule majandusele ülemineku rahastamise strateegia*. Saadaval: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/HTML/?uri=CELEX:52021DC0390&from=ES>, viimati vaadatud 12.02.2024.

Euroopa Komisjon (2020). *Europe's moment: Repair and Prepare for the Next Generation*, lk 17. Saadaval: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020SC0098>, viimati vaadatud 10.02.2024.

Euroopa Komisjon (2023). *Establishing a carbon border adjustment mechanism*. Saadaval: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2023/956/oj>, viimati vaadatud 18.03.2024.

Euroopa Komisjon (2022). *Establishing a Union certification framework for carbon removals*. Saadaval: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52022PC0672>, viimati vaadatud 18.03.24.

Euroopa Komisjon (2023). *Sõnaselgete keskkonnaväidete põhjendamise ja edastamise kohta (roheväidete direktiiv)*. Saadaval: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/PDF/?uri=CELEX:52023PC0166>, viimati vaadatud 23.02.24.

Euroopa Komisjon (2022). *Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU) 2019/1937*. Saadaval: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52022PC0071>, viimati vaadatud 2.12.2023.

Euroopa Komisjon (2019). *Millega muudetakse määrust (EL) 2016/1011 ELi kliimaülemineku võrdlusaluste, Pariisi kokkulepet järgivate ELi võrdlusaluste ning võrdlusaluste kestlikkuse aspekti avalikustamismõuete osas*. Saadaval: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2089>, viimati vaadatud 23.03.04.

Euroopa Komisjon (2023). *Euroopa rohevõlakirjade ning teabe vabatahtliku avaldamise kohta seoses keskkonnakestlikuna turustatavate ja kestlikkusega seotud võlakirjadega*. Saadaval: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/PDF/?uri=OJ:L\\_202302631](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202302631), viimati vaadatud 23.03.24.

Euroopa Komisjon (2022). *Millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrust (EL) 2019/2088 seoses regulatiivsete tehniliste standarditega, millega määratakse kindlaks põhimõttega „ei kahjusta oluliselt“ seotud teabe sisu ja esitamise üksikasjad, kestlikkuse näitajate ja kestlikkusele avalduva negatiivse mõjuga seotud teabe sisu, meetodika ja esitusviisi ning keskkonnavalaste või sotsiaalsete omaduste edendamise ja kestliku investeerimise eesmärkidega seotud teabe sisu ja esitusviisi lepinguelsestes dokumentides, veebisaitidel ja perioodilistes aruannetes*. Saadaval: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022R1288>, viimati vaadatud 23.03.24.

Euroopa Komisjon (2019). *Mis käsitleb jätkusuutlikkust käsitleva teabe avalikustamist finantsteenuste sektoris*. Saadaval: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088>, viimati vaadatud 23.03.24.

Euroopa Komisjon (2023). *Millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2013/34/EL seoses kestlikkusaruandluse standarditega*. Saadaval: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/HTML/?uri=OJ:L\\_202302772](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/HTML/?uri=OJ:L_202302772), viimati vaadatud 23.03.24.

Euroopa Komisjon (2022). *Millega muudetakse määrust (EL) nr 537/2014, direktiivi 2004/109/EÜ, direktiivi 2006/43/EÜ ja direktiivi 2013/34/EL seoses äriühingute kestlikkusaruandlusega*. Saadaval: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2464>, viimati vaadatud 23.03.24.

Euroopa Komisjon (2020). *Keskkonnasäästlike investeringute hindamine*. Saadaval: <https://eur-lex.europa.eu/ET/legal-content/summary/assessing-environmentally-sustainable-investments.html>, viimati vaadatud 23.03.24.

Eisinger, F., Hogg, D., Cochu, A. et al. (2017). *European Commission, Directorate-General for Environment. Defining "green" in the context of green finance – Final report*, Publications Office.

Finantsinspektsioon (2023). *Eesti finantsteenuste turg 30. juuni 2023. aasta seisuga*. Saadaval: [https://www.fi.ee/sites/default/files/finantsteenuste\\_turu\\_ulevaade\\_30.\\_juuni\\_2023\\_seisuga.pdf](https://www.fi.ee/sites/default/files/finantsteenuste_turu_ulevaade_30._juuni_2023_seisuga.pdf), viimati vaadatud 08.05.2024.

Financial Times (2023). *Deutsche Bank's DWS to pay \$25mn to settle SEC probes*. Saadaval: <https://www.ft.com/content/02b19456-d3ed-4c3f-9c39-ec95d81a62ae>, viimati vaadatud 17.03.2024.

