

2007 blev et godt år for Kaupthing. Afkastet var hele 23,5 pct. af egenkapitalen, og det var pænt over vores erklærede mål om en forrentning af egenkapitalen på 15 pct. Resultatet pr. aktie blev på 95 islandske kr. hvilket er et fald fra 127 fra 2006. Dette er et godt resultat sammenlignet med andre internationale banker.

Hvis vi ser på vores aktuelle udvikling, må vi desuden tage i betragtning at vi året før – i 2006 – havde en engangsgevinst fra salget af vores andel af Exista på 299 mio. euro før skat. Hvis vi ser bort fra den, udgjorde resultatet pr. aktie en stigning på 0,4 pct. Dette til trods for afskrivninger på 210 mio. euro på grund af eksponering på kreditmarkedet.

Sidste år blev et vendepunkt for de internationale finansmarkeder. I første halvdel af året fortsatte markederne deres stærke stigning, men *subprime*-krisen satte sit præg på anden halvdel. Kaupthing er en international bank og kan derfor ikke undgå virkningerne af kriserne mere end de andre internationale banker.

I forretningslivet, som i andre af livets områder, er der nogle ting der ligger inden for ens kontrol, mens andre ting ikke gør det. En international finanskris, eller skal vi kalde det turbulens, ligger ikke inden for det Kaupthing kan kontrollere, men hvordan vi forbereder os på den, og hvordan vi reagerer på den, gør. Vi kan ikke vælge hvilken tid vi lever i, men vi kan bestemme hvordan vi vil bruge den tid vi har.

Jeg vil ikke påstå at vi forudså problemerne på de internationale kreditmarkeder. Men efter Islands minikrise i 2006 blev vi yderst opmærksomme på nogle af de farer der lurder i det globale finansmiljø, og vi tog vores forholdsregler og forberedte os på en ugunstig udvikling i likviditet og priser på aktiver.

I 2006 kom de islandske banker og finanssystemet ud for en yderst kritisk og indimellem direkte fjendtlig granskning. Vi lyttede til de bekymringer der blev givet udtryk for, og handlede på dem som vi fandt der var hold i. En af bekymringerne gjaldt krydsejerskab: vi havde aktier i investeringselskabet Exista, der samtidig var vores største aktionær. Lignende modeller kendes andre steder fra, f.eks. Sverige. Vores aktier i Exista blev holdt på den oprindelige omkostning og blev trukket fra vores kapitalgrundlag så de i virkeligheden havde en negativ indvirkning på vores aktiekapital. Det lykkedes os på bedste vis at opløse dette krydsejerskab og vi realiserede en kapitalgevinst på 299 mio. euro. Læg venligst mærke til at der i dag ikke findes noget krydsejerskab i Kaupthing Bank selvom det ofte hævdes at være kernen i den såkaldte islandske forretningsmodel.

Kaupthing Bank blev kritiseret for at være afhængig af det europæiske kreditmarked. Vi spredte vores finansieringskilder.

Vi blev kritiseret for at være afhængig af engrosfinansiering. Vi lagde større vægt på at øge vores indlån. I begyndelsen af 2007 udgjorde indlånene 29 pct. af lånene til kunder. Vi satte os det mål at øge dette forhold til 40 pct. ved årets udgang, og vi endte på 42 pct. I år har vi hævet målet endnu engang og sigter mod 50 pct. ved udgangen af året.

Det er et væsentligt mål for Kaupthings ledelse at opretholde en rigelig likviditet. Vi har haft fordel af at være aktive på engrosmarkedet da markederne var gunstige i første halvdel af 2007. Den gennemsnitlige løbetid for vores gæld var fire år ved udgangen af 2007. Den har aldrig tidligere været så lang. I løbet af året fortsatte vi også med at sprede vores finansielle underlag ved flere offentlige emissioner og ved førstegangstransaktioner i nye regioner. Sidste år besluttede vi at købe den hollandske bank NIBC og havde allerede finansieret det køb fuldtud. På et senere tidspunkt blev vi enige med sælgerne om ikke at fortsætte med overtagelsen. Det betød en styrkelse af vores allerede stærke likviditet.

I år har vi taget væsentlige skridt til at frigøre likviditet. Vi forlader og sælger vores Asset Finance og Commodity Trade Finance i England, som ikke var del af vores kerneforretninger og frigjorde dermed 1,3 mia. euro i likviditet. Sidste uge offentliggjorde vi en serie *private placement* obligationer, hvilket svarer til andre 1,3 mia. euro i likviditet på betydeligt bedre betingelser end dem der blev angivet i vores *CDS spreads*. Set fra et likviditetssynspunkt er vores bank i en misundelsesværdig position.

Vi blev kritiseret for vores eksponering imod aktier. Derfor besluttede vi at sænke grænsen for aktiepositioner til højst 35 pct. af bankens risikokapital. Et andet skridt vi tog for at tilpasse vore forretningsmodel var etableringen af Kaupthing Capital Partners II, der er en privat kapitalfond på 500 mio pund sterling. Denne nye struktur gør det muligt for os at fortsætte med at investere sammen med vores kunder, selvom banken sænker sin aktierisiko.

Det lyder måske alt sammen lidt defensivt, men forsvar, kan jeg forsikre Dem om, er ikke vores eneste strategi.

I de seneste 11 år er Kaupthings balance steget med 101 pct. om året, vores egenskabel er vokset med 81 pct., overskuddet med 79 pct. og vigtigst af alt er resultat pr. aktie gået op med 45 pct.

Hvordan har vi så gjort det? Er det ved at følge en eller anden særlig islandsk forretningsmodel? Mit svar er ganske klart: NEJ. Kaupthing har bygget sin forretning på ægte, velprøvede forretningsprincipper.

