

Fjármála- og efnahagsráðuneytið
Arnarhvoli við Lindargötu
101 Reykjavík

21. janúar 2019

Efni: Umsögn um Hvítbók um framtíðarsýn fyrir fjármálakerfið

Kauphöllin fagnar útgáfu Hvítbókar um framtíðarsýn fyrir fjármálakerfið. Fjármálakerfið er grunninnviður í öllum nútímasamfélögum og getur skilvirkni þess haft afgerandi áhrif á framleiðni, kaupmátt og líf skjör. Því er brýnt að ákvarðanir um stefnu til framtíðar séu byggðar á traustum grunni. Að mati Kauphallarinnar býr afar vönduð vinna að baki efni Hvítbókarinnar. Hún gefur greinargott yfirlit um álitamál varðandi stefnumörkun til framtíðar og mögulegar leiðir að þeim markmiðum sem að er stefnt.

Skilvirkt fjármálakerfi einkennist meðal annars af hagkvæmni í rekstri, heilbrigðum stjórnarháttum og miðlun fjármagns í þau verkefni sem skila þjóðfélaginu mestum ávinningi. Til þess að framangreind markmið náist þarf virkt eftirlit, heilbriggt eignarhald, öfluga samkeppni og almennt starfsumhverfi sem styður við getu fjármálakerfisins til að rækja hlutverk sitt með skilvirkum hætti. Hvað varðar síðastnefnda atriðið er starfsumhverfi sambærilegra fyrirtækja í nágrannaríkjunum eðlilegt viðmið, þótt málefnalegar ástæður geti verið fyrir frávikum í undantekningartilfellum. Veruleg frávik, eins og til dæmis umfangsmikil sértæk skattheimta eins og nú er við lýði, geta haft afgerandi áhrif á samkeppnishæfni íslenska fjármálakerfisins og til lengdar dregið úr þjóðarhag.

Við gerð Hvítbókarinnar var leitað eftir sjónarmiðum Kauphallarinnar. Í svörum Kauphallarinnar, sem eru meðal fylgigagna Hvítbókarinnar, var lögð áhersla á hvað mætti gera til að verðbréfamarkaður gæti gegnt sambærilegu þjóðhagslegu hlutverki og þar sem best hefur tekist til erlendis. Með svipuðum hætti beinist þessi umsögn Kauphallarinnar fyrst og fremst að umfjöllun Hvítbókarinnar um verðbréfamarkaðinn.

Kauphöllin tekur undir með Hvítbókinni um mikilvægi skilvirks verðbréfamarkaðar og að öflugur verðbréfamarkaður veiti bönkum samkeppnislegt aðhald og feli í sér mikilvægan valkost við fjármögnun fyrirtækja og ávöxtun sparifjár. Eins og fram kemur í Hvítbókinni getur bein fjármálaleg milliganga (þ.e. önnur en í gegnum banka) jafnframt dregið verulega úr áhættu af efnahagsreikningum innlánsstofnana. Þá getur öflugur hlutabréfamarkaður stuðlað að auknu vægi eiginfjármögnunar í fjármögnun fyrirtækja, sem Kauphöllin álítur, líkt og Hvítbókin, að sé eðlilegasti farvegur áhættufjármagns.

Um leiðir nefndar í Hvítbókinni til að efla virkni fjármálamarkaðar

Í Hvítbókinni eru nefndar 7 tillögur sem Ásgeir Jónsson, hagfræðingur, tók saman fyrir starfshópin og miða að því að efla virkni fjármálamarkaða á Íslandi með því að fjölga virkum markaðsaðilum á íslenskum fjármálamarkaði. Tillögurnar og þau markmið sem þeim er ætlað að þjóna eru sem hér segir:

Markmið: Fjölga virkum og sjálfstæðum fjárfestingarsjóðum á íslenskum fjármálamarkaði:

1. Auka frelsi einstaklinga við ávöxtun viðbótarlífeyrissparnaðar.
2. Fjárfestingum lífeyrissjóðanna komið í faðmlengdarfjarlægð inn í fjárfestingarsjóði.
3. Skýr aðskilnaður á milli eignastýringar og reksturs bankastofnana.