Financial Times (2023). *Launches of ESG funds plummet as investors pull back*. Saadaval: <https://www.ft.com/content/6656d077-7e9f-4f5a-b753-3c91379194d8>, viimati vaadatud 12.02.2024.

Gajewski J. F., Heimann M., Meunier L., Ohadi S. (2023). *Nudges for responsible finance? A survey of interventions targeted at financial decision making*. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 31(5). Saadaval: [https://www.researchgate.net/publication/374302638\\_Nudges\\_for\\_responsible\\_finance\\_A\\_survey\\_of\\_interventions\\_targeted\\_at\\_financial\\_decision\\_making](https://www.researchgate.net/publication/374302638_Nudges_for_responsible_finance_A_survey_of_interventions_targeted_at_financial_decision_making), viimati vaadatud 07.04.2024.

Gajewski J. F. et al. (2022). *Nudges in SRI: The Power of the Default Option*. *Journal of Business Ethics* 177(4). Saadaval: [https://www.researchgate.net/publication/349041554\\_Nudges\\_in\\_SRI\\_The\\_Power\\_of\\_the\\_Default\\_Option](https://www.researchgate.net/publication/349041554_Nudges_in_SRI_The_Power_of_the_Default_Option), viimati vaadatud 07.04.2024.

Gonzales J. G., Marinez-Moles V., Vila J. (2015). *Spanish regulation for labeling of financial products: a behavioral-experimental analysis*. *Economia Politica* 33(3). Saadaval: [https://www.researchgate.net/publication/307619170\\_Spanish\\_regulation\\_for\\_labeling\\_of\\_financial\\_products\\_a\\_behavioral-experimental\\_analysis](https://www.researchgate.net/publication/307619170_Spanish_regulation_for_labeling_of_financial_products_a_behavioral-experimental_analysis), viimati vaadatud 07.04.2024.

G20 Green Finance Study Group (2017). *G20 Green Finance Synthesis Report*. Saadaval: [https://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2017/07/2017\\_GFSG\\_Synthesis\\_Report\\_EN.pdf](https://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2017/07/2017_GFSG_Synthesis_Report_EN.pdf), viimati vaadatud 2.02.2024.

Hansen P. G. ja Jespersen A. M. (2013). *Nudge and the Manipulation of Choice. A Framework for the Responsible Use of Nudge Approach to Behaviour Change in Public Policy*. *European Journal of Risk Regulation*, 2013 (1), 3-28. Saadaval: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2555337](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2555337), viimati vaadatud 29.03.24.

Hausman ja Welch (2010). *Debate: To Nudge or Not to Nudge\**. *Journal of Political Philosophy* 18(1):123 – 136. Saadaval: <https://www.researchgate.net/publication/229562409>, viimati vaadatud 29.03.24.

Heijden J. ja Kusters M. (2015). *From mechanism to virtue: Evaluating Nudge-theory*. *Evaluation* 21(3). Saadaval: [https://www.researchgate.net/publication/277013374\\_From\\_mechanism\\_to\\_virtue\\_Evaluating\\_Nudge-theory](https://www.researchgate.net/publication/277013374_From_mechanism_to_virtue_Evaluating_Nudge-theory), viimati vaadatud 25.03.2024.

Hong, H., Karolyi A. and Scheinkman J. A. (2020). *Climate Finance*. *The Review of Financial Studies*, 33(3), 1011-1023.

Juravle C. ja Lewis A. (2008). *Identifying impediments to SRI in Europe: a review of the practitioner and academic literature*. *Business Ethics: A European Review* 17 (3), 285-310. Saadaval: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1467-8608.2008.00536.x>, viimati vaadatud 04.04.2024.

J.P. Morgan (2024). *Electravisión*. lk 22.

Johnson E. J. et al (2012). *Beyond nudges: Tools of a choice architecture*. *Marketing Letters* 23:487-504. Saadaval: [https://www.researchgate.net/publication/236302915\\_Beyond\\_nudges\\_Tools\\_of\\_a\\_choice\\_architecture](https://www.researchgate.net/publication/236302915_Beyond_nudges_Tools_of_a_choice_architecture), viimati vaadatud: 25.03.2024.

Kahneman D. (2013). *Kiire ja Aeglane mõtlemine*. Tänapäev

Kliimaministeerium (2024). *Kliimakindla majanduse seaduse tutvustus*. Saadaval: <https://kliimaministeerium.ee/sites/default/files/documents/2024-05/Pressibriif%20slaidid%20%281%29.pdf>, viimati vaadatud 18.05.2024.

