

## FINANTSTURGUDE REGULEERIMINE<sup>1</sup>

### Sissejuhatavaid mõtteid praegustest probleemidest

Majanduskriisid võimenduvad finantsturgude destrukttiivsete mõjude kaudu sageli kogu süsteemi ohustavalt, mis on eeskätt käesoleval sajandil üha selgemaks saanud. V. Cerra ja S.C. Saxena<sup>2</sup> on näidanud, et häired reaalmajanduses, mis kaasnevad ebastabiilsusega ja häiretega finantssektoris, mõjuvad ülimalt laastavalt eriti arenenud tööstusmaades. Seetõttu muutub avaliku arutelu käigus läänemaailma majandussüsteemide efektiivsus üha küsitavamaks ja järjest rohkem nõutakse kõikehõlmavaid reforme, seda eelkõige pangandussektoris. Siinkohal muutub vajalikuks sotsiaal- ja majanduspoliitika sekkumine. Üha sagedamini tõstatub küsimus, kellel majanduses ja ühiskonnas tervikuna on otsustav sõna öelda – kas demokraatlikul alusel legitimeeritud rahvaesindajatel või hoopis pankade juhatustes ja nõukogudes istuvaltel mäenedžeridel, kes ülispekulatiivsete, oma huvides tehtavate tehingutega peavad finantsturgudel kasumijahti? Alates finantskriisi puhkemise esimestest nähtustest 2007. aastal on kõikehõlmav finantsturgude reguleerimine hädavajalikum kui kunagi varem, et ei tekiks pankade omahuvide ja üldise hüvangu vastandumist.

Aruteludes on esiplaanile tõusnud nõudmised eesmärgiga selgelt eraldada nn universaalpankade, st laia ärispektriga pankade puhul spekulatiivne investeerimispangandus (eelkõige kauplemine oma vahenditega<sup>3</sup> ja laenudne andmine Hedge-fondidele) ning klassikaline laenamine ja hoiustamine („Ringfencing“). Niimoodi oleks võimalik takistada, et pankades, mis riskantsete investeerimistehingute tõttu on rinnutsi ähvardava pankrotiga, ei satuks löögi alla ka kliendipõhised ärivaldkonnad. Nagu kogemused on näidanud, siis tulemusena päästetakse niisugused pangad nende kogu majandust hõlmava tähtsuse tõttu<sup>4</sup> riiklike rahade abil („bail-out“). Lõppude lõpuks jääb kogu koorem maksumaksjate kanda<sup>5</sup>. Riik satub väljapressitava rolli. Vältimaks niisuguse olukorra tekkimist edaspidi, tuleb taastada pankade reaalmajandust teenindav funktsioon. Selleks on vaja luua kommertspanku ja investeerimispanku lahushoidev süsteem.

Selles suunas läheb kõige kaugemale Ameerikast pärit ettepanek nimega „Volcker-Rule“<sup>6</sup>. Selle kohaselt ei peaks pankadel üldse olema lubatud Hedge-fondides ja Private-Equity-fondides osalemine, nende omamine ja finantseerimine, samuti

---

<sup>1</sup> Eesti keelse artikli (mis oli aluseks ka inglise keelse artikli tõlkele) terminoloogiat konsulteeris Eesti Panga Nõukogu esimees (1998-2008), Tartu Ülikooli emeriitprofessor Mart Sõrg

<sup>2</sup> Cerra, V./Saxena, S. C., Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery, IMF Working Paper, 07.08.2005.

<sup>3</sup> „Pangasisene kasiino“, nagu oma vahenditega kauplemist Saksa „Handelsblatt“ 30. jaanuaril 2013 oma esileheküljel nimetab, kuna antud juhul ei pruugita arvestada vastutustundlike klientidega.

<sup>4</sup> Selles seoses räägitakse „süsteemi jaoks olulistest“ pankadest („too big to fail“).

<sup>5</sup> Saksa sotsiaaldemokraadid nimetavad seda „finantsturgude juhitud kapitalismiks“.