Markmið: Nýta erlenda fjárfesta til þess að skapa samkeppni og fjölbreytni á fjármálamarkaði:

4. Leyfa frjálsa för erlendra langtímafjárfesta inn á íslenska fjármálamarkaðinn, án bindiskyldu.

Markmið: Auka frelsi til athafna til þess að auka veltu og seljanleika á fjármálamarkaði:

5. Efla viðskiptavakt bankanna þriggja með auknum heimildum fyrir stöðutökur.
6. Gefa fjárfestingarsjóðum almennt aukið frelsi til stöðutöku, s.s. með því að taka skortstöður.

Markmið: Auka þátttöku almennings á fjármálamarkaði:

7. Gefa skattalega hvata til almennings til þess að kaupa hlutabréf.

Kauphöllin telur æskilegt í þessu samhengi að tala um aðgerðir, frekar en markmið, og leggja þannig frekar áherslu á að endanleg markmið með tillögunum eru í reynd önnur, svo sem að lágmarka samfélagslega áhættu af fjármálalegri milligöngu, auka samkeppni á fjármagnsmarkaði, lækka fjármögnunarkostnað, stuðla að jöfnum tækifærum í atvinnurekstri, efla nýsköpun, liðka fyrir fjármögnun smárra og millistórra fyrirtækja og auka tækifæri almennings til að ávaxta sparnað sinn. Kauphöllin getur tekið undir allflest í þessum tillögum, en hér á eftir er stuttlega gerð grein fyrir afstöðu hennar til hverrar tillögu fyrir sig.

#1 Aukið frelsi við ávöxtun viðbótarlífeyrissparnaðar

Lífeyrissjóðirnir hafa að mörgu leyti reynst bæði sjóðsfélögum og samfélaginu vel við endurreisn efnahagslífsins undanfarinn áratug. Núverandi fyrirkomulag, þar sem ávöxtun megin þorra lífeyrissparnaðar er á höndum fárra einsleitra fjárfesta er þó nokkrum annmörkum háð. Aðkoma fleiri aðila að ávöxtun lífeyrissparnaðar gæti leitt til margs konar þjóðfélagslegs ávinnings. Á vettvangi fjárfestinga, líkt og öðrum sviðum þjóðlífsins, geta fjölbreytt sjónarmið leitt til betri ákvörðunartöku og þar með skilvirkari miðlunar fjármagns og betri líf skjara en ella. Í stað þess að miðla lífeyrissparnaði tugþúsunda heimila um hagkerfið um tiltölulega fáa stóra farvegi, líkt og nú er gert, væri æskilegt að miðlunin færi eftir þúsundum smærri farvega sem nærðu fjölbreytta flóru atvinnulífsins og bættu hag sjóðsfélaga. Breyting í þessa veru gæti til að mynda stutt mjög við fjármögnun okkar efnilegustu þekkingar- og nýsköpunarfyrirtækja og um leið aukið fjölbreytni fjárfestingarkosta sjóðsfélaga.

Færsla ávöxtunar lífeyrissparnaðar á fleiri hendur gæti einnig stuðlað að aukinni valddreifingu í atvinnulífinu og þjóðfélaginu almennt. Stór eignarhlutdeild lífeyrissjóðanna í mismunandi fyrirtækjum á sama samkeppnismarkaði hefur vakið upp spurningar um möguleg skaðleg áhrif á samkeppni. Aðgerðir sem stuðluðu að aðkomu fleiri aðila að ávöxtun lífeyrissparnaðar ættu jafnframt að draga úr þeim áhyggjum.

Í samræmi við framangreint styður Kauphöllin að frelsi einstaklinga við ávöxtun viðbótarlífeyrissparnaðar sé aukin. Um valfrjálsan sparnað einstaklinga er að ræða, þriðju stoð lífeyriskerfisins og því eðlilegt að einstaklingar geti að mestu leyti ákveðið það sjálfir hvernig ávöxtun hans er háttað. Í tillögunni er nefnt að gefa mætti öðrum aðilum, viðurkenndum fjárfestingarsjóðum, færi á að taka að sér ávöxtun þessa sparnaðar. Að mati Kauphallarinnar væri æskilegt að veita enn fleiri kosti, til dæmis sérstaklega skilgreinda lífeyrisverðbréfareikninga hjá bönkum, þar sem haldið væri utan um þennan sparnað. Eignir inn á þessum reikningum gætu þá verið stök verðbréf, eignasöfn í umsýsni fjárfestingarsjóða eða verðbréfasjóða og reiðufé, allt í samræmi við ákvörðun hvers og eins.