Leesmet H. (2021). *Nüügimine kui võimu ja valitsemise tehnoloogia*. Tallinna Ülikool. Saadaval: [https://www.researchgate.net/publication/352398948\\_Nugimine\\_kui\\_voimu\\_ja\\_valitsemise\\_tehnoloogia\\_Estonian](https://www.researchgate.net/publication/352398948_Nugimine_kui_voimu_ja_valitsemise_tehnoloogia_Estonian), viimati vaadatud 29.03.24.

Maailma Majandusfoorum (2022). *Climate change has cost the EU €145 billion in a decade*. Saadaval: <https://www.weforum.org/agenda/2022/12/climate-europe-gdp-emissions/>, viimati vaadatud 12.01.2024.

Martini, A. (2021). *Socially responsible investing: From the ethical origins to the sustainable development framework of the European Union*. *Environment, Development and Sustainability*, 23(11), 16874–16890. Saadaval: <https://doi.org/10.1007/s10668-021-01375-3>, viimati vaadatud 2.02.2024.

McKinsey Quaterly (2019). *Five ways that ESG creates value*. Saadaval: <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Business%20Functions/Strategy%20and%20Corporate%20Finance/Our%20Insights/Five%20ways%20that%20ESG%20creates%20value/Five-ways-that-ESG-creates-value.ashx>, viimati vaadatud 18.10.2023.

Migliorelli M. (2021). *What Do We Mean by Sustainable Finance? Assessing Existing Frameworks and Policy Risks*. *Sustainability*, 13(2), 975. Saadaval: <https://doi.org/10.3390/su13020975>, viimati vaadatud 2.02.2024.

Millton (2023). *Rohepöörde uuringu tulemuste tutvustus*. Saadaval: [https://miltton.ee/wp-content/uploads/2023/05/RohepöördeUuring\\_esitlus.pdf](https://miltton.ee/wp-content/uploads/2023/05/RohepöördeUuring_esitlus.pdf), viimati vaadatud 13.02.2024.

Mitlin D. (1992). *Sustainable Development: a Guide to the Literature*. *Environment & Urbanization*. Lk 111-123.

Morningstar (2023). *U.S. Sustainable Funds Register First Annual Outflows in 2023*. Saadaval: <https://www.morningstar.com/sustainable-investing/us-sustainable-funds-register-first-annual-outflows-2023>, viimati vaadatud: 12.02.2024.

Morningstar Direct (2023). *SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q4 2022 in Review Article 9 fund assets shrink by EUR 175 billion, or 40%, following a wave of downgrades*. Saadaval: [https://www.eticanews.it/wp-content/uploads/2023/01/SFDR\\_Article\\_8\\_and\\_Article\\_9\\_Funds\\_Q4\\_2022.pdf](https://www.eticanews.it/wp-content/uploads/2023/01/SFDR_Article_8_and_Article_9_Funds_Q4_2022.pdf), viimati vaadatud: 23.03.24.

Moodie J., Tapia C., Löfving L., Sánche Gassen N., Cedergren E. (2021). *Towards a Territorially Just Climate Transition—Assessing the Swedish EU Territorial Just Transition Plan Development Process*. *Sustainability* 2021, 13, 7505. Saadaval: <https://doi.org/10.3390/su13137505>, viimati vaadatud 01.02.2024.

Mustaffa et al. (2021). *A Systematic Literature Review on Barriers to Green Financing Participation worldwide*. *Global Business and Management Research: An International Journal* 13(4):66-79. Saadaval: [https://www.researchgate.net/publication/356541887\\_A\\_Systematic\\_Literature\\_Review\\_on\\_Barriers\\_to\\_Green\\_Financing\\_Participation\\_worldwide](https://www.researchgate.net/publication/356541887_A_Systematic_Literature_Review_on_Barriers_to_Green_Financing_Participation_worldwide), viimati vaadatud 04.04.24.

Möllits M. Ja Meier M. (2023). *Jätkusuutlikkuse seos investeerimisstrateegiatega Eesti varahaldusettevõtetes*. Tartu Ülikool, magistritöö.

Nauwelaers C., Harding R., Perianez-Forte I., Arregui E., Haegeman K. H. (2022), *Towards Green Transition in EU regions – Smart Specialisation for transformative innovation*, lk. 6. Saadaval: doi:10.2760/14696, JRC130446, viimati vaadatud 07.04.2024.

