

Finansdepartementet
Økonomisk avdeling
Boks 8008 Dep
0030 Oslo

Deres ref.
Ø ph 02/3489

Vår ref.
SAB

Oslo
04.09.2006

Retningslinjene for Statens pensjonsfond - Utland

Det vises til Finansdepartementets brev av 13. juli 2006 der departementet ber om innspill til en ny vurdering av landlisten for tillatte investeringer. Departementet ber om at Norges Bank gjør rede for kriteriene som legges til grunn for anbefalingene, og særskilt for eventuelle endringer i hvilke kriterier som legges til grunn ved utarbeidelsen av forslag til ny landliste, jf. Norges Banks brev datert 6. februar 2003 og omtalen i Nasjonalbudsjettet 2004.

1 Innledning

Spørsmålet om en liste over tillatte land for investeringer fra Statens Pensjonsfond – Utland (SPU) ble drøftet i Nasjonalbudsjettet for 2006, på bakgrunn av Norges Banks brev til Finansdepartementet 11. mars 2005. I dette brevet foreslo Norges Bank flere forenklinger i eksisterende regelverk, herunder også å ta ut landlisten av forskriften. I Nasjonalbudsjettet 2006 konkluderte departementet ut fra en samlet vurdering med at landlisten for Statens Pensjonsfond – Utland fortsatt burde være en del av retningslinjene. Samtidig varslet departementet at en tok sikte på å utvide denne listen, blant annet basert på faglige råd fra Norges Bank.

Gjeldende landliste definerer tillatt markedsplass (hvor aksjene er notert) for egenkapitalinstrumenter og tillatt valuta for rentebærende instrumenter. Verken for aksjer eller renters vedkommende setter landlisten absolutte begrensninger for hvilke land den enkelte utsteder av verdipapirer kan være hjemmehørende i. Departementet ber om Norges Banks syn på hvorvidt de prinsipper som er lagt til grunn så langt i retningslinjene for SPUs landliste bør endres slik at listen definerer tillatte utstederland for obligasjoner uavhengig av valuta og markedsplass.

Tidligere krav til kredittrating på utstedere av foretaksobligasjoner ble etter Norges Banks anbefaling tatt bort fra årsskiftet 2005/06. Statsobligasjoner utstedt av land som ikke inngår i investeringsuniverset for tillatte valutaområder må ha minst såkalt "investment grade"¹. Denne begrensningen gjelder ikke foretaksobligasjoner utstedt i en tillatt valuta av selskaper hjemmehørende i land utenfor godkjent valutaområde. I henhold til gjeldende regelverk er det derfor tillatt å investere i selskapsgjeld utstedt for eksempel i amerikanske dollar av et selskap hjemmehørende i et framvoksende marked utenfor landlisten uavhengig av obligasjonens kredittrating, mens statsobligasjoner fra det samme landet denominert i dollar minst må være "investment grade". Gjeldende investeringsunivers er derfor strammere for statsobligasjoner enn for øvrige typer obligasjoner.

¹ Det er likevel tillatt å investere inntil 0,5 % av den rentebærende porteføljens markedsverdi i slike obligasjoner selv om de har lavere kredittrating enn "investment grade".

Departementet viser i brevet 13. juli 2006 til at det skal gis en separat behandling av spørsmålet om å inkludere nye land i fondets referanseportefølje. Følgelig vil eventuelle endringer i landlisten som følge av gjennomgangen nå bare få konsekvenser for tilleggsuniverset, som er den del av investeringsuniverset som går ut over referanseporteføljen. De krav til forventet avkastning og risiko ved å inkludere nye markeder/valutaer som tidligere har blitt vurdert, har vært knyttet til utvidelse av referanseporteføljen, ikke av tilleggsuniverset. Norges Bank vil derfor ikke i dette brevet analysere forholdet mellom forventet avkastning og risiko ved å utvide landlisten, men vil gjennomføre dette når departementet tar opp den varslede revisjonen av fondets referanseportefølje.

Resten av dette brevet er organisert slik:

I kapittel 2 diskuteres landlistens funksjon i forvaltningen av Statens Pensjonsfond – Utland på prinsipielt grunnlag. I kapittel 3 foretas en ny gjennomgang av landlisten for SPU ut fra kriterier som tidligere er benyttet ved fastsettelse av landlisten. Antallet land som vurderes utvides i forhold til tidligere gjennomganger, og det refereres til oppdatert karaktergivning fra eksterne kilder for politisk risiko, makroøkonomisk stabilitet og kvalitet på oppgjørssystemer. Kapittel 4 gir en vurdering av hvorvidt landlisten for rentebærende instrumenter bør begrense tillatte utstederland i stedet for tillatte valutslag. I kapittel 5 oppsummeres Norges Banks anbefalinger.

2. Vurdering av behovet for landliste

Landlisten for Statens Pensjonsfond – Utland inneholder flere markeder og valutaer enn de som inngår i fondets referanseportefølje. Forskjellen på samlet investeringsunivers og referanseporteføljen benevnes tilleggsuniverset. Både økonomiske og etiske kriterier kan være relevante ved etablering av liste over godkjente land. De økonomiske kriteriene omfatter risikoen for økonomiske tap knyttet til investeringene og innbefatter eksempelvis tap knyttet til kursfall (markedsrisiko), tap knyttet til nasjonalisering (politisk risiko) eller tap som følge av svikt i oppgjørssystemene (operasjonell risiko). De etiske kriteriene omfatter særlig risikoen for at Norge gjennom investeringene i SPU medvirker til grovt uetiske handlinger i enkelte land. Siden forrige gang Norges Bank ga råd om landliste har Finansdepartementet etablert nye etiske retningslinjer for forvaltningen.

2.1. Land eller utsteder?

Forskriften for SPU avgrensner i dag ikke tillatte investeringer ut fra hvilke land de ulike verdipapirutstedere er hjemhørende i. For aksjer angir landlisten hvor de enkelte regulerte markedsplassene kan høre hjemme. Det er vanlig ved en del børser å notere aksjer fra bedrifter med hovedkontor i andre land. Således inngår det i SPU's referanseportefølje – og i den faktiske porteføljen – aksjer fra bedrifter som er hjemmehørende i land som ikke inngår i landlisten.

For obligasjoner gjelder landlisten hvilke valutaer obligasjonene er utstedt i. Det samsvarer med den måten omsetningen av obligasjoner er organisert. Både i referanseporteføljen og i den faktiske porteføljen inngår selskapsobligasjoner fra bedrifter med hovedkontor utenfor området definert ved landlisten og statsobligasjoner fra land utenfor landlisten.

Det er gode økonomiske argumenter for at forskriften bare angir tillatte markedsplasser. Mye av den systematiske markedsrisiko for de enkelte investeringene vil være knyttet til markedsplass og valuta. Den operasjonelle risikoen er også i hovedsak knyttet til markedsplassen.

Internasjonaliseringen av næringslivet gjør at det over tid blir mindre relevant å gruppere bedrifter ut

fra hvor de har sitt hovedkontor. Bedrifter kan ha hovedkontor i ett land, være notert på en markedsplass i et annet land mens hovedtyngden av deres verdiskaping kanskje kan skje i andre deler av verden.

2.2. Økonomiske kriterier

De desidert viktigste beslutningene for forventet avkastning og risiko i SPU er sammensetningen av referanseporteføljen og hvor store avvik fra denne Norges Bank kan ha i sin forvaltning. Finansdepartementet bestemmer ved valg av referanseportefølje hovedtrekkene i den faktiske porteføljens fordeling på aktivaklasser, land og valuta.

I tidligere råd om landlisten har Norges Bank fokusert på utvidelser av referanseporteføljen. Økonomiske vurderinger og analyser av virkninger på referanseporteføljens forventede avkastning og risiko har derfor vært viktige elementer i bankens analyser. Dette er ikke like meningsfylt når spørsmålet i denne omgang kun gjelder utvidelser av tilleggsuniverset.

I Norges Banks brev av 11. mars 2005 anbefales å forenkle reguleringen av forvaltningen og gi Norges Bank noe mer frihet til å drive aktiv forvaltning. Med større bredde i investeringsuniverset spres risikoen i den aktive forvaltningen. Sannsynligheten øker for at man kan oppnå meravkastning selv med meget liten økning i den samlede risikoen.

Finansdepartementet endret 22. desember 2005 rammeverket for forvaltning i stor overensstemmelse med rådet fra Norges Bank. Det ble tatt bort noen regler som begrenset investeringsuniverset, blant annet minstekravet til kredittvurdering av selskapsobligasjoner. Samtidig ble det innført mer omfattende krav til forvalterens verddivurdering, avkastningsmåling, og styring og kontroll av risiko.

I samsvar med disse endringene mener Norges Bank det er naturlig at forvalteren i større grad selv gjør de økonomiske vurderingene før nye land inkluderes i investeringsuniverset. Som fremholdt i brevet av 11. mars 2005:

Ut fra hensynet til å styre total risiko for fondet synes det ikke å være behov for en detaljert regulering av hvilke land og valutaer som kan inngå i fondets tilleggsunivers. Markedsrisikoen fanges opp av rammen for relativ volatilitet. De operasjonelle risikovurderingene knyttet til investeringer i et utvidet landunivers, som uansett kun vil gjelde en begrenset del av fondet, bør kunne overlates til Norges Bank som forvalter på linje med de øvrige analyser som alltid gjøres når det tas investeringsbeslutninger. En viktig del av den operative forvaltningen Norges Bank gjennomfører, består av formelle interne godkjenningsprosedyrer før investeringer i nye land, instrumenter eller aktivaklasser finner sted. Disse er omfattende, og godkjenning gis ikke med mindre en kan dokumentere 1) hvordan handelsprosessen skal gjennomføres og hvilke kontrollrutiner som er etablert, 2) hvordan markeds- og eventuelt kredittrisiko skal måles, 3) hvordan markedsprising eller modellprising skal gjøres, 4) hvilke rutiner for retningslinjekontroll som er etablert, 5) hvilke regnskapsregler og prinsipper som kommer til anvendelse, 6) at operasjonell risiko også er begrenset i form av juridiske avtaler og 7) at det er etablert en innfasingsplan som inkluderer forsiktighet i en oppstartsfase. Endelig godkjenning gis av leder for Norges Bank Kapitalforvaltning.