<sup>6</sup> See on nime saanud Paul Volcker'i järgi, kes oli 1979-1987 Föderaalreservide Süsteemi (Federal Reserve System) esimees, praegu senaator.

kauplemine oma vahenditega<sup>7</sup> enda riisikol<sup>8</sup>. Euroopa Liidus seevastu pooldatakse rohkem Liikaneni raportit<sup>9</sup>. Kardetakse, et 'Volcker Rule'i karmide tingimuste tõttu hakkavad keelatud tehingud toimuma nn varipanganduse kattevarjus. Liikaneni komisjon soovib seepärast, et suured pangad<sup>10</sup> oma traditsioonilised era- ja äriklientidehingud omal riisikol läbiviidavatest riskantsetest finantsturuoperatsioonidest<sup>11</sup> lahus hoiaksid<sup>12</sup>. Siinkohal peetakse silmas vastavalt OECD-mudelile loodud valdusühinguid (holding companies), mille katuse all õiguslikult, majanduslikult ja organisatoorselt iseseisvad pangaliitsentsiga tütarettevõtted oleksid vastutavad igaüks ühe ärivaldkonna eest. Kui investeerimispank peaks oma riskantsete tehingute tõttu maksujõuetuks muutuma, võiks selle sõltumatult kliendipõhisest valdkonnast likvideerida. Krediid- ja hoiustamistehingud ja seega pangaklientide raha oleksid kaitstud. Sest ainult nendel algetel pangatehingutel on suhe reaalmajandusega. Sellise lahushoidmise abil saab omavahel eraldiseisvates ettevõtteüksustes tihedalt siduda riski ja vastutuse, mis käivad kaasas ainult kasumisaamisele orienteeritud tegevusega.

Et niisugused lahushoidmise kontseptsioonid ei leidnud pangandusmaailmas heakskiitu, on arusaadav. Vastuargumendid pole aga eriti veenvad. Kulutused ettevõtte struktuurile ei tohiks eriti tõusta, sest suurimat osa ettevõtte baasist – nagu näiteks elektrooniline andmetöötlus – võivad kõik tütarettevõtted koos kasutada ka edaspidi. Siiski poleks investeerimispankandusega tegeleva ettevõtteüksusel enam võimalik lähtuda klientidega tegeleva üksuse reitingutest, mis kindlasti tõstaks selle refinantseerimiskulusid. Küsimus, kas kommerts- ja investeerimispanku lahushoidva süsteemi sisseviimine ohustaks osalevate ELi riikide mainet finantsettevõtete asukohamaadena, puudutaks siiski ainult eraldi tehtavaid investeerimistehinguid.

---

<sup>7</sup> Tehingud väärtpaperite, valuuta, väärismetallide ja igat liiki derivaatidega oma vahendeid kasutades.

<sup>8</sup> Selle kohaselt peab pankade tegevus finantsturgudel piirduma klienditellimustega ja pangad ise ei tohi astuda riskantsetesse tehingutesse ainult iseenda spekulatiivsetest motiividest lähtudes. (Hilger, H. A., Aktueller Begriff: der Glass-Steagall Act und die Bankenregulierung (Nr.05/10): Wissenschaftlicher Dienst des Deutschen Bundestages, 10.10.2012).

<sup>9</sup> Nn Liikaneni komisjoni raport. Komisjon kujutab endast EL ekspertide gruppi suurte krediidiasutuste reguleerimiseks: [[http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/high-level\\_expert\\_group/report\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_de.pdf)]; raport kannab komisjoni esimehe Erkki Liikaneni nime, kes on Soome Keskpanka president ja seega Euroopa Keskpanka nõukogu liige.

<sup>10</sup> Liikaneni raportis lähtutakse mõiste 'suurpank' kasutamisel oma vahenditega kauplemise protsentuaalsest osast antud panga bilansisummas (alates 15%-st) või/ja oma vahenditega kauplemise absoluutsest suurusest (alates 100 miljardist eurost). Liikaneni raportis soovitatakse piirata mõlema ärivaldkonna lahushoidmise kohustust ja kasutada seda ainult 'suurpankade' puhul. Selline piirang pole seletatav ei mingite praktikast tulenevate põhjustega ja seepärast on alust arvata, et siin on mängus pangandus-lobby käsi.

<sup>11</sup> Siia alla ei kuulu äriklientide tellimustehingud finantsturgudel, nagu riski garantiid tegelikult kehtivate, tõsiseltvõetavate lepingute suhtes, millega tahetakse kindlustada kõikumised toorainete hindades ja vahetuskurssides. Sama kehtib ka laenukatmise kindlustuse (Credit Default Swaps, CDS) ja iseenesestmõistetavalt ka ettevõtte osakute emiteerimine kohta. (Vrd siinkohal ka: Eesti majanduspoliitilised väitlused, 2-2012, allmärkus 17).