NY Times (1970). *A Friedman doctrine - The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits*. <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>, viimati vaadatud 25.02.2023.

Pilaj H. (2017). *The Choice Architecture of Sustainable and Responsible Investment: Nudging Investors Toward Ethical Decision-Making*. *Journal of Business Ethics* 140(4). Saadaval: [https://www.researchgate.net/publication/283523816\\_The\\_Choice\\_Architecture\\_of\\_Sustainable\\_and\\_Responsible\\_Investment\\_Nudging\\_Investors\\_Toward\\_Ethical\\_Decision-Making](https://www.researchgate.net/publication/283523816_The_Choice_Architecture_of_Sustainable_and_Responsible_Investment_Nudging_Investors_Toward_Ethical_Decision-Making), viimati vaadatud 07.04.2024.

Purvis, B., Mao, Y., & Robinson, D. (2019). *Three pillars of sustainability: In search of conceptual origins*. *Sustainability Science*, 14(3), 681–695. Saadaval: <https://doi.org/10.1007/s11625-018-0627-5>, viimati vaadatud 01.02.2024.

Postimees (2023). *Pensioni rohefondide sära on tuhmunud*. Saadaval: <https://majandus.postimees.ee/7896930/pensioni-rohefondide-sara-on-tuhmunud>, viimati vaadatud 12.02.2024.

Postimees (2023). *Tarmo Soomere: see, et loodus veel vastu peab, on ajutine*. Saadaval: <https://tv.postimees.ee/7922102/aasta-2023-tarmo-soomere-see-et-loodus-veel-vastu-peab-on-ajutine>, viimati vaadatud 20.12.2023.

Rahageenius (2020). *LHV tutvustas rohelist tegevuskava – mida see tähendab*. Saadaval: <https://raha.geenius.ee/blogi/lhv-blogi/lhv-tutvustas-rohelist-tegevuskava-mida-see-tahendab/>, viimati vaadatud: 12.02.2024.

Riigikantselei (2021). *Strateegia „Eesti 2035“*. Saadaval: [https://valitsus.ee/sites/default/files/documents/2021-06/Eesti%202035\\_PUHTAND%20%C3%9CLDOSA\\_210512\\_1.pdf](https://valitsus.ee/sites/default/files/documents/2021-06/Eesti%202035_PUHTAND%20%C3%9CLDOSA_210512_1.pdf), viimati vaadatud 15.03.2024.

Schmidt A. T. ja Engelen B. (2020). *The ethics of nudging: An overview*. Philosophy Compass 15(4). Saadaval: <https://compass.onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/phc3.12658>, viimati vaadatud 25.03.2024.

Schubert C. (2017). *Exploring the (behavioural) political economy of nudging*. Journal of Institutional Economics, 13 (3), 499 – 522. Saadaval: <https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-institutional-economics/article/exploring-the-behavioural-political-economy-of-nudging/17C12F1AA7C349DB21ABDCE30AB8E433>, viimati vaadatud 25.03.2024.

Schubert C. (2016). *Green nudges: Do they work? Are they ethical?* MAGKS Joint Discussion Paper Series in Economics, No. 09-2016. Saadaval: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/129284/1/847307131.pdf>, viimati vaadatud 25.03.2024.

Silva M. S. (2022). *Nudging and Other Behaviourally Based Policies as Enablers for Environmental Sustainability*. Research Centre for Justice and Governance (JusGov), School of Law, University of Minho, 4710-057. Saadaval: <https://www.mdpi.com/2075-471X/11/1/9>, viimati vaadatud 07.04.2024.

Säästva Eesti Instituut (2024). *Rohepesu*. Saadaval: [http://www.seit.ee/sass/?ID=1&L\\_ID=573](http://www.seit.ee/sass/?ID=1&L_ID=573), viimati vaadatud 2.12.2024.

Sitar L. V. (2022). *Influence of Nudging on Sustainable Investments*. Faculty of Business and Management, University of Innsbruck. Saadaval: <https://diglib.uibk.ac.at/download/pdf/8073826.pdf>, viimati vaadatud 07.04.2024.

Steuer S. ja Tröger T. H. (2022). *The Role of Disclosure in Green Finance*. Journal of Financial Regulation, 8 (1), 1–50. Saadaval: <https://doi.org/10.1093/jfr/fjac001>, viimati vaadatud 07.04.2024.