I Norges Banks forvaltning av aksjer og obligasjoner i land som inngår i referanseporteføljen vil et hovedformål være å oppnå eksponering mot det enkelte marked. Karakteristika for vedkommende land bør derfor inngå ved vurdering av referanseporteføljen. I den aktive forvaltningen utenom referanseporteføljen vil det i langt større grad være vurderingen av de enkelte selskapene som er viktig.

For investeringer i framvoksende markeder er det ofte en nær sammenheng mellom ulike risikofaktorer. Politisk risiko knyttet til nasjonalisering, svakheter i oppgjørssystemene, mangler med hensyn på tilsyn og kontroll, manglende likviditet i markedene og lignende vil som regel avspeiles i prisingen av verdipapirene. Dermed kan investeringer i verdipapirer med slik risiko fortsatt være lønnsomme. Jo bedre forvalteren forstår disse risikofaktorene, desto bedre resultater kan oppnås i

forvaltningen. Kravene til investeringsuniverset bør ikke settes så høyt at man ofte går glipp av muligheter til å gjøre gode investeringer.

Norges Bank mener primært at disse vurderingene bør overlates til forvalteren. I den grad det gjøres gale vurderinger med hensyn på landspesifikke risikofaktorer vil dette påvirke meravkastningen som Norges Bank oppnår og som banken måles på grunnlag av.

2.3. Etiske kriterier

Det nye etiske regelverket som Finansdepartementet etablerte i november 2004, har som siktemål å ivareta SPU sine grunnleggende etiske forpliktelser. De etiske retningslinjene bygger på to grunnlag:

- Fondet er et virkemiddel for å sikre kommende generasjoner en rimelig andel av landets oljerikdom. Denne finansformuen må forvaltes slik at den gir god avkastning på lang sikt, noe som er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, økologisk og sosial forstand. Fondets finansielle interesser skal styrkes ved at eierposisjoner fondet har, brukes for å fremme en slik bærekraftig utvikling.
- Fondet skal ikke foreta investeringer som utgjør en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til uetiske handlinger eller unnlater som for eksempel krenkelser av grunnleggende humanitære prinsipper, grove krenkelser av menneskerettighetene, grov korrupsjon eller alvorlige miljøødeleggelser.

Utrekk og eierskapsutøvelse omfatter alle verdipapirutstedere bortsett fra nasjonalstater. Dette er i samsvar med innstillingen fra Graverutvalget:

Nasjonalstater og internasjonale organisasjoner må behandles separat. Norge har økonomisk og diplomatisk samkvem med de fleste land i verden. Med unntak av de land som er omfattet av internasjonale sanksjonsregimer, opprettholdes denne kontakten selv om man fra norsk side er uenig i den politikken et land fører for eksempel når det gjelder menneskerettigheter. Ordinære utenrikspolitiske kanaler er langt viktigere for å påvirke andre lands myndigheter til å endre sin politikk i ønsket retning enn et uttrekk fra Petroleumsfondets investeringsmuligheter. I mange tilfeller vil samhandel og kontakt gi bedre påvirkningsmuligheter enn isolasjon.

Det er også vanskelig å begrunne forbud mot investeringer i enkelte lands statsobligasjoner med overlappende konsensus. Selv om det kan være alminnelig enighet om kritikk mot et lands politikk på enkeltområder, er det ikke nødvendigvis alminnelig enighet om å ta avstand fra landet generelt sett, eller om hvilke reaksjonsformer som er egnet i slike tilfeller.

I tilfeller hvor FN vedtar å iverksette sanksjoner mot et enkelt land i form av bindende handelsrestriksjoner e.l., vil sanksjonene etter gjennomføring i norsk rett normalt sette forbud mot investeringer i det aktuelle land. I den grad slike land har utstedt obligasjoner som inngår i Petroleumsfondets investeringsmuligheter, vil konsekvensen være at disse trekkes ut av investeringsmulighetene. I disse tilfellene vil normalt også kriteriet om overlappende konsensus være tilfredsstillt.

Etter en høringsrunde oppsummerte Finansdepartementet sine vurderinger i Revidert Nasjonalbudsjett 2004:

I tråd med utvalgets anbefaling legges det opp til å likebehandle selskapsobligasjoner og aksjer for filtrering og uttrekk. Det legges videre opp til at statsobligasjoner eller obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner ikke utelukkes på etisk grunnlag med mindre disse er omfattet av internasjonale sanksjoner.

I B.innst. S nr. II (2003-04) gav Finanskomiteen sin tilslutning til Finansdepartementets vurderinger knyttet til etableringen av de etiske retningslinjene.

3. Ny gjennomgang av kriteriene for tillatte land

Finansdepartementet sier i brevet av 13. juli at det skal fastsettes en liste over de land det er tillatt å investere i. Norges Bank har derfor sett på de kriterier som ble brukt ved forrige gjennomgang i 2003. Nedenfor vurderes i hvilken grad disse kriteriene fortsatt skal anses som relevante.

3.1 Minstekrav til markedenes størrelse og likviditet

I brevet datert 6. februar 2003 var eneste formelle krav til et markeds størrelse og likviditet for å bli definert som aktuelt for investeringer at det inngikk i en av de mest benyttede globale indeksene for aksje – og obligasjonsplasseringer². Dersom det tas utgangspunkt i de samme fire globale aksjeindeksene som ved gjennomgangen i 2003, inngår følgende land utenfor eksisterende investeringsunivers for egenkapitalinstrumenter i SPU i minst en av disse indeksene:

Amerika:	Argentina, Colombia, Peru, Venezuela
Europa:	Russland, Slovenia
Asia inkl. Midt Østen og Oseania:	Jordan, Pakistan, Sri Lanka
Afrika:	Egypt, Marokko, Nigeria

Med utgangspunkt i ønsket om å vurdere et bredere univers, tas også land som inngår i enten S&P/IFC Global og S&P/IFC Frontier Index med i analysen. Forskjellen mellom disse to indeksene og S&P/IFC Investable Index er at det i markeder som inngår kun i en av de to førstnevnte indeksene kan være betydelige restriksjoner på utenlandsk eierskap eller at markedene uansett vurderes av S&P som små og illikvide, selv etter standarden for framvoksende markeder. Om disse tas med kommer følgende markeder i tillegg:

Amerika:	Ecuador, Jamaica, Trinidad og Tobago,
Europa:	Bulgaria, Estland, Kroatia, Latvia, Litauen, Romania, Slovakia, Ukraina
Asia inkl. Midt-Østen og Oseania:	Bahrain, Bangladesh, Libanon, Oman, Saudi-Arabia
Afrika:	Botswana, Elfenbenskysten, Ghana, Kenya, Mauritius, Namibia, Tunisia, Zimbabwe

For renteinstrumentenes vedkommende ble det i 2003 tatt utgangspunkt i lokale framvoksende obligasjonsmarkeder representert i Merrill Lynch eller Lehman Brothers sine globale obligasjonsindekser. Her velger vi et bredere univers ved å ta utgangspunkt i indeksseriene for lokale framvoksende obligasjons – og pengemarkeder publisert av investeringsbanken JP Morgan, henholdsvis JPM Global Broad Index emerging markets og JPM Emerging local index +. Følgende valutaområder/markeder utenfor eksisterende investeringsunivers for rentebærende instrumenter inngår i minst én av disse indeksene:

Amerika:	Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Venezuela
Europa:	Russland, Slovakia, Tyrkia
Asia inkl. Midt-Østen og Oseania:	Filippinene, India, Indonesia, Israel, Kina, Malaysia, Taiwan, Thailand

Dersom landlisten for rentebærende instrumenter skal definere godkjente utstederland i motsetning til lokale markeder (valutaer), vil dagens landliste eventuelt med tillegg av landene nevnt overfor virke uhenksommessig innskrenkende på investeringsmulighetene. Følgende land, utover de 16 landene

² S&P/IFC Investable Index, FTSE all-world, MSCI, Salomon Smith Barney World Equity Series (som nå benevnes S&P/Citigroup Global Equity Indices). I alt inngikk 29 lokale framvoksende aksjemarkeder i minst én av disse indeksene ved gjennomgangen i 2003.

nevnt i avsnittet overfor, inngår i indekser publisert av Citigroup, JP Morgan, Merrill Lynch eller Lehman Brothers over statsobligasjoner utstedt av land kategorisert som framvoksende markeder, og denominert i USD eller EUR:

Amerika:	Costa Rica, Dominikanske republikk, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Jamaica, Panama, Peru, Trinidad og Tobago, Uruguay, Venezuela
Europa:	Bulgaria, Kroatia, Litauen, Romania, Serbia og Montenegro, Ukraina
Asia inkl. Midt Østen og Oseania:	Irak, Jordan, Kasakhstan, Libanon, Pakistan, Vietnam
Afrika:	Algerie, Egypt, Elfenbenskysten, Marokko, Nigeria, Tunisia

I tillegg tas med andre markeder som følges og evalueres av JP Morgan Chase Bank (JPMC), som benyttes av Norges Bank Investment Management som depot for aksjer og eksterne renteporteføljer:

Bermuda, Forente arabiske emirater, Qatar, Zambia

Det at det lokale markedet følges av en stor oppgjørsagent indikerer at markedet har en størrelse som er tilstrekkelig til å være av interesse for internasjonale investorer.