<sup>12</sup> Seeläbi saaks hoida kauplemine (mida ju loodetakse) oma vahenditega kontrolli all.

Kliendipõhiste pangatehingute jaoks on lähedus reaalmajandusele praktiline hädavajalikkus.

Traditsiooniliste äritehingute lahushoidmine riskantsetest ja komplekssetest investeerimistingutest on kõige olulisem meede finantsurgude ohjeldamiseks. See eeldab aga siiski seda, et mitte üksnes 'suurpangad' vaid kõik pangad oleksid kohustatud neid kahte põhimõtteliselt erinevat valdkonda teineteisest lahus hoidma. Kui üks või teine pank on ettevõtetemajanduslikust seisukohast liiga väike niisugust lahushoidmist läbi viima, siis tuleb niisugusel pangal riskantsetest tehingutest loobuda.

Kui on tagatud, et oma vahenditega kauplemisega tegelevatel kontserni tütarettevõtetel pole juurdepääsu keskpangale ja et eranditult klientidele orienteeritud krediidiastutused ei tegele investeerimispankundusega ega tohi seda refinantseerida, on küsimus, kas oma vahenditega kauplemist tuleb üldiselt piirata või koguni keelata, teisejärgulise tähtsusega. Igal juhul tuleb ära keelata aga puhtalt spekulatiivsed vahendid (forwardid). Neil süsteemile ohtlikel ja osaliselt ebamoraalsetel tuletistingutel pole mingit seost reaalmajandusega. Säärased tehingud põhinevad ootustel, et tulevikus muutuvad kaupade nagu agraartoodete või toorainete hinnad, mille peale siis spekulatsioonid. Möödanik on näidanud, et sellised pankade sekkumised majanduse toimimisse põhjustavad hinnaekstsesside tekkimist. Need omakorda ohustavad elanikkonna korrapäraselt varustamist toiduainetega - seda eriti maailma vaeseimates regioonides – ja tootvaid majandusharusid vahetoodetega.

Ülejäänud lahushoitavate pangatehingute puhul on tegu spekulatiivse kauplemisega oma vahenditega, mille eesmärgiks on valuuta, väärtpaperite ja muude õiguste noteerimine. Ka neid teostatakse oma nimel ja omal riisikol, niisiis ei ole need kliendipõhised. Niisuguse kauplemine käib – nagu ka praeguste forwardtehingute puhul – mitte börsidel, vaid väljaspool kontrollitavalt turge, nn vabavahetusturu lepingutega. Kuna niisugused tehingud pole enamjaolt küllaldaselt omakapitaliga tagatud, võivad need nurjunud spekulatsioonide korral hõlpsasti viia teostaja maksejõuetuseni ja rahvamajanduslike vastastikuste sõltuvuste tõttu vallandada ahelreaktsiooni. Seetõttu ongi nii tähtis, et kirjeldatud liiki tehinguid saaks põhimõtteliselt sooritada ainult kõrgemalseisva instantsi loal<sup>13</sup> ja need oleks allutatud ka selle instantsi kontrollile.

Järgides Euroopa parlamendi nõudmist tuleb panku kohustada – ja see puudutab Läänemaailmas rahvusvaheliselt tegutsevaid suurpanku – oma bilansis näidatud kasum ja nende pealt makstud maksud lahti kirjutada riikide järgi, kus nad tegutsevad. Niisugune avalikustamine võimaldab tunduvalt raskendada äride

---

<sup>13</sup> Analoogselt 'Dodd Franki regulatsioonile' USA-s näeb Euroopa määrus 'European Market Infrastructure Regulation' (EMIR) ette, et OTC-derivaadid peavad olema tulevikus põhimõtteliselt tagatud ja sõlmitud „kesksete vastaspoolte“ (Central Counterparties, CCP) kaudu ja need tuleb registreerida keskses tehingute registris.

üleviimist maksu-aasidesse ja aitab võidelda agressiivsete maksu-manipulatsioonidega.