Stockholm Resilience Center (2023). *Planetary boundaries*. Saadaval: <https://www.stockholmresilience.org/research/planetary-boundaries.html>. Viimati vaadatud 1.02.2024, viimati vaadatud 01.02.2024.

Swissquote (2023). *„Green finance is a lure“*. Saadaval: [https://www.linkedin.com/posts/julien-lefournier-63707294\\_green-finance-is-a-lure-thank-you-bertrand-activity-7144025045814689792-x002](https://www.linkedin.com/posts/julien-lefournier-63707294_green-finance-is-a-lure-thank-you-bertrand-activity-7144025045814689792-x002), viimati vaadatud: 17.03.2024.

Thaler ja Sunstein (2003). *Libertarian Paternalism Is Not An Oximoron*. University of Chicago Law School. Saadaval: [https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1184&context=public\\_law\\_and\\_legal\\_theory](https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1184&context=public_law_and_legal_theory), viimati vaadatud: 2.10.2023.

Thaler R. H., & Sunstein C. R. (2008). *Nudge: Improving decisions about health, wealth, and happiness*. Yale University Press.

Thaler R. H. Ja Sunstein C. R. (2018). *Nüginine viis toetada valikuid, mis viivad tervise, jõukuse ja õnneni*. Tänapäev.

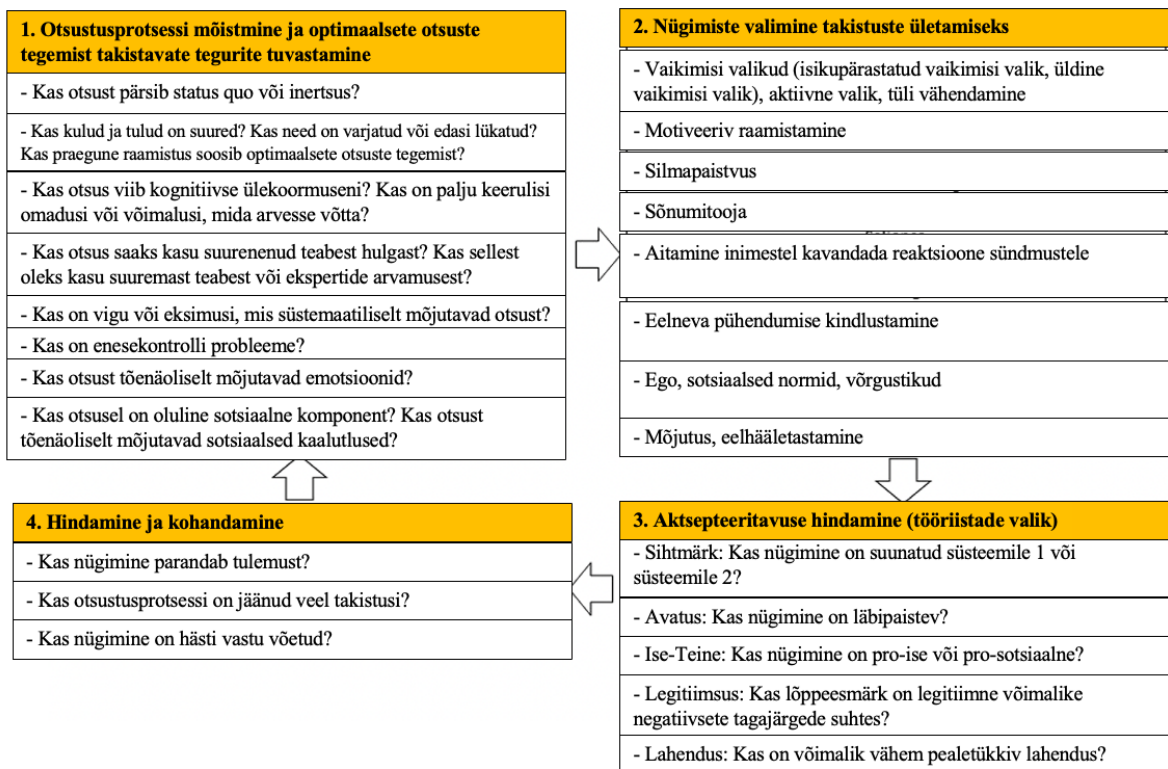
World Commission on Environment and Development (1987). *Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future*. lk 41. Saadaval: <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>, viimati vaadatud 02.02.2024.