Endelig tar vi med Kuwait, som inngår i MSCIs indeks for aksjemarkedene i Gulf-statene. De øvrige markedene i denne indeksen er allerede med ut fra andre kriterier. Vi har dermed valgt å gjennomgå i alt 52 nye land som ikke inngår i eksisterende investeringsunivers for egenkapital eller rentebærende instrumenter.

3.2 Politisk og makroøkonomisk stabilitet

I brevet fra Norges Bank i februar 2003 ble det referert til flere indekser som søker å måle politisk og økonomisk stabilitet i de enkelte land. Det ble imidlertid ikke foreslått noe konkret krav til rating eller rangering i henhold til et eller flere av disse kriteriene. I Finansdepartementets vurdering av landlisten i Nasjonalbudsjettet 2004 er heller ingen land utelukket fra investeringsuniverset eksplisitt på grunn av manglende økonomisk eller politisk stabilitet. Det var kravene til oppgjørssystemer som effektivt begrenset tilleggsuniverset, se nedenfor.

Det finnes flere kilder til vurdering av landrisiko. I Norges Banks brev av 6. februar 2003 ble det blant annet referert til følgende to kilder:³:

- World Economic Forum, som i sin årlige utarbeidelse av Global Competitiveness Report gir karakterer til de enkelte land både når det gjelder kvaliteten på offentlige organer og lovgivning overfor forretningslivet, og makroøkonomisk stabilitet i de enkelte land. Sammen med flere andre enkeltindikatorer benyttes disse for å konstruere en indeks for landets globale konkurransedyktighet. I sist offentlige rapport er 117 enkeltland rangert av World Economic Forum.
- Tidsskriftet Euromoney, som i utarbeidelsen av en samlet karakter for landrisiko ved investeringer i de enkelte land gir separate karakterer både for politisk risiko og makroøkonomisk stabilitet. I utarbeidelsen av en indeks for samlet landrisiko vektlegges også andre faktorer, særlig knyttet til landenes kredittverdighet og tilgang til internasjonal finansiering. I Euromoneys siste rangering fra mars 2006 følges 185 enkeltland.

En rangering av land på bakgrunn av karaktergivningen fra World Economic Forum og Euromoney vedrørende politiske institusjoner/politisk risiko er gjennomført i vedlegg 2 til dette brevet.

Denne gangen velger vi imidlertid å vurdere politisk stabilitet med utgangspunkt i vurderinger gjort av World Bank Institute's Governance Group (WBI)⁴. Fordelene ved Verdensbankens analyse er at den er allment og fritt tilgjengelig, godt dokumentert, og bygger på en rekke informasjonskilder⁵ som det eksplisitt er referert til i dokumentasjonen.

I likhet med andre som publiserer indekser for politisk risiko, søker WBI å gi et kvantitativt mål for politisk risiko som gjør det mulig å sammenligne dette ved investeringer i de enkelte land. Følgende seks enkeltfaktorer gis karakter i hvert enkelt land:

- "voice & accountability" (V&A), som blant annet ser på hvordan menneskerettighetene etterleves i det enkelte land
- "political stability" (PS); en vurdering av i hvilken grad det politiske styresett trues av voldsbruk og terrorisme
- "government effectiveness" (GE), en vurdering av de offentlige myndigheters kompetanse slik innbyggere og investorer vil møte den
- "regulatory quality" (RQ), som setter en karakter på i hvilken grad investorer møter omfattende offentlige reguleringer i de enkelte land

³ Det finnes flere alternative kilder til måling av landrisiko, for eksempel European Intelligence Unit (EIU) og International Country Risk Group (ICRG)

⁴ Governance Matters IV: Governance Indicators for 1996-2004 (D. Kaufmann, A. Kraay, and M. Mastruzzi), World Bank Institute, May 2005

⁵ I 2004 undersøkelsen bygger karaktergivningen på 37 ulike undersøkelser fra 31 forskjellige organisasjoner, både internasjonale organisasjoner, frivillige nonprofit organisasjoner og konsultentselskaper.

- ”rule of law” (ROL), som graderer landene etter i hvilken grad rettsvesenet fungerer som en upartisk konfliktløser, politiets upartiskhet og omfanget av kriminalitet
- ”control of corruption” (COC), som måler i hvilken grad offentlig maktutøvelse benyttes til fordel for privat gevinst

Hensikten med studien fra WBI er å gi et kvantitativt mål for kvaliteten på den offentlige styringsstrukturen i hvert land, og slik kunne følge og måle utviklingen i hvert enkelt land over tid. For hver av de seks indikatorene rangeres samtlige verdens land i en normalfordelt tabell med snitt 0 og standardavvik 1. Det eksisterer tabeller for hvert annet år i perioden 1996-2004⁶.

For å sette et minstekrav til nivå tar vi utgangspunkt i de land som er med i dagens investeringsunivers. Laveste karakter til land innenfor investeringsuniverset på de seks enkeltfaktorene i WBIs analyse fra 2004 er:

Tabell 1: WBIs karakterer på enkeltfaktorer for politisk risiko, laveste karakter gitt til land innenfor eksisterende investeringsunivers for aksjer.

Faktor	V&A	PS	GE	RQ	ROL	COC
Karakter	-1,54	-1,38	-0,36	-0,59	-0,91	-0,9
Land	Kina	Indonesia	Indonesia	India	Indonesia	Indonesia

WBI opererer ikke med en samlet karakter pr. land. Dersom man gir de seks faktorene samme vekt, kan en likevel konstruere en gjennomsnittskarakter. Følgende tre land i eksisterende investeringsunivers har lavest gjennomsnittskarakter ut fra WBIs seks faktorer i 2004-undersøkelsen:

Tabell 2: Likevektet snitt av WBIs seks faktorer, laveste snittkarakter til land innenfor eksisterende investeringsunivers for aksjer.

Land	Karakter
Filippinene	-0,41
Kina	-0,49
Indonesia	-0,74

Følgende land nevnt i avsnitt 3.1 ovenfor har enten en likevektet gjennomsnittskarakter som er svakere enn Indonesia eller svakere karakter på minst tre av seks enkeltfaktorer enn svakeste land innenfor eksisterende univers, jfr. tabell 1:

⁶ Siden estimatene til hver av de seks indikatorene er normalfordelt med snitt 0 i hver enkelt undersøkelse, er det ikke mulig å identifisere forandringer i det globale snittet over tid for den enkelte indikators vedkommende. Man kan imidlertid følge forandringer i hvert enkelt lands plassering relativt til andre land.

Tabell 3: Snittkarakter for enkeltland (likevektet gjennomsnittskarakter) fra WBIs analyse

Land	Snittkarakter	Antall lavere enn faktorer i tab.1
Kenya	-0,74	3
Kasakhstan	-0,82	4
Algerie	-0,82	3
Bangladesh	-0,96	3
Venezuela	-0,97	4
Pakistan	-1,03	3
Nigeria	-1,21	5
Elfenbenskysten	-1,38	5
Zimbabwe	-1,54	5
Irak	-1,88	6

Rangeringen basert på undersøkelsen fra WBI indikerer at den politiske risikoen ved investeringer i de ni nederste landene i tabellen er høyere enn i noen av de markedene hvor Statens Pensjonsfond – Utland har adgang til å investere kapital i dag.

Når det gjelder makroøkonomisk stabilitet tas det fortsatt utgangspunkt i indikatorene som henholdsvis World Economic Forum (WEF) og Euromoney har utviklet. I tabell 4 vises de land i eksisterende investeringsunivers med svakest karakter på makroøkonomisk karakter i henhold til disse to målingene, og de potensielle nye markeder som har svakere karakter enn dette. Avstanden i karakter til svakeste land i eksisterende investeringsunivers målt i prosentpoeng vises også.

Tabell 4 Makroøkonomisk stabilitet, rangering iht. World Economic Forum og Euromoney

World Economic Forum		Euromoney	
Land	Avstand (prosent)	Land	Avstand (prosent)
Brasil	4,8 %	Indonesia	0 %
Ecuador	4,8 %	Filippinene	0 %
Guatemala	3,9 %	Vietnam	-2 %
Costa Rica	3,0 %	Pakistan	-19,2 %
Bangladesh	2,7 %	Ecuador	-19,2 %
Uruguay	1,8 %	Dominikanske republikk	-19,2 %
Venezuela	1,5 %	Serbia og Montenegro	-19,3 %
Argentina	0,9 %	Nigeria	-19,3 %
Tyrkia	0,0 %	Ghana	-22,4 %
Sri Lanka	-5,1 %	Irak	-38,4 %
Jamaica	-6,3 %	Zambia	-38,5 %
Kenya	-9,9 %	Kenya	-38,5 %
Serbia og Montenegro	-11,7 %	Elfenbenskysten	-42,3 %
Dominikanske republikk	-16,8 %	Zimbabwe	-93,8 %
Zimbabwe	-32,6 %		

De fire lavest vurderte landene i henhold til WEFs rangering har også en klart lavere karakter enn svakeste land innenfor dagens investeringsunivers i henhold til Euromoneys rangering. De to øvrige landene i WEFs liste med svakere karakter enn Tyrkia, blir av Euromoney vurdert å ha en

makroøkonomisk stabilitet på linje med Indonesia og Filippinene, som er innenfor dagens investeringsunivers. I henhold til Euromoney sin rangering er det 11 av de aktuelle landene som har klart høyere makroøkonomisk risiko pr. 1. kvartal 2006 enn land som allerede inngår i investeringsuniverset til Statens Pensjonsfond – Utland.