Turumajanduses peab kehtima ja püsima jääma põhimõte, et majandussubjektid, kes suurte kasumite ja boonuste jahil sooritavad riskantseid transaktioone, nende eest ka täiel määral vastutavad. Risk, vastutustunne ja seega ka vastutus kuuluvad lahutamatu kokku. Ei tohi olla niisugust olukorda, et pangad oma süsteemitähtsuse tõttu võivad kindlad olla riigi abile, st lõppude lõpuks maksumaksja abile. Tendentsina tekib kiusatus ülemääraste riskide võtmiseks (*moral hazard*), mille läbi tõuseb kogu süsteemi haavatavus ja kalduvus kriiside tekkimiseks. Kahjumit ei tohi sotsialiseerida, samal ajal kui kasumi, meeletult kõrgete mänedžeride palkade ja boonuste privatiseerimine jääb püsima. Kahjumeid, mida ei saa muul viisil tasakaalustada, tuleb enda kanda võtta vastutavatel juhtijatel ja pankade omanikel. Konkreetselt tähendab see järgmist: maksejõuetuse korral peavad vastutavad mänedžerid teatud ajavahemiku jooksul saadud (näiteks viimase viie kuni kümne aasta) palga tekkinud kahjumi katmiseks vähemalt osaliselt ettevõttele tagastama ja aktsionärid loovutama oma osakud<sup>14</sup> vahetusena võlausaldajatele nõuete vastu („*debt-equity-swaps*“, „*bail-in*“).

Boonuste maksmisele, mis algse mõtte järgi makstakse eriti heade saavutuste eest, tuleb teisiti läheneda. Kuna edu või ebaõnnestumine saab selgeks alles mitmete aastate möödudes, siis ei tohi boonuseid otsekohe sularahana välja maksta. Boonuseid jagatakse alguses ainult võlakirjadena – teatud määral tagatisvõlakirjade vormis. Pärast viie- kuni kümneaastase tähtaja möödumist võib neid võlakirju sularahaks teha eeldusel, et pank ei ole nimetatud ajavahemiku jooksul maksujõuetusse sattunud<sup>15</sup>. Võimalik, et boonuste saajate kollektiivvastutusel tekiks ka veel kõrvalefekt – igaüks neist teadvustaks tekkida võivaid probleeme teravamalt ja arvestaks oma tegutsemisega kaasnevaid riske ja jälgiks ka kriitilisemalt oma kolleegide tegutsemist. Niisugune reegel mõjuks järelikult distsiplineerivalt.

Kui mõnel juhtumil on võlad suuremad kui panga põhikapital – kaasa arvatud omakapitali vahetuslepingud - siis võiks mõelda ka sellele, et võlgade kärpimise või täielikult nõuetest loobumise abil ka võlausaldajaid kahjumi kandmisse kaasata. See võiks aga juba niikuinii raskustesse sattunud pankade refinaatseerimiskulusid tunduvalt tõsta. Seepärast oleks niisugustel juhtudel õigem valida see tee, et muuta võlausaldajate nõuded kohustuslikeks võlakirjadeks, niisiis tagatisvõlakirjade meetod koos potentsiaalse põhikapitali korrespondeeriva tõstmisega.

2012. aasta septembris otsustasid euroala riigi- ja valitsusjuhid, et euromaade rahadega finantseeritavat Euroopa stabiilsusmehhanismi (*European Stability Mechanism*, ESM) saab otse kasutada abimaksete tegemiseks hättasattunud

---

<sup>14</sup> Ja ka pangamänedžerid oma varem saadud tulemuspreemiatena väljastatud aktsiad ja aktsiaoptsoonid.

<sup>15</sup> Võiks mõelda, et ka boonuste väljamaksmise eeldus viia sõltuvusse sellest – järgnedes „*Union de Banques Suisses*“ (UBS) näitele –, et omakapitali kvoot ei langeks allapoole teatud piiri (nimetatud juhul allapoole 7%-i).

pankadele. See rikub selgelt põhimõtet, et äriüksuste saneerimiseks ei tohi kasutada riiklikke vahendeid, vaid ainult eramajanduslikust sektorist pärit rahalisi vahendeid. Vältimaks tulevikus kriisiaegadel pankade saneerimisotstarbel maksurahade väärkasutamist, tuleb Euroopa seaduse<sup>16</sup> alusel luua pankadele kuuluv restruktureerimise fond, kust saab finantsabi üksnes kohustuslike tingimuste täitmise korral. Nõiaringist, mis on tekkinud finantssektori ja riikide võlgade tiheda põimumise tõttu, tuleb ükskord ometi läbi murda. Selles mõttes tohib kirjeldatud fondi finantseerida ainult pangandusest endast pärit rahadega. Sellise päästefondi võib integreerida ka likvideerimisfondi, mis kannaks vajaduse korral maksujõuetuks muutunud pankade katteta kulud. Haldamine tuleb ülesandeks teha mõnele Euroopa Keskpanngast sõltumatule Euroopa finantsstabiliseerimisasutusele.