Äripäev (2023). *Berkshire ja Buffet rõhutasid: tootlus on tähtsam kui kliimateemad. Aktsionärid nõustusid*. Saadaval: <https://www.aripaev.ee/borsiuudised/2023/05/08/berkshire-ja-buffett-rohutasid-tootlus-on-tahtsam-kui-kliimateemad-aktsionarid-noustusid>, viimati vaadatud 14.09.2023.

Ühinenud Rahvaste Organisatsioon (2015). *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*. United Nations, Department of Economic and Social Affairs; Sustainable Development. Saadaval: <https://sdgs.un.org/2030agenda>, viimati vaadatud 2.03.2024.

# LISA 1

## Nügisprotsessi rakendamine



Allikas: (Gajewski et al., 2023).

## LISA 2

Nügemise taksonoomia – 3 peamist nügemise viisi.

<b><i>Nügemise liik:</i></b>	<b><i>Kallutatus:</i></b>	<b><i>Nügemise praktikad:</i></b>
Vaikimisivalikud	<i>Satus quo</i> / Inertsuse kallutatus	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Eelseadistatud valikud, kus otsustaja peab mõne teise valiku korral olemasolevast valikust teadlikult loobuma. See tugineb ideel, et keeruliste valikute puhul inimesed kipuvad eelistama olemasolevat ja loobuvad või lükkavad edasi valiku tegemist</li> </ul>
Silmatorkavus / märgatavus	Piiratud tähelepanu	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Otsustajale muudetakse teatud valikud või stiimulid silmatorkavamaks. Selleks saab kasutada värvi, pilte, personaliseeritud informatsiooni.</li> <li>• Keerukate valikute struktureerimine, mis muudab otsustamise lihtsamaks näiteks otsingufiltrite või kategooriate rakendamise kaudu.</li> <li>• Kaardistamine, kus keerukad omadused tõlgitakse lihtsamateks terminiteks. Lisaks erinevate valikute omaduste ja hindade võrdlemine lihtsal viisil põhinedes nende põhiomadustele.</li> <li>• Valikute jaotamine, mis tähendab valikuid näiteks kategoriseerides, kus inimesed üldjuhul eelistavad jagada võimalusi omavahel võrdselt.</li> <li>• Valikuvõimaluste struktureerimine vastavalt atraktiivsusele näiteks, kus parima katvusega valik on toodud esile.</li> <li>• Alternatiivide arv, kus kognitiivse ülekoormuse vältimiseks tuleks piirduda maksimaalselt 4-5 valikuga.</li> </ul>

		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Omaduste kujundamine, kus teatud omadused tehakse silmatorkavamaks. Näiteks investeerimises tootlus, riskid ja SRI on esile toodud.</li> <li>• Samalaadsete toodete soovitamise, mis vastavad eelistustele.</li> </ul>
Stiimulid	Väljavaadete teooria (riskide ja kasu hindamine) kallutatus / lühiajalise kasu kallutatus / oleviku kallutatus / Kaotuste vältimine	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Otsustajad keskenduvad tänasele ja lükkavad olulised ja ebamugavad otsused edasi. Sellest ülesaamiseks pakutakse valikuarhitektide poolt väikesed stiimuleid, mis kutsuvad otsuseid langetama ja pikaajaliselt osalema.</li> <li>• Preemiate ja sanktsioonide kujundamine selliselt, mis motiveerib otsustajaid osalema.</li> <li>• Nügimine majanduslike stiimulite alusel, kus võetakse arvesse kaotuse kallutatust, kus investeringu tootluse kehvaks muutmisel teatud punkti see müüakse automaatselt maha; mentaalse arvestuse kasutamine, kus portfelli jaotatakse vastavalt riskitaluvusele lühiajalisteks või pikaajalisteks investeringuteks; tõenäosuse kallutatus, kus investoreid meelitatakse investeerima tõenäolise tootluse esile toomisega.</li> <li>• Traditsioonilised majanduslikud stiimulid on olulised, kuid peavad olema silmatorkavad, et olla efektiivsed. Näiteks võivad elektrienergia hinnad suvise kuumalaine ajal kliimaseadmete siire kasutamise korral märkamatuks jääda ja ei pruugi käitumist mõjutada. Näiteks inimeste teavitamine elektrit müüva ettevõtja poolt.</li> <li>• Ajapiirangute kasutamine otsustamise soodustamiseks. Stiimulite ja boonuste pakkumine pikaajalise vaate korral, mis soosib lühiajalisusest loobumist. Või teise parima valiku kuvamine.</li> </ul>