Det må understrekes at det informasjonsgrunnlaget vurderingene ovenfor bygger på vil endre seg over tid, og til dels er endret etter at vurderingene ble gjort. Ideelt sett burde da landlisten også endres. Ved å fastsette en liste som ligger fast for en lengre periode avstår en fra å ta hensyn til nyeste informasjon.

3.3 Oppgjørssisiko

I 1989 gav den såkalte ”Group of Thirty” ni konkrete anbefalinger om hvordan oppgjørssisiko konkret burde håndteres og begrenses ved kjøp og salg av verdipapirer i verdens kapitalmarkeder. Nonprofit organisasjonen International Securities Services Association (ISSA) utarbeidet i 2000 en ny liste med åtte anbefalinger som en revisjon av G-30 gruppens anbefalinger fra 1989. Disse anbefalingene ses gjerne på som en standard for hvilke elementer som bør vurderes når grad av oppgjørssisiko i de enkelte markeder skal måles. Det eksisterer imidlertid ikke en tilsvarende standard for hvordan oppfyllelsen av disse anbefalingene i det enkelte marked kan måles.

Ved forrige vurdering av landliste ble det tatt utgangspunkt i vurderingene til analyseselskapet GSCS Benchmarks, supplert med vurderingene til investeringsbankene JP Morgan Chase (JPMC) og Citibank (CB), som er globale oppgjørssagenter for Norges Bank. GSCS Benchmarks, som nå heter GSCS Information Services Ltd, publiserer ikke lenger de rangeringer av oppgjørssystemene for aksjer som lå til grunn for vurderingene i 2003. Siste tilgjengelige rangering av landenes oppgjørssystemer for aksjer er fra utgangen av 2004.

Fra JPMC og CB er nyere vurderinger tilgjengelige. I vedlegg 3 vises gjennomsnittskarakteren til samtlige markeder som ikke inngår i dagens referanseindeks for obligasjoner med den vektning som ble benyttet i februar 2003 og med nyeste vurdering fra JPMC (august 2006). I vedlegg 4 vises nyeste kategorisering av hvert enkelt lands sentrale oppgjørssystemer fra CB (august 2006). I samme tabell vises også hvor mange av G-30 gruppens ni anbefalinger til oppgjørssystemene som CB vurderer er oppfylt i hvert enkelt land.

Det er imidlertid dårlig samsvar mellom disse vurderingene og vurderingene fra GSCS som var primærkilden ved forrige gjennomgang. Norges Bank anbefaler at den faglige vurderingen av oppgjørssisiko nå overlates til forvalteren. Som nevnt foretar Norges Bank en vurdering av oppgjørssystemene før det gjøres investeringer i nye markeder.

4. Utstederland liste eller valuta/markedsliste

Norges Bank har for valutaeservene etablert en felles landliste som både definerer tillatt land for notering av aksjer og tillatt valutaslag for obligasjoner. mens dagens regelverk for Statens Pensjonsfond – Utland har separate landlister for aksjer og obligasjoner. Et annet alternativ, som Finansdepartementet tar opp i sitt brev 13. juli 2006, er en landliste for obligasjoner som definerer tillatt utstederland i stedet for tillatt valuta.

Dersom Finansdepartementet ønsker å opprettholde en landliste for investeringsuniverset i forskriften for Statens Pensjonsfond – Utland, mener Norges Bank at denne landlisten bør ta utgangspunkt i geografisk notering av aksjer og tillatte valutaer for rentebærende instrumenter. Grunnen er at markedsplassene er organisert på denne måten, og at både politisk og økonomisk risiko, som er

vurdert ovenfor, i stor grad er knyttet til markedsplassen. Det er videre operativt enklere både å forvalte porteføljer og drive oppfølging av porteføljer hvis grenser settes for valuta enn det er å forvalte og kontrollere porteføljer med grenser for utsteders hjemland.

Det vil etter Norges Banks mening virke unødig begrensende på den aktive forvaltning av obligasjonsporteføljen dersom det fastsettes en liste med tillatte utstedere hvor mange enkeltland ikke inngår. I avsnitt 3.1 tok vi utgangspunkt i hvilke land som har markeder det kan investeres i og som derfor inngår i vanlig brukte indekser. Men hvilke konkrete land som er representert i disse indeksene vil kunne variere over tid, blant annet avhengig av omfanget av statsobligasjonsgjeld utstedt i fremmed valuta fra det enkelte land. Å sette en landliste som blir stående for lengre tid basert på et øyeblikksbilde høsten 2006 kan virke noe tilfeldig.

Norges Bank ser imidlertid at det kan være samlede hensyn knyttet til vurdering av politisk og etisk risiko som gjør det ønskelig med en landliste for rentebærende instrumenter som tar utgangspunkt i utsteders hjemland. Dersom landlisten skal definere tillatte utstederland i motsetning til tillatte valutaer, bør imidlertid prinsippet om positiv definering av investeringsunivers i forskriften forandres, slik at landlisten i stedet eksplisitt definerer hvilke lands utstedere det ikke er tillatt i å investere i.

5. Norges Banks anbefaling

5.1. Primær anbefaling

Norges Bank mener, som forklart i brevet av 11. mars 2005, at Finansdepartementet ikke bør avgrense investeringsuniverset ved å fastsette en landliste for de faktiske investeringene i Statens Pensjonsfond – Utland.

Referanseporteføljen legger sterke føringer på hvordan SPU plasseres i ulike aktivaklasser og land. Det er derfor naturlig at man ved inkludering av nye land i referansen gjør overordnede vurderinger av økonomiske forhold som markedsstørrelse, likviditet, makroøkonomisk og politisk risiko, kvalitet av oppgjørssystemer etc. For beslutninger om hvilke land som skal utgjøre tilleggsuniverset bør det anvendes andre kriterier:

- Utgangspunktet bør være å åpne for mange land slik at dette øker mulighetsområdet i Norges Banks aktive forvaltning og dermed sannsynligheten for meravkastning som er lavt korrelert med den samlede avkastningen i SPU.
- De økonomiske konsekvensene av investeringer innen tilleggsuniverset vil være en del av den meravkastningen Norges Bank oppnår og som banken blir målt på grunnlag av. Det taler for å delegere den økonomiske dimensjonen ved beslutningene om valg av land, markeder og valuta til Norges Bank, gitt at banken følger gode prinsipper for håndtering av operasjonell risiko. Et tilleggsargument er at markedene er i løpende utvikling og at forvalteren har bedre muligheter til raskt å oppdatere beslutningsgrunnlaget når det skjer endringer.
- Begrepet "landliste" er mindre treffende for investeringene innen tilleggsuniverset. Forvaltningen vil i liten grad dreie seg om å oppnå generell markedseksponering mot enkeltland (slik det vil være for markeder som inngår i referanseindeksen). Den vil mer gå ut på å lokalisere gode enkeltelskaper, som jo ofte vil kunne være selskaper med operasjoner og tilhørighet i flere land. For statsobligasjoner er derimot landbegrepet eksakt.

5.2 Sekundær anbefaling

Norges Bank foreslår at en eventuell landliste bygger på de kriterier som er diskutert i kapittel 3

ovenfor. Med det utgangspunktet er det mindre grunn til å opprettholde separate landlister for egenkapitalinstrumenter og rentebærende instrumenter. Etter Norges Banks syn vil et bedre alternativ da være å etablere en felles og bred landliste, hvor land med uforholdsmessig stor politisk og makroøkonomisk risiko er tatt ut.

Norges Bank anbefaler at en landliste som i dag definerer tillatte land for notering av egenkapitalinstrumenter og tillatte lands valutaer som porteføljen av rentebærende instrumenter kan investeres i. En viktig del av den politiske og makroøkonomiske risiko vil være knyttet til de markedsplasser som de enkelte lands myndigheter faktisk påvirker gjennom lovgivning og innenlandsk politikk. Opprettholdelse av dagens prinsipp har også operative fordeler. Dersom landlisten skal defineres ut fra utsteders hjemland, bør andre kriterier legges til grunn, som for eksempel at Norge har sluttet seg til sanksjoner mot et land. Det vil da være mer naturlig at forskriften eksplisitt sier hvilke utstederland det ikke er adgang til å investere i framfor å definere tillatte utstederland.

Norges Bank anbefaler at det ikke stilles krav til karakter for oppgjørssisiko på bakgrunn av de tabeller og eksternt utførte analyser som det er redegjort for i dette brevet. Før det åpnes for investeringer i nye markeder vil Norges Bank gjennomføre en risikoanalyse i hvert enkelt tilfelle. Eksterne vurderinger gjort av depotbankene vil være viktige, men ikke eneste innspill i denne analysen. I og med at oppgjørssystemene er forskjellige for aksjer og obligasjoner, bør det også gjøres separate analyser for hver av aktivklassene i de aktuelle nye markedene. Tabeller gjengitt i vedlegg til dette brevet illustrerer at det kan få potensielt større betydning i nye framvoksende markeder som åpnes for investeringer enn i de markedene hvor Statens Pensjonsfond – Utland allerede har foretatt investeringer.