#2 Fjárfestingum lífeyrissjóðanna komið í faðmlengdarfjarlægð inn í fjárfestingarsjóði

Kauphöllin álitur koma til greina að skoða hvort heppilegt gæti verið að hluta fjárfestinga lífeyrissjóðanna verði komið í faðmlengdarfjarlægð inn í fjárfestingarsjóði. Eins og fram kemur í álitsgerð Ásgeirs Jónssonar má færa rök fyrir því að flestir lífeyrissjóðir búi við ákveðinn umboðsvanda, þar eð ekki er augljóst að hagsmunir sjóðsfélaga og þeirra sem stjórna sjóðunum fari ávallt saman. Þessa tillögu þyrfti að útfæra nánar áður en Kauphöllin treystir sér til að taka ákveðna afstöðu til hennar. Meðal annars þyrfti að gæta að því að atkvæðamagni að baki beinu og óbeinu eignarhaldi lífeyrissjóðanna yrði áfram beitt með virkum hætti og móta þyrfti nákvæmlega kröfur varðandi stjórnarhætti fjárfestingarsjóða sem taka slíkar fjárfestingar að sér.

#3 Skýr aðskilnaður á milli eignastýringar og reksturs bankastofnana

Kauphöllin styður þessa tillögu og tekur undir þau sjónarmið sem reifuð eru í Hvítbókinni.

#4 Leyfa frjálsa för erlendra langtímafjárfesta inn á íslenska fjármálamarkaðinn, án bindiskyldu

Kauphöllin telur æskilegt að til staðar sé úrræði á borð við bindiskyldu á erlent innflæði fjármagns á skuldabréfamarkað, en þá er nauðsynlegt að úrræðið sé notað sparlega og aðeins þegar aðstæður krefjast, enda fylgir bindiskyldunni kostnaður fyrir þjóðarþúið í skertu aðgengi atvinnulífs að erlendu fjármagni. Að mati Kauphallarinnar eru engar þjóðhagslegar forsendur fyrir beitingu þessa úrræðis nú um stundir og brýnt að bindiskyldan verði færð niður í 0% hið fyrsta. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn er einnig á þessari skoðun og sér engin rök fyrir innflæðishöftum við núverandi aðstæður, eins og fram kemur í nýjustu skýrslu sjóðsins um Ísland frá því í nóvember 2018.¹

#5 Efla viðskiptavakt bankanna þriggja með auknum heimildum fyrir stöðutökur

Kauphöllin tekur undir það sjónarmið að æskilegt væri að sterk eiginfjárstaða bankanna væri nýtt til þess að gefa veltubókum aukið svigrúm til öflugri markaðsvaktar, enda felist í seljanleika almannagæði og fjárfestavernd.

#6 Gefa fjárfestingarsjóðum almennt aukið frelsi til stöðutöku, s.s. með því að taka skortstöður