Et juba eelnevalt tagada tekkida võivate kahjumite leevendamine, tuleb hoolitseda piisava omakapitali olemasolu eest. See oli Baseli komisjoni nõupidamiste teemaks juba 1988. aastal. Ent vastuvõetud otsused (Basel I) arvestavad vajaliku garantiikapitali suuruse määramisel üksnes ebapiisavalt üksikute aktive ja likviidsusaspektide erineva suurusega riske. Hilisemad otsustepaketid Basel II ja Basel III peavad need lüngad likvideerima. Basel II näeb ette riskantsetele aktivele erineva suurusega omakapitali tagatise loomist (näiteks väljastatud krediidid vastavalt võlgniku maksejõulisusele/ reitingule)<sup>17</sup>. Basel III läheb veel kaugemale, tuues lisaks sisse veel kaks likviidsusprofülaktika näitajat: nn *Liquidity Coverage Ratio* (LCR, „likviidsuspuhver“) ja *Net Stable Funding Ratio* (NSFR). Mõlema näitaja kohaselt peavad pangad kohustuslikule omakapitalile lisaks säilitama veel piisavalt suure likviidsuse. Konkreetselt tähendab see seda, et pankade likviidsuse seis (ülikviidsed aktivad pluss kindlad refinantseerimisvõimalused) peaks olema kõrgem kui vajalik likviidsus (oodatavad likviidsusaravoolud pluss vajalik stabiilne refinantseerimine).

Nende eelduste põhiidee on õige. Vaadeldes aga nende võimalikke tagajärgi, on siiski vajalik asja üle veel järele mõelda. On karta, et kirjeldatud näitajad ajendavad panku lühiajalisi laene andma või vaba likviidsust kasutama kindlate väärtpaperite ostmiseks, selle asemel et pikaajalisi laene võimaldada. Arengutendents viiks siis sinna, et ettevõtted – ja seda eriti kriisiaegadel – oleksid rinnutsi suuremate raskustega oma pikaajaliste investeeringute finantseerimisel. Selline efekt võiks moodsate tasakaalustamiseskirjade tõttu protsükliliselt veelgi tugevneda. Sest kui pangad bilansseerivad oma aktivaid aktuaalsete turuväärtuste järgi, siis kõrgkonjunktuuri ajal viib see küll omakapitali suurenemiseni, ent kriisiaegadel selle vähenemiseni. Kas ja millal neid omavahel seotud probleeme on Euroopa Keskpannga juurde loodud Euroopa Süsteemsete Riskide Komisjonil (*European*

---

<sup>16</sup> Saksa pankade restruktureerimiseseaduse eeskujul aastast 2010. Silmas pidades praegu veel erakorraliselt erinevaid finantsraskusi üksikutes euroriikides tuleks – ja seda võiks kaaluda - üleminekuajal kuni Euroopat haaranud finantskriisist jagusaamiseni riikidevahelise pankade fondi asemel esialgu sisse seada rahvuslikud restruktureerimisfondid, mida siis hiljem ühendataks ühtseks Euroopa fondiks.

<sup>17</sup> Nõupidamised uue ELi omakapitali direktiivi üle (CRD IV) ja juurdekuuluva määruse (CRR) üle pole ikka veel rahuldava lõpptulemuseni jõudnud.

Systemic Risk Board, ESRB) võimalik lahendada, on suuresti küsitav. Siiani pole selles mõttes mitte midagi toimunud.

Nagu kogemused on näidanud, võib ülikiire kauplemine<sup>18</sup> väärtpaberiturgudel mõjuda erakordselt destabiliseerivalt. Moodne andmetöötlustehnika võimaldab maakleritel arvutipõhiste algoritmide abil mikrosekundite võrra ennetada võõraid ordineid, kombineerida samasuunalisi ja vahetult järgnevaid vastassuunalisi tehinguid ning niiviisi kasumit teenida<sup>19</sup>. Paljudel juhtudel on taolisel viisil tegutsejate sihiks kõigest väärtpaberiturgude reaktsiooni testimine. Säärased eksitavad signaalid võivad esile kutsuda ekstsessiivseid kursiarenguid ja finantsväärtuste hävitamist paljude miljardite ulatuses<sup>20</sup>, ilma et see kuidagi vastaks tegelikele arengutele reaalmajanduses.