Dersom Finansdepartementet velger å opprettholde en landliste som definerer tillatte markeder og valuter for investeringene i Statens Pensjonsfond – Utland, anbefaler Norges Bank at denne landlisten bygger på vurderingene av politisk risiko fra World Bank Institute og vurderingene av makroøkonomisk stabilitet fra World Economic Forum og Euromoney. I samsvar med diskusjonen i kapittel 3 blir forslaget til landliste som følger. (Nye markeder i forhold til dagens univers for aksjer står i uthevet skrift. Utvidelsen vil være større i forhold til eksisterende univers for obligasjoner, jfr. avsnitt 3.1):

Amerika: **Argentina, Bermuda, Brasil, Canada, Chile, Colombia, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Jamaica, Mexico, Panama, Peru, Trinidad og Tobago, Uruguay, USA**
 Europa: Belgia, **Bulgaria**, Danmark, **Estland**, Finland, Frankrike, Hellas, Irland, Island, Italia, **Kroatia**, Kypros, **Latvia, Litauen, Luxembourg, Malta**, Nederland, Polen, Portugal, **Romania, Russland, Slovakia, Slovenia**, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tsjekkia, Tyrkia, Tyskland, **Ukraina**, Ungarn, Østerrike
 Asia, Oseania og Midt Østen: Australia, **Bahrain**, Filippinene, **Forente arabiske emirater**, Hong Kong, India, Indonesia, Israel, Japan, **Jordan, Kuwait**, Kina, **Libanon**, Malaysia, New Zealand, **Oman, Qatar, Saudi Arabia**, Singapore, **Sri Lanka**, Sør-Korea, Taiwan, Thailand, **Vietnam**
 Afrika: **Botswana, Egypt, Marokko, Mauritius, Namibia, Sør-Afrika, Tunis**

Ved utarbeidelse av denne landlisten har Norges Bank tatt utgangspunkt i de 52 nye markedene som er valgt ut til vurdering i avsnitt 3.1. 15 land er tatt ut av listen da de har klart høyere politisk eller makroøkonomisk risiko enn noe annet land innenfor eksisterende investeringsunivers, jfr. beskrivelsen i avsnittene 3.2 og 3.3. Ett nytt land – Malta – er tatt inn uavhengig av analysen, fordi det er det eneste utviklede europeiske markedet som ikke inngår i eksisterende investeringsunivers.

Dersom Norges Banks sekundære anbefaling følges, vil investeringsuniverset for egenkapitalinstrumenter utvides fra 42 til 80 land, mens investeringsuniverset for rentebærende instrumenter utvides fra 31 til 80 lokale valutaer.

Med hilsen

Svein Gjedrem

Sigbjørn Atle Berg

VEDLEGG 1 :World Bank Institute's Governance Group – karaktergivning på seks forskjellige politiske forhold.

I tabellen nedenfor vises punkttestimatet (karakter) fra WBIs Governance Group fra 2004 gitt til seks enkeltforhold innenfor politisk styringsstruktur i hvert land.

Country	Voice and Accountability	Political Stability	Government Effectiveness	Regulatory Quality	Rule of Law	Control of Corruption
<u>ICELAND</u>	1,41	1,77	2,18	1,82	2,01	2,43
<u>FINLAND</u>	1,5	1,65	2,06	1,79	1,97	2,53
<u>LUXEMBOURG</u>	1,4	1,66	2,08	2,02	1,98	2,16
<u>NEW ZEALAND</u>	1,47	1,51	2,05	1,78	1,93	2,38
<u>DENMARK</u>	1,59	1,21	2,15	1,76	1,91	2,38
<u>SWITZERLAND</u>	1,49	1,44	2,25	1,55	1,98	2,17
<u>NORWAY</u>	1,53	1,53	1,97	1,33	1,95	2,11
<u>SWEDEN</u>	1,52	1,38	1,92	1,54	1,85	2,2
<u>NETHERLANDS</u>	1,49	1,15	2	1,67	1,78	2,08
<u>AUSTRALIA</u>	1,4	1,03	1,95	1,62	1,82	2,02
<u>CANADA</u>	1,38	1,13	1,96	1,57	1,75	1,99
<u>SINGAPORE</u>	-0,13	1,48	2,25	1,87	1,82	2,44
<u>AUSTRIA</u>	1,25	1,18	1,76	1,41	1,76	2,1
<u>UNITED KINGDOM</u>	1,37	0,77	1,85	1,62	1,71	2,06
<u>IRELAND</u>	1,3	1,22	1,48	1,63	1,62	1,61
<u>LIECHTENSTEIN</u>	1,27	1,39	1,48	1,62	1,36	1,69
<u>GERMANY</u>	1,38	0,92	1,38	1,29	1,66	1,9
<u>BELGIUM</u>	1,35	0,94	1,71	1,25	1,47	1,53
<u>UNITED STATES</u>	1,21	0,47	1,8	1,22	1,58	1,83
<u>ANDORRA</u>	1,23	1,35	1,4	1,32	1,43	1,17
<u>HONG KONG</u>	0,21	1,3	1,49	1,89	1,42	1,57
<u>MALTA</u>	1,26	1,46	1,03	1,3	1,23	1,25
<u>CHILE</u>	1,09	0,89	1,27	1,62	1,16	1,44
<u>CAYMAN ISLANDS</u>	0,76	1,58	1,39	0,96	1,17	1,17
<u>MACAO</u>	0,11	1,14	1	1,5	1,49	1,65
<u>FRANCE</u>	1,24	0,53	1,42	0,91	1,33	1,44
<u>PORTUGAL</u>	1,31	1,06	0,92	1,14	1,16	1,23
<u>BARBADOS</u>	1,17	1,52	1,18	0,91	1,21	0,81
<u>JAPAN</u>	0,98	0,99	1,21	1,04	1,39	1,19
<u>BAHAMAS</u>	1,14	0,94	1,27	0,78	1,28	1,36
<u>SPAIN</u>	1,17	0,54	1,29	1,13	1,12	1,45
<u>ESTONIA</u>	1,13	0,92	0,99	1,61	0,91	0,82
<u>BERMUDA</u>	0,99	1,02	1,39	0,98	1,1	0,88
<u>MONACO</u>	0,91	1,13	1,42	N/A	0,77	N/A
<u>SLOVENIA</u>	1,12	0,99	1,02	0,89	0,93	0,97
<u>REUNION</u>	1,05	0,83	1,03	0,91	0,87	1,02
<u>ARUBA</u>	0,64	0,97	0,84	0,93	1	1,17
<u>PUERTO RICO</u>	1,02	1,07	1,05	0,75	0,74	0,88
<u>MARTINIQUE</u>	0,68	1,47	0,84	0,8	0,95	0,69
<u>HUNGARY</u>	1,16	0,85	0,68	1,22	0,85	0,65
<u>TAIWAN</u>	0,95	0,52	1,15	1,29	0,83	0,64
<u>ANGUILLA</u>	0,74	0,9	0,87	0,96	1	0,78
<u>CYPRUS</u>	1	0,34	1,02	1,23	0,85	0,8
<u>VIRGIN ISLANDS (U.S.)</u>	0,66	0,68	0,77	0,96	1,24	0,88
<u>BOTSWANA</u>	0,73	0,7	0,83	0,96	0,73	0,86