Allikas: (Thaler ja Sunstein, 2008: lk 109; Johnson et al., 2012; Gajewski et al., 2023)

## LISA 3

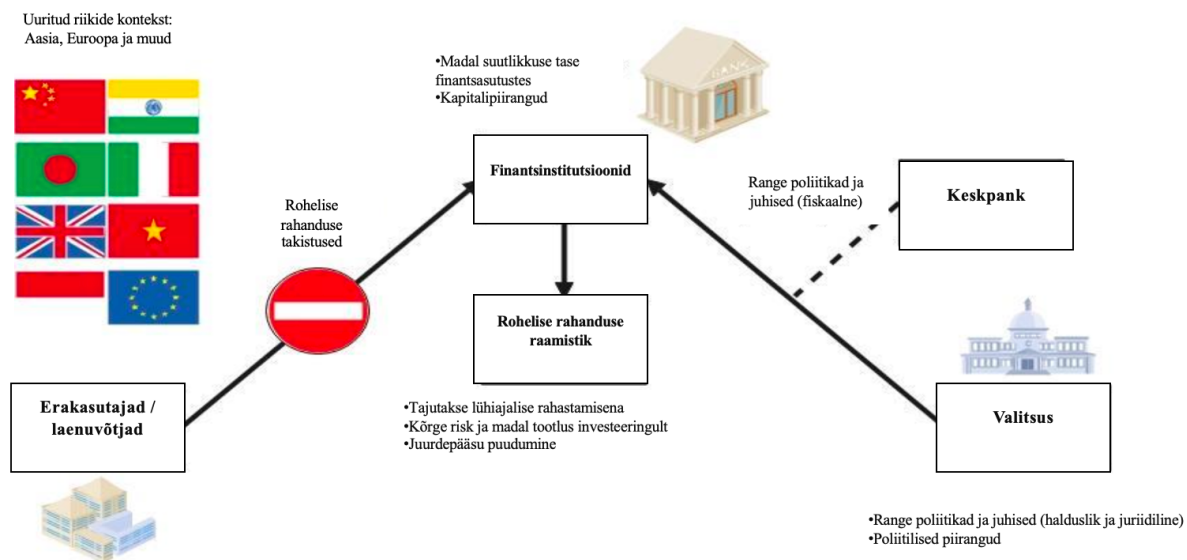
### EAST ja *Mindspace* raamistike nügimise taksonoomia.

- *Sõnumite lihtsustamine*: sõnumid peavad olema selged ja lihtsad aru saada, kus keerulised tegevused jaotatakse väiksemateks ja lihtsamateks sammudeks. Inimesed reageerivad sõnumitele olenevalt teabeallika autoriteedist.
- *Nügimise ajastamine*: Nügimist tuleb praktiseerida siis, kui otsustaja on selle suhtes kõige vastuvõtlikum.
- *Sotsiaalsed normid*: otsustajad kipuvad käituma vastavalt sellele, mida teised teevad. Eriti olukorras, kus teised on nendega seotud või sarnased. Oluline on sellisel juhul sõnumi kordamine.
- *Võrgustikud*: Olemasolevad võrgustikud on võimsad tööriistad, mis võimaldavad käitumiste ja teabe levikut. Näiteks hinnangute andmise kaudu on võimalik mõjutada kaupade või teenuste pakkujaid.
- *Eelnevalt kokkulepitud kohustused*: Inimesed üldjuhul püüavad antud lubadustest kinni pidama ja olla nende suhtes järjekindlad. Siin on hea stiimulite kasutamine, mis parandab oluliselt selle tõhusust.
- *Kasutamise tüütusfaktori vähendamine*: Kui teenuste või toodete kasutamine vaikimisi pole võimalik, on võimalik vähendada vajalikku pingutust nende kasutamiseks, näiteks vähendades vajalike klõpsude arvu või täites eelnevalt vajalikke vorme.
- *Mõju*: Inimeste emotsionaalne seotus võib jõuliselt mõjutada nende tegevusi.
- *Aktiveerimine*: Inimeste käitumine võib muutuda, kui neile esmalt näidatakse käivitajaid. Sõnad, pildid ja lõhnad võivad toimida käivitajatena.
- *Ego*: Otsustajad kalduvad käituma viisil, mis toetab nende positiivset ja järjepidevat enese kuvandit.