Vältimaks tulevikus sellist perversset kauplemispraktikat, peab kindlaks määrama börsitellimuste miinimumkestvuse<sup>21</sup>, mida Euroopa Parlamendi majanduskomisjon ka soovib. Kestvust tuleb arvutiprogrammidega rangelt jälgida. Seniks kuni Euroopa Liidus jõutakse niisuguse kõigile kohustusliku regulatsioonini, on vajalik leida vahepealseid lahendusi. Esmajoones peavad maaklerid ja fondiettevõtted, kes tahavad tegeleda finantsurgudel arvutipõhise automatiseeritud kauplemisega, kõigepealt taotlema eraldi tegevusloa, et nende tegevust<sup>22</sup> saaks rangelt kontrollida. Eksitavad tellimusi/ordineid, mille eemärk pole konkreetsete äritehingute sõlmimine, tuleb karistada drastiliste rahatrahvidega. Täiendavalt tuleb kauplemiskohtade/börside ärijuhtkondi kohustada ebatavaliste kursiarengute korral otsekohe kauplemine peatada ja põhjused välja selgitada. Veelgi enam – orderite ja tehingute suhet tuleb pidevalt jälgida (*order-to-trad-ratio*), et avastada reeglite rikkumisi ja õigeaegselt takistada vääringuid.

Pangandussektoris makstavad juhatuste ja nõukogude tasud, kõrgemate juhtivtöötajate palgad ja samuti boonused on tänaseks võtnud niisugused mõõtmed, mida laia avalikkuse silmis on võimatu õigustada. Taoline areng ohustab ühiskonna kokkukuuluvust. Arusaadava tasustamissüsteemi nõuete formuleerimisel tuleb boonused ja põhipalk viia üldisesse seosesse. Kui reglementeerida üksnes

---

<sup>18</sup> Vrdl siinkohal: Lattemann, CH. (ja teised), High Frequency Trading – Costs and Benefits in Securities Trading and its Necessity of Regulations, in: Business & Information Systems Engineering, Vol. 4, 2012, 2. väljaanne, lk 93 – 108.

<sup>19</sup> Mis üksikjuhtumil võivad olla imeväikesed, tervikuna aga moodustavad suuri summasid.

<sup>20</sup> Nagu näiteks 6. mail 2010 USA aktsiaturgudel, kui Dow-Jones-Industrial-Average-Index kaotas minutite jooksul rohkem kui üheksa protsenti, mis vastas 1000-punktilisele kahjumile (*Flash Crash*). Põhjustajaks oli väär order, mis viis selleni, et ülikiirete maaklerite IT-süsteemid paiskasid millisekunditega börsile arvutult tellimusi.

<sup>21</sup> Euroopa Parlamendi majanduskomisjon pooldab orderi miinimumkestvusena 0,5 sekundit. See on kindlasti liiga lühike.

<sup>22</sup> Kaasa arvatud nende poolt rakendatavaid algoritme. Alates 30. juulist 2012 arutatakse Saksamaal vastavat seaduseelnõu ('Seadus ülikiiruskauplemisel tekkivate ohtude ja kuritarvitamiste vältimiseks' – Ülikiiruskauplemise seadus). Sellele tulevasele seadusele tahetakse allutada ka kauplemistehingud, mida sõlmitakse väljaspool avalikku väärtpaberitega kauplemist börsil (*Dark pool of liquidity*).

boonuseid, eksisteeriks edaspidigi võimalus põhipalku niimoodi muuta, et soovitud tulemus ikkagi saavutataks. Sel põhjusel peavad kindlaksmääratud põhipalgad olema aluseks ühiskonnapoliitiliselt õigustatud ja arusaadavale regulatsioonile.

Kõige lihtsam lahendus oleks, kui finantsõiguses määrataks kindlaks fikseeritud palkade maksimummäär<sup>23</sup>, et neid tunnustataks kui ettevõtte personalikulutusi. Sama kehtiks siis ka „*uno actu*“ boonuste kohta, kui neid piirata põhipalgaga. Seeläbi saaks takistada, et maksumaksjad ülepaisutatud pankurite palku nii-öelda „subventsioneeriks“, kuna pankade maksustatavad kasumid on väikesed ja seeläbi ka riigi maksusissetulekud. Sellised regulatsioonid ei rikuks turumajanduse vabaduse põhimõtet. Ka edaspidi jääks iga ettevõtte otsustusõigusega komisjoni kaaluda, kas etteantud piiriväärtusi ületada, kui on vaja rahvusvahelise konkurentsi tingimustes kõrgelt kvalifitseeritud juhtivat personali palgata. Pankade jaoks tähendaks sellised eeskirjad seda, et maksimummäärast kõrgemad palgad tuleks maksta kasumist, millest maksud on juba maha arvatud.