Kauphöllin hefur lengi talað fyrir breytingum á löggjöf til að stuðla að virkari skoðanaskiptum og skilvirkari verðmyndun á fjármálamarkaði. Íslensk löggjöf setur skoðanaskiptum á fjármálamarkaði þrengri skorður en þekkjast í nágrannalöndunum, en víðtækar takmarkanir á verðbréfalán sjóða hamla skoðanaskiptum. Verðbréfalán auðvelda viðskiptavakt, geta verið notuð til áhættustýringar og draga úr áhættu í verðbréfauppgjöri. Auk þess skapa þau möguleika til skortsölu. Þær takmarkanir á skortsölu sem íslenskur hlutabréfamarkaður býr nú í reynd við þýðir að þeir sem eru þeirrar skoðunar að hlutabréfaverð sé of hátt eiga ekki jafn hægt um vik að tjá þá skoðun sína í viðskiptum og þeir sem telja hlutabréfaverð of lágt. Mikilvægt er að heimildir verðbréfasjóða og lífeyrissjóða til verðbréfalána verði færðar í sama horf og í nágrannalöndunum, enda felst mikilvæg fjárfestavernd í skilvirkri verðmyndun. Einnig hefðu þessar breytingar í för með sér tekjuauka fyrir sjóðina og bættu þar með hag sjóðsfélaga. Þess má jafnframt geta að hið virta alþjóðlega vísitölufyrirtæki FTSE Russell gerði nýverið úttekt á íslenska hlutabréfamarkaðnum í aðdraganda þess að fyrirtækið ákvað að skráð fyrirtæki á Íslandi yrðu gjaldgeng í vísitölur þess. Samantekt á úttekt FTSE Russell er í töflu í viðauka 2. Til þess að komast í hæsta gæðaflokk fyrirtækisins þurfa hlutabréfamarkaðir að uppfylla 21 skilyrði. Eins og sjá má þá uppfyllir íslenski markaðurinn 15 af 21 skilyrði að fullu, 5 að hluta og 1 ekki. Meðal þess sem FTSE Russell telur vanta upp á í umhverfi íslensks hlutabréfamarkaðar eru möguleikar markaðsaðila til verðbréfalána og skortsölu.

#7 Gefa skattalega hvata til almennings til þess að kaupa hlutabréf

Lítill bein þátttaka almennings á hlutabréfamarkaði er áhyggjuefni, en beint eignarhald heimilanna nemur einungis um 4,5% af markaðsvirði skráðra fyrirtækja, sem er mun lægra en gengur og gerist í þeim löndum sem við viljum bera okkur saman við. Bein þátttaka almennings hefur mikið að segja fyrir virkni hlutabréfamarkaðar. Reynslan erlendis sýnir að hún getur einkum haft áhrif á fjármögnunarmöguleika lítilla og meðalstórra fyrirtækja. Eign heimilanna í hlutabréfum samtvinnar líka hagsmuni þeirra og fyrirtækjanna og stuðlar að góðri sambúð atvinnulífs og almennings. Danmörk, Noregur og Svíþjóð hafa öll innleitt skattalega hvata til hlutabréfafjárfestinga og í Finnlandi er slík löggjöf í undirbúningi. Að mati Kauphallarinnar gætu hóflegir skattalegir hvatar haft mikla þýðingu fyrir uppbyggingu fjölbreytts atvinnulífs og áframhaldandi þróun hlutabréfamarkaðar hér á landi. Slíkir hvatar voru til staðar á 10. áratug síðustu aldar og studdu með afgerandi hætti við vöxt fyrirtækja og markaðarins, þótt ívilnunin hafi verið hófleg.

Eins og vísað hefur verið til hér að framan í umræðu undir liðum #1 og #7 getur aukinn fjöldi fjárfesta og meiri fjölbreytni þátttakenda greitt fyrir aðgengi lítilla fyrirtækja að fjármögnun á hlutabréfamarkaði. Reynslan frá Norðurlöndunum sýnir þetta svart á hvítu, en mikil þátttaka almennings hefur þar skipt sköpum. Í þessu samhengi er fróðlegt að bera saman stærðardreifingu skráðra fyrirtækja hérlendis, annars vegar og á öðrum mörkuðum Nasdaq á Norðurlöndunum, hins vegar. Sá samanburður er sláandi að því leyti að smá og meðalstór félög leita í mun minna mæli inn á hlutabréfamarkað hérlendis en á hinum mörkuðunum og njóta því ekki þess ávinnings sem fjármögnun á markaði getur gefið ungum vaxtarfyrirtækjum. Þetta er áhyggjuefni fyrir íslenskt efnahagslíf. Í viðauka

¹ Sjá, <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/11/14/Iceland-2018-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-Staff-Statement-and-46357>, bls. 14-15.