Allikas: (Gajewski et al., 2023)

## LISA 4

### Rohelise rahanduse praktiseerimise takistused.



Allikas: (Mustaffa et al., 2021)

## LISA 5

### Poolstruktureeritud intervjuude küsimused

<b>ROHELISE INVESTEERINGU DEFINEERIMINE</b>	
1.	Milline investeeering on Teie jaoks roheline investeeering?
2.	Millised majandustegevused kuuluvad Teil rohelise investeeeringu alla?
3.	Kas ja milliseid rohelisi finantstooteid kasutate?
4.	Kas ja millistel tingimustel annate välja rohelisi finantstooteid välja?
5.	Kuidas Te rohelisi investeeeringuid mõõdate või hindate?
<b>NÜGIMISE TEOORIA RAKENDAMINE</b>	
6.	Mis nügib Teie tegevust roheliste investeeeringute suunas?
7.	Kuidas Te nügite enda portfelli tegevõtteid keskkonnasõbralikumaks?
8.	Kas sellised nügivad tegevused on edukad portfelli tegevõtete käitumise muutmisel rohelisemaks?
9.	Kas teie hinnangul nügimise teooria rakendamisest oleks kasu teekonnal nullheitega majanduse suunas liikumisel? Või oleks vaja juurde veel regulatiivseid meetmeid?
<b>ROHELISE RAHANDUSE KITSASKOHAD, VÄLJAKUTSED JA VÕIMALUSED</b>	
10.	Millised on peamised kitsaskohad rohelise rahanduse praktiseerimisel?
11.	Mida teie finantseerijatena saaksite veel ära teha ELi teekonnal null süsinikuheitega majanduse suunas aastaks 2050?
12.	Kas on veel ettepanekuid, tagasisidet, mõtteid rohepöörde elluviimise ja nügimise teooria rakendamise osas?

## LISA 6

## Intervjueeritavate nimekiri toimumise järjekorra

NIMI	VARAHALDUSETTEVÕTE	AMETINIMETUS	TOIMUMISVIIS	PIKKUS
Arko Kadajane	Ambient Sound Investments	Portfelli juht	Füüsiliselt	1 tund 25 minutit
Endriko Võrklaev	SEB Varahaldus	Fondijuht	Virtuaalselt	1 tund 14 minutit
Romet Enok	LHV Varahaldus	Fondijuht	Füüsiliselt	1 tund 48 minutit
Marili Merendi	Ambient Sound Investments	Portfelli juht	Virtuaalselt	1 tund 9 minutit
Valdur Jaht	Avaron Asset Management	Partner / Investeeringute juht	Virtuaalselt	1 tund 17 minutit
Hendrik Reimand	2C Ventures	Partner	Virtuaalselt	59 minutit
Mehis Raud	Trigon Asset Management	Fondijuht	Virtuaalselt	58 minutit
Jani Mäenpää	LHV Varahaldus	Portfelli haldur	Virtuaalselt	1 tund 5 minutit
Gerri Kodres	Specialist VC	Partner	Virtuaalselt	48 minutit
Kristjan-Mart Piirsalu	BaltCap	Investeeringute juht	Virtuaalselt	1 tund
Marek-Andres Kauts	BaltCap	Infrastruktuurifondi investeeringute juht	Virtuaalselt	50 minutit
Valdur Laid	UG Investeeringud	Juhatus liige	Füüsiliselt	1 tund 10 minutit
Marko Oolo	Superangel	Partner	Virtuaalselt	57 minutit
Kristel Volver	MM Grupp	Juhatus liige	Virtuaalselt	48 minutit
Maarja Pärs	Livonia Partners	Investeeringute direktor	Virtuaalselt	53 minutit
Pertti Rahnel	Swedbank Robur AB	Portfelli haldur	Telefoni teel	30 minutit
Artur Lindmaa	Taavet+Sten	Investeeringute juht	Virtuaalselt	1 tund ja 4 minutit
Ene Õunmaa	Swedbank Investeeringufondid AS	Portfelli juht	Virtuaalselt	32 minutit
Robert Martin	SmartCap	Investeeringute juht	Virtuaalselt	54 minutit
Mattias Karu	SmartCap	Investeeringute juht	Virtuaalselt	54 minutit

## **Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks**

Mina, Linda Kadajane, (isikukood: 48806140249) annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose ROHELISTE INVESTEERINGUTE EDENDAMINE: NÜGIMISE TEOORIA JA EUROOPA ROHELINE KOKKULEPE EESTI VARAHALDUSETTEVÕTETES, mille juhendajad on Raul Eamets ja Stefano Braghioli.

- 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.