Kirjeldatud maksuõiguslik lähenemisviis ei saa põhiõiguslikust seisukohast lähtudes kehtida üksnes pangandussektoris. See peab hõlmama kõiki majandusettevõtteid. See aga omakorda eeldab maksuseadusandluse ühtlustamist kogu Euroopa Liidu ulatuses, seega praktiliselt fiskaalliidu loomist. Kuni aga EL niikaugele jõuab ja üksikud liikmesriigid oma rahvuslikust maksusüsteemist ühtse Euroopa maksuameti kasuks loobuvad, selleks tuleb veel pikk tee käia. Niikaua aga tuleb leida sotsiaalselt õigustatud ja arusaadavate tasustamisstruktuuride loomiseks vahepealne lahendus.

Seepärast tulebki kõigepealt fikseerida põhipalkade ülemmäär, kusjuures võib sellest piirist ka rohkem maksta, ent seda ainult erijuhtudel ja kindlate, sotsiaalselt veel õigustatavate intervallide alusel. Silmapaistvate tulemuste saavutamine annab õiguse boonustele, ja nimelt maksimaalselt põhipalga ulatuses. See varieeruv tasuvorm ei kuulu profülaktilist riskivastutust arvestades kohe väljamaksmisele, vaid seda tuleb teha tagatisvõlakirjade vormis. Niisuguste väärtpaperite intressimäär peab õigluse mõttes olema kaks kuni kolm protsendipunkti kõrgem kui sarnaste tavalenude intressimäär, niisiis, kõrgem kui nn erakorraliste vahetatavate võlakirjade „*Contingent-Convertible-Bonds*“ (lühidalt *CoCoBonds*). Väljamaksed juhatase ja nõukogu liikmetele, samuti kõikidele kõrgepalgalistele juhtivtöötajatele tuleb eranditult avalikustada. Palgasuuruste avalikustamisel võib olla mõödukust soodustav mõju.

Finantsturgude reguleerimise nõudeid peab kontrollima kõrgemalseisev instants. Ainult tugev tsentraalne järelevalve on võimeline finantsturge distsiplineerima. Kui kõrgem järelevalve jätta rahvuslike pangainspektorite hooleks, siis võib karta, et nad kodumaiseid panku ebapiisava rangusega kontrollivad.

Euroala riigi- ja valitsusjuhid otsustasid, et selle ülesande peab enda kanda võtma Euroopa Keskpank. Seejuures on eelkõige tähtis, et nii institutsionaalselt kui ka

---

<sup>23</sup> Kusjuures võib tekkida raskusi sellega, et seda määra tuleks pidevalt kohandada majandusliku arenguga, eelkõige hindade arenguga.

personali osas hoitaks kindlalt lahus rahapoliitika ja järelevalve vältimaks huvide konflikti teket. See kehtib esmajoones hindade nivoo stabiilsust silmas pidades. Oluline on samuti selge ülesannete jaotus Euroopa Keskpanga ja üksikute riikide järelevalve teostajate vahel ning samaaegne tiheda koostöö jätkamine. Koostöö on tähtis ka seepärast, et riikide keskpankadel on vahetu kontakt kohalike pankadega ja järelikult tunnevad nemad kõige paremini riigile omaseid struktuure ja ka kohalike ärimudelite ja finantstehingute iseärasusi. Need teadmised võimaldavad paremini võrrelda praktiseeritavaid strateegiaid. Ent siiski – Euroopa pangajärelevalvel peab olema koostöös iga riigi järelevalvega õigus otse sekkuda kriisimaade maksujõuetute pankade tegevusse, et ergutada nende jätkusuutlikku rekapiitaliseerimist.

Veebruar – märts 2013

Manfred O. E. Hennies  
Kiel/Warder,  
Saksamaa

Matti Raudjärv  
Tallinn/Pirita-Kose ja Pärnu,  
Eesti