<u>LITHUANIA</u>	0,97	0,85	0,7	1,16	0,6	0,36
<u>ANTIGUA AND BARBUDA</u>	0,48	1,3	0,31	0,73	0,91	0,88
<u>COSTA RICA</u>	1,11	0,98	0,49	0,67	0,57	0,78
<u>PALAU</u>	1,21	0,66	0,39	N/A	0,77	N/A
<u>NETHERLANDS ANTILLES</u>	0,44	0,66	0,82	0,8	0,75	1,02
<u>CZECH REPUBLIC</u>	1,03	0,84	0,63	0,97	0,69	0,3
<u>SLOVAK REPUBLIC</u>	1,1	0,65	0,67	1,15	0,49	0,39
<u>SAN MARINO</u>	1,18	1,22	-0,23	N/A	0,77	N/A
<u>GREECE</u>	0,91	0,53	0,74	0,85	0,75	0,56
<u>ITALY</u>	1,06	0,31	0,58	0,97	0,74	0,66
<u>LATVIA</u>	0,96	0,95	0,6	1,02	0,48	0,23
<u>UNITED ARAB EMIRATES</u>	-1,01	0,91	1,2	0,95	0,85	1,23
<u>ST. VINCENT AND THE GRENADINES</u>	0,96	1,31	0,23	0,48	0,76	0,34
<u>DOMINICA</u>	1,13	1,19	0,31	0,53	0,66	0,25
<u>ST. LUCIA</u>	0,97	1,41	0,19	0,46	0,75	0,29
<u>MAURITIUS</u>	0,94	0,91	0,6	0,33	0,84	0,33
<u>KOREA, SOUTH</u>	0,73	0,45	0,95	0,69	0,67	0,17
<u>ST. KITTS AND NEVIS</u>	0,75	1,41	-0,16	0,44	0,71	0,34
<u>GUAM</u>	0,52	0,61	0,41	0,57	0,9	0,45
<u>POLAND</u>	1,13	0,35	0,47	0,64	0,51	0,16
<u>GRENADA</u>	0,85	0,95	0,1	0,37	0,46	0,52
<u>URUGUAY</u>	1	0,49	0,52	0,3	0,42	0,5
<u>OMAN</u>	-0,9	0,76	0,91	0,43	0,98	0,78
<u>FRENCH GUIANA</u>	0,44	0,48	0,68	0,19	0,5	0,59
<u>SAMOA</u>	0,69	0,89	0,09	0,39	0,62	0,05
<u>AMERICAN SAMOA</u>	0,44	0,75	0,02	0,62	0,8	0,06
<u>ISRAEL</u>	0,46	-1,01	0,98	0,69	0,77	0,79
<u>SOUTH AFRICA</u>	0,86	-0,24	0,74	0,44	0,32	0,48
<u>BRUNEI</u>	-1,11	1,06	0,73	1,08	0,56	0,23
<u>MALAYSIA</u>	-0,36	0,38	0,99	0,44	0,52	0,29
<u>BAHRAIN</u>	-0,73	0,06	0,76	0,71	0,68	0,76
<u>BELIZE</u>	0,91	0,65	0,16	0,32	0,25	-0,07
<u>QATAR</u>	-0,79	0,92	0,87	-0,16	0,79	0,55
<u>CAPE VERDE</u>	0,8	0,67	-0,19	0,27	0,26	0,31
<u>NAMIBIA</u>	0,47	0,46	0,29	0,45	0,22	0,18
<u>KUWAIT</u>	-0,48	0,29	0,55	0,1	0,65	0,71
<u>TRINIDAD AND TOBAGO</u>	0,49	0,04	0,47	0,61	0,17	0,02
<u>TUVALU</u>	0,94	0,86	-0,79	0,76	0,76	-0,78
<u>NAURU</u>	1,08	0,66	-1,36	N/A	0,77	N/A
<u>MICRONESIA</u>	1,01	0,83	-0,33	0,04	0,4	-0,3
<u>CROATIA</u>	0,46	0,35	0,32	0,19	0,07	0,08
<u>BULGARIA</u>	0,58	0,13	-0,08	0,6	0,05	-0,04
<u>PANAMA</u>	0,54	0,29	0,01	0,22	-0,04	-0,06
<u>KIRIBATI</u>	0,87	0,77	-0,61	-0,49	0,25	-0,02
<u>COOK ISLANDS</u>	N/A	N/A	-0,19	0,21	0,57	-0,24
<u>BHUTAN</u>	-1,18	0,84	-0,14	0	0,27	0,69
<u>SURINAME</u>	0,6	0,36	-0,23	-0,52	-0,25	0,36
<u>MONGOLIA</u>	0,45	0,48	-0,46	0,18	0,18	-0,51
<u>MEXICO</u>	0,36	-0,13	-0,02	0,55	-0,26	-0,27
<u>JORDAN</u>	-0,68	-0,12	0,23	0,13	0,3	0,35
<u>THAILAND</u>	0,24	-0,15	0,38	-0,01	-0,05	-0,25
<u>BRAZIL</u>	0,34	-0,13	0,02	0,19	-0,21	-0,15
<u>ROMANIA</u>	0,36	0,22	-0,15	-0,06	-0,18	-0,25

<u>TUNISIA</u>	-1,11	0,16	0,57	-0,22	0,24	0,29
<u>LESOTHO</u>	0,28	0,27	-0,33	-0,26	-0,03	-0,05
<u>MARSHALL ISLANDS</u>	1,14	0,66	-0,46	-0,55	-0,11	-0,84
<u>MALDIVES</u>	-1,07	0,82	0,47	0	-0,57	0,12
<u>JAMAICA</u>	0,54	-0,28	0,13	0,15	-0,32	-0,52
<u>VANUATU</u>	0,68	0,53	-0,6	-0,33	-0,07	-0,53
<u>EL SALVADOR</u>	0,26	-0,23	-0,22	0,56	-0,34	-0,39
<u>GHANA</u>	0,39	-0,1	-0,17	-0,28	-0,16	-0,17
<u>NIUE</u>	N/A	N/A	-0,12	N/A	N/A	N/A
<u>MADAGASCAR</u>	0,07	-0,02	-0,43	0,1	-0,3	-0,15
<u>SEYCHELLES</u>	-0,04	0,84	-0,31	-1,21	-0,17	0,01
<u>MALI</u>	0,35	0,07	-0,29	-0,26	-0,34	-0,52
<u>TURKEY</u>	-0,15	-0,6	0,01	-0,07	0,04	-0,23
<u>FIJI</u>	0,15	0,1	-0,57	-0,36	-0,19	-0,14
<u>SENEGAL</u>	0,19	-0,21	-0,13	-0,31	-0,2	-0,4
<u>GUYANA</u>	0,62	-0,53	-0,2	-0,14	-0,48	-0,35
<u>MOROCCO</u>	-0,55	-0,23	-0,03	-0,26	-0,05	-0,02
<u>MAURITANIA</u>	-1,16	0,26	0,22	0,04	-0,62	0,02
<u>SRI LANKA</u>	-0,16	-1,06	-0,27	0,21	-0,03	-0,16
<u>DOMINICAN REPUBLIC</u>	0,27	-0,01	-0,46	-0,28	-0,54	-0,5
<u>INDIA</u>	0,27	-0,81	-0,04	-0,59	-0,09	-0,31
<u>TONGA</u>	-0,35	0,72	-0,73	-0,43	-0,11	-0,68
<u>BENIN</u>	0,3	-0,37	-0,39	-0,49	-0,47	-0,34
<u>GAMBIA</u>	-0,59	0,38	-0,49	-0,15	-0,32	-0,61
<u>SAO TOME AND PRINCIPE</u>	0,55	0,08	-0,89	-0,47	-0,55	-0,66
<u>NICARAGUA</u>	0,06	-0,15	-0,71	-0,15	-0,65	-0,34
<u>ARGENTINA</u>	0,49	-0,24	-0,33	-0,81	-0,71	-0,44
<u>PERU</u>	-0,04	-0,68	-0,58	0,17	-0,63	-0,35
<u>SAUDI ARABIA</u>	-1,63	-0,6	-0,06	-0,34	0,2	0,15
<u>MOZAMBIQUE</u>	-0,13	-0,15	-0,39	-0,29	-0,6	-0,79
<u>MACEDONIA</u>	-0,02	-1,04	-0,17	-0,19	-0,44	-0,52
<u>BURKINA FASO</u>	-0,38	-0,32	-0,52	-0,26	-0,62	-0,35
<u>PHILIPPINES</u>	0,02	-1,01	-0,23	-0,06	-0,62	-0,55
<u>ARMENIA</u>	-0,66	-0,51	-0,34	0,05	-0,58	-0,53
<u>BOLIVIA</u>	-0,01	-0,65	-0,63	0,05	-0,55	-0,78
<u>TANZANIA</u>	-0,35	-0,38	-0,37	-0,55	-0,49	-0,57
<u>EGYPT</u>	-1,04	-0,72	-0,2	-0,58	-0,02	-0,21
<u>GABON</u>	-0,71	-0,01	-0,53	-0,46	-0,51	-0,58
<u>ALBANIA</u>	0,03	-0,97	-0,36	-0,08	-0,8	-0,72
<u>TIMOR, EAST</u>	0,25	-0,62	-1,21	-0,43	-0,6	-0,29
<u>CHINA</u>	-1,54	-0,07	0,11	-0,45	-0,47	-0,51
<u>SERBIA AND MONTENEGRO</u>	0,12	-0,97	-0,21	-0,72	-0,72	-0,48
<u>HONDURAS</u>	-0,02	-0,69	-0,68	-0,33	-0,61	-0,71
<u>ZAMBIA</u>	-0,36	-0,16	-0,84	-0,49	-0,54	-0,74
<u>LEBANON</u>	-0,81	-0,83	-0,33	-0,49	-0,32	-0,51
<u>COLOMBIA</u>	-0,47	-1,69	-0,18	-0,12	-0,7	-0,16
<u>MALAWI</u>	-0,5	-0,33	-0,81	-0,57	-0,29	-0,83
<u>BOSNIA-HERZEGOVINA</u>	-0,14	-0,85	-0,54	-0,66	-0,76	-0,54
<u>VIETNAM</u>	-1,54	0,16	-0,31	-0,57	-0,59	-0,74
<u>UKRAINE</u>	-0,62	-0,27	-0,67	-0,48	-0,83	-0,89
<u>UGANDA</u>	-0,64	-1,27	-0,43	0,07	-0,79	-0,71
<u>RUSSIA</u>	-0,81	-0,85	-0,21	-0,51	-0,7	-0,72
<u>MOLDOVA</u>	-0,47	-0,62	-0,73	-0,49	-0,65	-0,86
<u>GUATEMALA</u>	-0,39	-0,85	-0,87	-0,07	-0,96	-0,74
<u>ECUADOR</u>	-0,19	-0,83	-0,85	-0,6	-0,71	-0,75