1 er til frekari upplýsinga mynd með upplýsingum um tekjur, hagnað og starfsmannafjölda fyrirtækja sem voru nýskráð á Nasdaq First North á Norðurlöndum á árinu 2017. Eins og sjá má er dæmigert nýskráð fyrirtæki með einungis ríflega 100 m.kr. í rekstrartekjur og innan við 20 starfsmenn. Um 70% fyrirtækjanna eru ekki rekin með hagnaði.

Þessi tölfræði gengur þvert á viðteknar skoðanir hér á landi um að hlutverk hlutabréfamarkaðar sé ekki að hlúa að litlum vaxtarfyrirtækjum og lýsir vel þeim ónýttu tækifærum sem eru til staðar og nýta hætti með aðkomu fleiri aðila að fjárfestingarákvörðunum. Smá og millistór fyrirtæki gegna lykilhlutverki í sköpun nýrra og áhugaverðra starfa og því er sérstaklega brýnt að liðka fyrir fjármögnun þeirra eins og kostur er á. Þátttaka almennings í viðskiptum á Nasdaq First North er hlutfallslega mun meiri en á Aðalmarkaði og er slíkum fyrirtækjum mjög mikilvæg.

Um sölu á eignarhlut ríkisins í Íslandsbanka og Landsbankanum

Kauphöllin álitur að hagsmunum ríkissjóðs, heimila og fyrirtækja sé best borgið með því að stærstum hluta bankakerfisins sé komið í dreift eignarhald breiðs hóps fjárfesta. Besta leiðin til að tryggja dreift eignarhald er að mati Kauphallarinnar útboð (nokkur yfir eitthvert árábil) sem beint væri bæði að innlendum og erlendum fjárfestum í aðdraganda og kjölfar skráningar á markað. Varðandi nánari rökstuðning fyrir breyttu eignarhaldi vísar Kauphöllin til svars hennar til starfshópsins, sem er eitt af fylgigögnum Hvítbókarinnar. Ríma sjónarmið Kauphallarinnar vel við þau sem fram koma í Hvítbókinni.

Hvergi í þeim ríkjum sem við viljum bera okkur saman við á ríkið stóran hluta í bankakerfinu. Í þeim löndum sem ríkið hefur fengið banka í fangið í kjölfar áfalla hefur verið unnið að því að losa um það eignarhald. Líkt og í þeim löndum verður þó að gera ráð fyrir að það geti tekið nokkurn tíma. Til að hámarka verðmæti eignarhluta ríkisins er æskilegt að fyrir liggi skýr áætlun um sölu, markmið og leiðarlýsing á söluferlinu.

Skráning bankanna á markað hefur margskonar kosti og tryggir fylgni við reglur um sölumeðferð. Ákvæði laga um sölumeðferð eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum kveður á um að áhersla skuli lögð á opið söluferli, gagnsæi, hlutlægni og hagkvæmni. Með hagkvæmni er átt við að leitað sé hæsta verðs eða markaðsverðs fyrir eignarhluti. Einnig er kveðið á um jafnræði tilboðsgjafa. Samkvæmt ákvæðinu skal jafnframt við sölu kappkosta að efla virka og eðlilega samkeppni á fjármálamarkaði.

Útboð samhliða skráningu á markað er eins opið og gagnsætt ferli og kostur er á. Með almennu útboði er leitað til stærsta mögulega mengis fjárfesta sem stuðlar að því að hámarksverð fáið fyrir þann eignarhlut sem er til sölu. Útboð og skráning Arion banka í Nasdaq kauphallirnar á Íslandi og í Stokkhólmi á síðastliðnu ári tókst afskaplega vel og er góð vísbending um hvers væri að vænta ef sama leið væri farin við sölu á hlutum ríkisins í Íslandsbanka og Landsbankanum. Það þyrfti því sterk rök að mati Kauphallarinnar ef annarri aðferðarfræði yrði beitt við sölu hluta í ríkisbönkunum tveimur.

Í Hvítbókinni er nefnt að bein sala á stórum eignarhlut til erlends fjármálafyrirtækis gæti stuðlað að aukinni samkeppni með tilheyrandi ábata fyrir neytendur og samfélagið í heild. Að mati Kauphallarinnar mætti allt eins ná fram aukinni samkeppni meðal banka með skráningu og sölu þeirra til dreifðs og fjölbreytts hóps fjárfesta. Jafnframt er líklegt að skráning bankanna gæti aukið samkeppni í fjármálakerfinu í heild sinni.

Í því samhengi er rétt að hafa í huga að skráning beggja bankanna á íslenskan hlutabréfamarkað er að öllum líkindum forsenda fyrir því að hann nái í hæsta gæðaflokk alþjóðlegra vísitölufyrirtækja í náninni framtíð. Slík flokkun myndi styrkja til muna stöðu hlutabréfamarkaðar sem fjármögnunarvettvangs fyrir íslensk fyrirtæki, enda má gera ráð fyrir því að hún hefði afgerandi áhrif á þátttöku erlendra fjárfesta á markaðnum.

Eins og kemur fram í Hvítbókinni veitir öflugur verðbréfamarkaður bankakerfinu mikilvægt samkeppnislegt aðhald. Þótt þróttur markaðarins hafi aukist með ári hverju, er því ekki að neita að hann hefur veitt bankakerfinu takmarkað

aðhald undanfarinn áratug. Í því sambandi má nefna að það er ekki fyrr en á síðustu 12-18 mánuðum að skráð fyrirtæki hafa gefið út nýtt hlutafé í einhverjum mæli sem hefur nýst þeim til vaxtar. Þá voru Heimavellir á síðastliðnu ári fyrsta fyrirtækið frá hruni fjármálakerfisins sem aflaði sér nýs hlutafjár samhliða skráningu.

Ef íslenskur verðbréfamarkaður á að veita bankakerfinu nægilegt samkeppnislegt aðhald og jafnframt bæta aðgengi íslenskra fyrirtækja að fjármagni svo um munar þarf því styrkja hann verulega. Það er ekki sjálfgefið að það takist án markvissra aðgerða markaðsaðila og stjórnvalda. Eins og fram kom hér að framan uppfyllir markaðurinn nú að fullu um $\frac{3}{4}$ hluta skilyrða flokkunar í hæsta gæðaflokk hjá alþjóða vísitölufyrirtækinu FTSE Russell og að hluta öll nema eitt þeirra sem upp á vantar. Skilyrði um stærð og virkni eru meðal þeirra skilyrða sem teljast nú að hluta uppfyllt eftir uppbyggingu markaðarins undanfarin áratug. Til þess að þessi skilyrði teldust uppfyllt að öllu leyti þyrfti líklega hvoru tveggja að koma til, markaðsvirði skráðra félaga að tvöfaldast, eða e.t.v. rúmlega það, og að fleiri stór fyrirtæki (large-cap) yrðu skráð á markað. Erfitt gæti reynst að ná settu marki án skráningar beggja bankanna en með skráningu þeirra væri það rétt innan seilingar.

Niðurlag

Niðurstaða úttektar FTSE Russell á íslenska hlutabréfamarkaðnum sýnir fram á að raunsætt er að stefna á að hann komist í hæsta gæðaflokk alþjóðlegra vísitölufyrirtækja innan fárra ára ef rétt er haldið á spilunum. Þær leiðir sem nefndar eru í Hvítbókinni til að efla íslenskan verðbréfamarkað, að teknu tilliti til framangreindra ábendinga Kauphallarinnar, ásamt sölu á hlutum í bönkunum og skráningu þeirra á hlutabréfamarkað gætu leitt til þess að íslenskur hlutabréfamarkaður yrði settur í flokk með þeim mörkuðum sem fremst standa áður en áratugur er liðinn. Það hefði í för með sér gerbreytta aðstöðu íslenskra fyrirtækja til fjármögnunar, sérstaklega meðal alþjóðlegra fjárfesta. Jafnframt gæti það aukið marktækt samkeppni í íslensku fjármálakerfi, samfélaginu öllu til heilla. Kauphöllin hvetur því til þess að tafarlaust verði ráðist í nánari útfærslu á framangreindum leiðum með það fyrir augum að setja fram aðgerðaáætlun um að koma íslenskum hlutabréfamarkaði í fremsta flokk á komandi árum.