<u>NIGER</u>	-0,12	-0,56	-0,87	-0,63	-0,92	-0,87
<u>SWAZILAND</u>	-1,45	0,23	-0,6	-0,36	-0,95	-0,95
<u>RWANDA</u>	-1,09	-0,92	-0,56	-0,42	-0,9	-0,36
<u>PAPUA NEW GUINEA</u>	-0,03	-0,94	-1,01	-0,64	-0,82	-0,9
<u>DJIBOUTI</u>	-0,85	-0,44	-0,76	-0,76	-0,61	-0,94
<u>KENYA</u>	-0,34	-0,96	-0,81	-0,43	-0,98	-0,89
<u>INDONESIA</u>	-0,44	-1,38	-0,36	-0,42	-0,91	-0,9
<u>CAMBODIA</u>	-0,89	-0,6	-0,87	-0,25	-0,98	-0,97
<u>PARAGUAY</u>	-0,23	-0,71	-1,07	-0,6	-1,09	-0,99
<u>GEORGIA</u>	-0,34	-1,26	-0,8	-0,64	-0,87	-0,91
<u>KYRGYZ REPUBLIC</u>	-1,06	-0,91	-0,83	-0,06	-1,04	-0,92
<u>KAZAKHSTAN</u>	-1,21	-0,11	-0,63	-0,89	-0,98	-1,1
<u>ALGERIA</u>	-0,91	-1,42	-0,46	-0,93	-0,73	-0,49
<u>COMOROS</u>	-0,14	-0,13	-1,45	-1,06	-1,04	-1,14
<u>CAMEROON</u>	-1,18	-0,9	-0,64	-0,71	-1	-0,78
<u>GUINEA-BISSAU</u>	-0,62	-0,53	-1,25	-0,86	-1,26	-0,71
<u>SIERRA LEONE</u>	-0,49	-0,61	-1,32	-1,02	-1,1	-0,88
<u>SYRIA</u>	-1,72	-0,66	-0,72	-1,21	-0,4	-0,74
<u>LIBYA</u>	-1,79	-0,02	-0,73	-1,52	-0,65	-0,91
<u>NEPAL</u>	-1	-1,74	-0,9	-0,6	-0,82	-0,61
<u>IRAN</u>	-1,36	-0,91	-0,66	-1,33	-0,83	-0,59
<u>CUBA</u>	-1,88	0,18	-0,47	-1,81	-1,12	-0,62
<u>BANGLADESH</u>	-0,69	-1,24	-0,72	-1,15	-0,86	-1,09
<u>AZERBAIJAN</u>	-0,97	-1,52	-0,81	-0,57	-0,85	-1,04
<u>TOGO</u>	-1,22	-0,55	-1,31	-0,77	-1,01	-0,92
<u>VENEZUELA</u>	-0,46	-1,1	-0,96	-1,24	-1,1	-0,94
<u>GUINEA</u>	-1,12	-0,91	-0,93	-0,94	-1,09	-0,81
<u>ERITREA</u>	-1,96	-0,14	-1,05	-1,29	-0,78	-0,64
<u>ETHIOPIA</u>	-1,11	-0,98	-0,96	-1,19	-1	-0,85
<u>PAKISTAN</u>	-1,31	-1,59	-0,57	-1,03	-0,78	-0,87
<u>WEST BANK/GAZA</u>	-1,25	-1,33	-1,05	-1,02	-0,95	-0,6
<u>SOLOMON ISLANDS</u>	0,1	-0,7	-1,76	-1,47	-1,15	-1,23
<u>YEMEN</u>	-0,99	-1,48	-0,84	-1,04	-1,11	-0,84
<u>BELARUS</u>	-1,54	-0,24	-0,93	-1,78	-1,31	-0,91
<u>CHAD</u>	-1,09	-1,2	-1,29	-0,84	-1,15	-1,14
<u>CONGO</u>	-0,79	-1,41	-1,17	-1,16	-1,18	-1,02
<u>TAJKISTAN</u>	-1,12	-1,19	-1,05	-1,16	-1,18	-1,11
<u>EQUATORIAL GUINEA</u>	-1,71	-0,3	-1,4	-0,78	-1,05	-1,65
<u>ANGOLA</u>	-1,02	-0,95	-1,14	-1,4	-1,33	-1,12
<u>LAOS</u>	-1,55	-0,76	-1,02	-1,24	-1,27	-1,15
<u>NIGERIA</u>	-0,65	-1,78	-1,02	-1,26	-1,44	-1,11
<u>COTE D'IVOIRE</u>	-1,46	-2,28	-1,3	-0,83	-1,42	-1,01
<u>CENTRAL AFRICAN REPUBLIC</u>	-1,2	-1,43	-1,65	-1,28	-1,44	-1,36
<u>BURUNDI</u>	-1,13	-2,04	-1,24	-1,35	-1,5	-1,16
<u>UZBEKISTAN</u>	-1,75	-1,37	-1,04	-2,1	-1,3	-1,21
<u>KOREA, NORTH</u>	-2,05	-0,67	-1,68	-2,05	-1,15	-1,46
<u>SUDAN</u>	-1,81	-2,08	-1,28	-1,04	-1,59	-1,3
<u>TURKMENISTAN</u>	-1,9	-0,92	-1,37	-2,22	-1,43	-1,34
<u>ZIMBABWE</u>	-1,48	-1,86	-1,2	-2,15	-1,53	-1,01
<u>HAITI</u>	-1,5	-1,87	-1,9	-1,11	-1,66	-1,49
<u>LIBERIA</u>	-1,24	-2,2	-1,86	-1,83	-1,76	-0,86
<u>AFGHANISTAN</u>	-1,35	-2,03	-1,24	-2,05	-1,81	-1,33
<u>CONGO, DEM. REP.</u>	-1,64	-2,27	-1,41	-1,8	-1,74	-1,31
<u>MYANMAR</u>	-2,19	-1,21	-1,57	-2,34	-1,62	-1,49
<u>IRAQ</u>	-1,71	-2,87	-1,51	-1,79	-1,97	-1,45
<u>SOMALIA</u>	-1,58	-2,39	-2,32	-2,63	-2,31	-1,58

VEDLEGG 2: World Economic Forum og Euromoney

I tabellen nedenfor er World Economic Forum (WEF) sine delkarakterer for "Public institutions" og "Macroeconomic Environment"⁷ vist sammen med Euromoney sine delkarakterer for politisk risiko og økonomisk stabilitet.

WEFs indeks for "public institutions" bygger på svar fra aktører i næringslivet i hvert enkelt land. Aktørene blir blant annet spurt om deres oppfatning av rettsvesenets upartiskhet, lovverkets beskyttelse av finansielle aktiva, omfanget av kriminalitet og omfanget av korrupsjon i møte med offentlige myndigheter. WEFs indeks for makroøkonomiske forhold bygger delvis på økonomiske nøkkeltall som budsjettbalanse, inflasjon og reell valutakurs, delvis på landenes internasjonale kredittrating, og delvis på spørreundersøkelser i næringslivet om oppfatningen av landets økonomi, tilgang til kreditt og deres vurdering av om offentlige midler disponeres effektivt.

Euromoney sin karakter for politisk risiko er basert på et bredt utvalg av finansanalytikers vurdering av risikoen for manglende betaling for varer og tjenester, oppfyllelse av låneforpliktelser, handelskreditter eller innelåsing av kapital i det enkelte land. Magasinets karakter for økonomisk stabilitet er delvis basert på brutto nasjonal inntekt (BNI) tall pr innbygger, delvis på magasinets innsamling av økonomiske prognoser fra analytikere i finansbransjen.

Karaktersystemet fra WEF og Euromoney er forskjellig. I tabellen nedenfor er derfor landene oppført i grupper på desiler, hvor desilgruppene er beregnet ut fra maksimal score innenfor hvert karaktersystem. For indeksene fra WEF sitt vedkommende er dette beregnet i forhold til karakteren gitt til beste land innenfor hver kategori.

Karakter som andel av maks score	WEF – Public institutions index	Euromoney – politisk risiko	WEF – Macroeconomic environment index	Euromoney – økonomisk stabilitet
90-100 %	Qatar		Qatar F.arab.emirater	
80-90 %	<i>Chile</i> F.arab.emirater Estland <i>Taiwan</i> <i>Malaysia</i> <i>Israel</i> Jordan Uruguay Slovenia Kuwait Bahrain Botswana	Bermuda Slovenia <i>Taiwan</i> <i>Chile</i>	<i>Chile</i> Taiwan Malaysia Kuwait <i>Thailand</i> Estland	
70-80 %	Tunisia <i>Thailand</i> Litauen Slovakia Colombia Latvia Ghana <i>India</i> Egypt	Estland <i>Malaysia</i> F.arab.emirater Qatar Polen Slovakia Latvia Litauen Oman	Bahrain <i>Kina</i> Tunisia Slovenia Botswana Latvia Litauen Trinidad og T Kasakhstan	

⁷Kilde:http://www.weforum.org/pdf/Global_Competitiveness_Reports/Reports/GCR_05_06/Composition_of_the_Growth_Competitiveness_Index

	El Salvador	Trinidad og T <i>Israel</i> Bahrain <i>Kina</i> <i>Thailand</i>	Algerie <i>Israel</i> Slovakia <i>India</i> Jordan Egypt	
60-70 %	Mauritius <i>Kina</i> Namibia Costa Rica Peru Bulgaria Jamaica Serbia og M. <i>Brasil</i> Kroatia Argentina Panama Kasakhstan Romania	Botswana <i>India</i> Kroatia Tunisia Mauritius Saudi Arabia Costa Rica Marokko Bulgaria Russland Romania	El Salvador Russland Mauritius Vietnam Bulgaria <i>Indonesia</i> Namibia Ghana Marokko Kroatia Pakistan Peru <i>Filippinene</i> Romania Panama Nigeria Ukraina <i>Brasil</i> Ecuador	F.arab.emirater <i>Taiwan</i> Qatar Bermuda
50-60 %	Algerie Zimbabwe Trinidad og T Bolivia Marokko <i>Indonesia</i> Ukraina Russland Kenya Vietnam Nigeria Sri Lanka Pakistan <i>Filippinene</i> Domin.rep. Venezuela Guatemala	Panama <i>Tyrkia</i> Jordan Egypt Kasakhstan Algerie Uruguay Vietnam Colombia Namibia Peru Ukraina <i>Filippinene</i> <i>Indonesia</i> Jamaica	Guatemala Costa Rica Bangladesh Uruguay Sri Lanka Jamaica Bolivia Kenya Serbia og M.	Kuwait
40-50 %	Ecuador Bangladesh	Ghana Guatemala Sri Lanka Pakistan Domin. rep. Libanon Kenya	Domin. Rep.	<i>Israel</i> Bahrain Slovenia Saudi Arabia Trinidad og T. <i>Kina</i>
30-40 %		Bangladesh Serbia og M Ecuador Argentina Venezuela Zambia Nigeria	Zimbabwe	<i>Malaysia</i> <i>Chile</i> Litauen Estland Oman Slovakia Latvia Botswana Kroatia Russland Mauritius Algerie
20-30 %				Kasakhstan