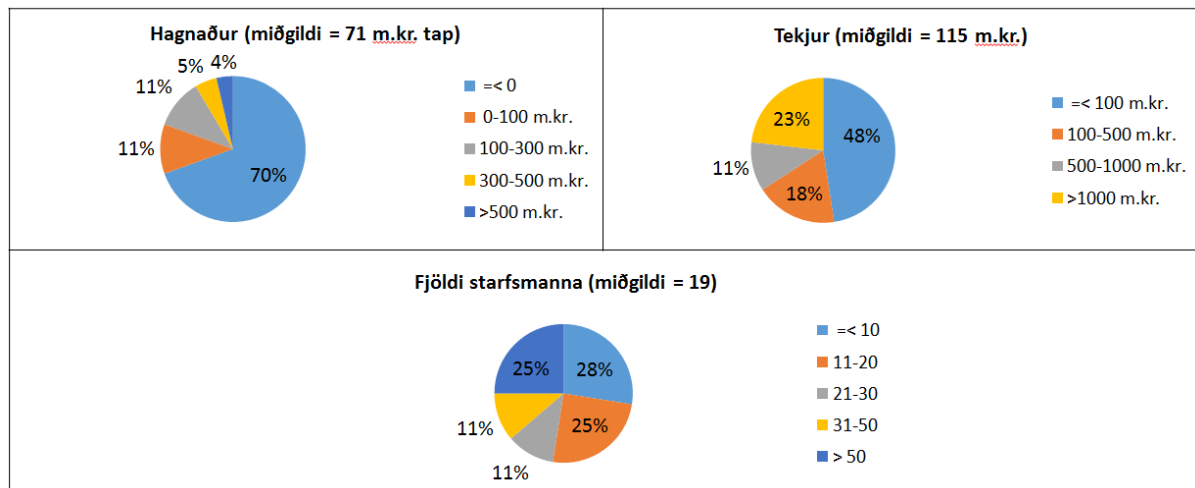
Kauphöllin hefur ekki frekari athugasemdir um Hvítbókina og er fús til frekari umræðu og samstarfs um ofangreint mál.

Virðingarfyllt,



Páll Harðarson,
forstjóri Kauphallarinnar.

Viðauki 1. Nýskráð fyrirtæki á Nasdaq First North á árinu 2017



Viðauki 2. Samantekt á úttekt FTSE Russell á íslenska hlutabréfamarkaðnum

FTSE QUALITY OF MARKETS CRITERIA - ICELAND					
CRITERIA	DEVELOPED	ADVANCED EMERGING	SECONDARY EMERGING	FRONTIER	Sep-18
World Bank GNI Per Capita Rating					Upper Middle
Credit Worthiness					Investment
Market and Regulatory Environment					
Formal stock market regulatory authorities actively monitor market (e.g., SEC, FSA, SFC)	X	X	X	X	Pass
Fair and non-prejudicial treatment of minority shareholders	X	X			Pass
No or selective incidence of foreign ownership restrictions	X	X			Pass
No objection to or significant restrictions or penalties applied to the investment of capital or the repatriation of capital and income	X	X	X	X	Pass
Free and well-developed equity market	X	X			Restricted
Free and well-developed foreign exchange market	X	X			Restricted
No or simple registration process for foreign investors	X	X			Pass
Custody and Settlement					
Settlement - Rare incidence of failed trades	X	X	X	X	Pass
Custody-Sufficient competition to ensure high quality custodian services	X	X	X		Pass
Clearing & Settlement - T + 2 / T + 3	X	X	X	X	Pass
Settlement - Free delivery available	X				Pass
Custody - Omnibus and segregated account facilities available to international investors	X	X			Restricted
Dealing Landscape					
Brokerage - Sufficient competition to ensure high quality broker services	X	X	X		Pass
Liquidity - Sufficient broad market liquidity to support sizeable global investment	X	X	X		Pass
Transaction costs - implicit and explicit costs to be reasonable and competitive	X	X	X		Pass
Stock Lending is permitted	X				Restricted
Short sales permitted	X				Restricted
Off-exchange transactions permitted	X				Pass
Efficient trading mechanism	X				Pass
Transparency - market depth information / visibility and timely trade reporting process	X	X	X	X	Pass
Derivatives					
Developed Derivatives Market	X				Not Met