				Costa Rica Bulgaria Panama <i>Thailand</i> Tunisia <i>Brasil</i> Namibia Romania Argentina Uruguay Marokko <i>India</i> Egypt <i>Tyrkia</i> Ukraina Peru Jordan Libanon El Salvador Guatemala Jamaica Sri Lanka Colombia Venezuela <i>Indonesia</i> <i>Filippinene</i> Vietnam
10-20 %		Elfenbenskysten		Pakistan Ecuador Domin. Rep. Serbia og M. Nigeria Bolivia Ghana Irak Zambia Kenya Bangladesh Elfenbenskysten
0-10 %		Zimbabwe Irak		Zimbabwe

VEDLEGG 3: JP Morgan Chase vurdering av oppgjørssystemer for aksjer og obligasjoner i lokale framvoksende markeder

Tabellen viser karakterer fra JP Morgan Chase vurdering av oppgjørssystemer hentet fra bankens "Settlement System Market Practice Assessment Report", inndelt i henholdsvis oppgjørssystemer for aksjer, statsobligasjoner og selskapsobligasjoner

	Aksjer	Statsoblige sjoner	Selskapso bligasjoner		Aksjer	Statsoblige sjoner	Selskaps obligasjo ner
Argentina	1,54	1,54	1,54	Namibia	2,35	2,35	2,35
Bahrain	2,11		2,11	Nigeria	2,11		2,11
Bangladesh	1,38	1,38	1,38	Oman	2,11		2,11
Bermuda	1,66		1,66	Panama	2		
Botswana	2,58		2,58	Pakistan	1,80		1,80
Brasil	1,68	1,13	1,08	Peru	1,92	1,92	1,92
Bulgaria	1,81	1,33		Filippinene	2,23		
Chile	2,33	2,33	2,33	Polen	1,50	1,50	
Kina, Shanghai	1,82	1,82	1,82	Qatar	2,15		
Colombia	2,11	1,13	2,11	Romania	1,50		1,50
Kroatia	1,38	1,38		Russland	2,63	2,22	
Tsjekkia	1,77	1,77	1,77	Saudi Arabia	1,33	1,21	1,33
Egypt	1,74	1,74	1,74	Serbia	1,25	1,25	1,25
Estland	1,54	1,54	1,54	Slovakia	1,88	1,88	1,88
Ghana	2,54		2,54	Slovenia	1,50		
Ungarn	1,46	1,46	1,46	Sør Afrika	1,46	1,33	1,33
India	1,77	1,54		Sør Korea	1,62	1,76	1,76
Indonesia	1,72	1,21	1,72	Sri Lanka	1,76		
Israel	2,11	2,11	2,11	Taiwan	1,65	1,65	1,96
Elfenbenskysten	1,93			Thailand	1,72		1,72
Jordan	2,55		2,55	Tunisia	1,57	1,57	1,57
Kasakhstan	2,11			Tyrkia	1,17	1,17	1,17
Kenya	2,15	2,35		Ukraina	2,62	1,21	
Kuwait	2		2	F.A. Emirater	1,58		2,44
Latvia	1,57	1,57	1,92	Uruguay	2,20	2	2
Libanon	2,15		2,15	Venezuela	2,72	1,55	2,72
Litauen	1,46	1,46		Vietnam	1,93	1,93	
Malaysia	1,77	1,17	1,77	Zambia	2,19	2,19	
Mauritius	1,54			Zimbabwe	2,72	2,72	2,72
Mexico	1,13	1,13	1,13				
Marokko	1,50	1,50	1,50				

I noen markeder gir JPMC flere ulike karakterer, avhengig av hvorvidt handel skjer med fysisk oppgjør eller dematerialisert, og hvorvidt det skjer over regulert markedsplass eller såkalt OTC. For enkelthets skyld er det kun vist én karakter pr land og aktivaklasse. I tilfeller hvor det er gitt flere karakterer er det tatt utgangspunkt i oppgjørsform med høyest karakter, som regel ikke-fysisk (dematerialisert) oppgjør over regulert markedsplass.

Karakteren 1,0 tilsvarer "best practice", mens 3,0 vil være synonymt med "worst practice".

VEDLEGG 4: Citibanks vurdering av oppgjørssystemer for obligasjoner i lokale framvoksende obligasjonsmarkeder

Tabellen viser kvaliteten på oppgjørssystemene sortert på tre nivåer, og hvor mange av G-30 gruppens anbefalinger (ni anbefalinger beskrevet under) som er gjennomført helt eller delvis i hvert land.

Land	Kategori	Antall av G-30 gruppens anbefalinger som er oppfylt	Land	Kategori	Antall av G-30 gruppens anbefalinger som er oppfylt
Argentina	3	6 (aksjer) 5 (renter)	Mexico	1	9
Bahrain	2	5	Marokko	2	6 (aksjer) 7 (renter)
Bangladesh	3	3	Oman	2	5
Bermuda	2	6	Pakistan	3	3(aksjer) 4 (renter)
Brasil	1	8	Palestinske områder	3	Mangler info
Bulgaria	2	8	Peru	2	8
Chile	1	7	Filippinene	2	4 (aksjer) 5 (renter)
Kina	2	4	Polen	1	8 (aksjer) 9 (renter)
Colombia	2	5 (aksjer) 7(renter)	Qatar	2	5(aksjer) NA (renter)
Costa Rica	2	9	Romania	3	5(aksjer) 6 (renter)
Kroatia	1	9	Russland	2	6
Tsjekiske republikk	1-2	6	Serbia og Montenegro	2	Mangler info
Egypt	2	6	Slovakia	2	7
Estland	1	7	Slovenia	2	9
Ungarn	1	8	Sør Afrika	2	8 (aksjer) 9 (renter)
India	2	7(aksjer) 5 (renter)	Sør Korea	2	9
Indonesia	3	8	Sri Lanka	2	5(aksjer) 0 (renter)
Israel	2	8	Taiwan	1-2	9 (aksjer) 8 (renter)
Jordan	2	7(aksjer) 1(renter)	Thailand	1-2	8
Kasakhstan	2	7	Tunisia	1	Mangler info
Latvia	1	9	Tyrkia	2	7
Libanon	2	Mangler info	Forente arab. Emir.	2	5
Litauen	2	7	Ukraina	2-3	4 (aksjer) 6 (renter)
Malaysia	2	8	Venezuela	3	4(aksjer) 6 (renter)
Mauritius	1	7	Vietnam	2	6

I tabellen fremkommer det enkeltland som er plassert på mer enn ett nivå. Dette skyldes at det kan være flere sentrale oppgjørssystemer i hvert enkelt land som er vurdert. I tilfeller hvor de ulike oppgjørssystemene er plassert på ulikt nivå, er intervallet gjengitt i tabellen.

Kriteriene for plassering i de tre nivåene er slik:

Nivå 1: Depotinstitusjonene har godt etablerte og testede funksjoner, ofte med betydelig ("tangible") støtte fra sentralbank/sentrale myndigheter. Det er få, om noen, potensielle spørsmål knyttet til evalueringsfaktorene, og de representerer ingen grunn til bekymring.

Nivå 2: Depotinstitusjonene har etablert akseptable tiltak hva angår de evaluerte faktorene, men kan ha en eller flere mangler som understreker behovet for forbedringer i forhold til evalueringskriteriene. I noen av tilfellene blir den spesifikke risiko balansert gjennom evalueringer av andre faktorer som er bedre enn gjennomsnittet.

Nivå 3: Depotinstitusjonene innehar høyere risiko enn gjennomsnittet i en eller flere evalueringsfaktorer. Investorene er relativt ubeskyttet. Sannsynligheten for mangler i utførelsen av depotfunksjoner er ukomfortabel høy, og mekanismer for å begrense effektene av dette kan også være utilstrekkelig.

ISSA/ G-30 gruppens ni anbefalinger til gode oppgjørssystemer er følgende:

- 1: Transaksjoner mellom direkte markedsdeltakere skal være gjennomført på handledag (T+0)
- 2: Indirekte markedsdeltakere skal ha mottatt bekreftelse på transaksjonsdetaljene én dag etter handledato (T+1)
- 3: Fullt utviklet sentralt verdipapirdepot
- 4: Et system for nåtids brutto oppgjør eller netting av handler som tilfredsstillende "Lamfalussy anbefalingene"
- 5: Parallell levering av verdipapirer mot betaling skal være gjennomført som oppgjørsmetode for alle verdipapirtransaksjoner
- 6: Betalinger knyttet til oppgjør skal følge "samme dag" praksis⁸
- 7: Et rullerende oppgjørssystem hvor alle handler gjøres opp senest tre dager etter handledato (T+3)
- 8: Eksisterende barrierer som hindrer innlån og utlån av verdipapirer skal fjernes
- 9: ISIN-nummerering av verdipapirer som definert i ISO-standard 6166 skal benyttes

I de tilfeller hvor kun ett tall er gjengitt i kolonnen for antall anbefalinger i tråd med G-30 i tabellen overfor, er like mange anbefalinger oppfylt i det lokale aksjemarkedet og det lokale rentemarkedet i henhold til Citibank's vurdering.

⁸ Dvs. at mottaker av kontanter ikke lider noe rentetap ved salg av verdipapirer