Nationalitet har ikke noget at gøre med succes, ligesom det heller ikke har noget at gøre med fiasko. Jeg tror at det er en form for intellektuel dovenskab når nogle kommentatorer slår alle islandske selskaber over én kam og analyserer deres strategier ud fra nationalitet istedet for at indse at disse virksomheder i virkeligheden følger vidt forskellige strategier. Nogle

af dem har haft success, andre ikke. Det samme kan man sige om ethvert andet land. Selvfølgelig er erhvervslivets diversitet mindre i Island end i Danmark, men det betyder ikke at man kan generalisere mere i forhold til islandske firmaer end man kan i forhold til danske fordi de er mindre forskelligartede end virksomheder i f.eks. Sverige eller Tyskland.

Kaupthing har fulgt en fokuseret strategi, der oprindeligt blev formuleret i 1999. Vores mål var at øge de udenlandske aktiviteter til mindst 50 pct. på 5 år. Hvorfor ønskede vi at øge vores udenlandske aktiviteter? På det tidspunkt var vi langt den største aktør på det islandske værdipapirmarked med en markedsandel på mellem 30 og 40 pct. inden for alle vores forretningsområder. Men vi havde en stor andel af et lille marked. På det tidspunkt var vores egenkapital på 102 mio. danske kr. og balancen på 1,7 mia. danske kr.

Vi mente at vores markedsandel var for stor til at vi kunne vokse ved at vinde en endnu større andel af markedet, men samtidig var vores firma for lille til effektivt at konkurrere mod udenlandske banker. I bankverdenen har man fordel af stordrift, især for de mere komplekse og derfor lukrative produkter. Som jeg ser det, havde vi to muligheder: at vedblive med at være en lille lokal aktør i Island og lade udenlandske banker overtage de mest lukrative segmenter af det islandske marked, eller vi kunne udvide omfanget af vores hjemmemarked og blive en moderne bank i fuld skala.

Den anden årsag til at vi ønskede at ekspandere i udlandet var at det er store udsving i den islandske økonomi. Den islandske økonomi er både lille og hurtigt voksende, og begge faktorer bidrager til udsvingene. I Kaupthing besluttede vi at der kunne være en ide i for os at sprede vores risici og indtægtsstrøm for derved bedre at kunne håndtere disse uundgåelige udsving. Derfor er vi helt uenige med de røster der kritiserer os for at sprede os internationalt når man samtidig er bekymrede over ustabiliteten i Island.

Når vi nu bestemte os for at ekspandere uden for Island, er det oplagte spørgsmål hvad vi så har at tilbyde.

Vi har haft stor succes med produkter som *Capital Markets, Investment Banking, Corporate Banking, Treasury Services* og *Wealth Management* til iværksættere og mindre og mellemstore virksomheder. Vi kunne se store muligheder i at levere lignende ydelser til den samme type kunder i Skandinavien. Netop det kundesegment bliver ofte overset af de større banker.

Vores efterfølgende resultater - tror jeg godt jeg kan tillade mig at sige - taler for sig selv. Vores vækst har været hurtig og hovedsagelig – ca. 70 pct. – organisk, men understøttet af strategiske opkøb.

Opkøbene har været vellykkede. Vi er aldrig gået på kompromis i vurderingen af værdierne med det formål at vokse. I ingen af vores større akkvisitioner har vi betalt en pris der var højere end en kurs indreværdi faktor 1,5. Aktiverne skulle passe ind i vores strategi, og resultaterne viser at det er lykkedes os at forbedre driften af de opkøbte aktiver betragteligt i løbet af kort tid.

Vi købte FIH i 2004 for ca. 7,1 mia. danske kr. - en pris som mange mente var for høj. I 2003 havde FIH 159 medarbejdere, et overskud på 550 mio. kr. og en forrentning af egenkapitalen på 9,7 pct. Sidste år havde FIH 335 ansatte, et overskud på over 1,1 mia. kr. og en egenkapitalforrentning på 15,5 pct. Der er ingen længere der synes at det var et dyrt opkøb.

Vi har tilføjet Capital Market og Investment Banking til FIH's traditionelle udlånsaktiviteter, og både nye og gamle kunder har været glade for Kaupthing Banks måde at tilbyde integrerede finanstjenester på. Vi har føjet rådgivningstjenester af højeste karat til en ensidig udlånsforretning til erhvervslivet.

Købet af FIH har været en god investering for Kaupthing og har gavnet det danske samfund ved at skabe jobs og øge konkurrencen inden for banksektoren. Kaupthing har lagt mange kræfter i FIH's vækst, og den indre værdi af FIH's aktier er steget med 55 pct. siden vi købte banken. Jeg

tror jeg med sikkerhed kan sige at FIH er en meget stærkere organisation nu, end da vi købte den for mindre end fire år siden.

Jeg kan fortælle lignende historier om vores opkøb i Sverige og UK, og tro mig – det ville jeg mægtig gerne, men jeg er bange for at tiden ikke tillader det. Hvis I ønsker det, kan I finde historien under Investor Relations på vores hjemmeside, både i årsrapporterne og i forskellige præsentationer.

Jeg kan forestille mig at skeptikerne blandt os tænker at det lyder meget godt alt sammen, men hvis tingene går så godt, hvordan kan det så være at de såkaldte CDS-markeder har en anden opfattelse?

Det er et fair spørgsmål. Men CDS-markedet er ekstremt ugenomsigtigt og fuldstændig ureguleret. Alle bankers *spreads* har bredt sig kraftigt ud i de seneste måneder. Men de islandske banker startede fra et højere niveau.

Der er ingen måde hvorpå man kan slå aktuelle priser eller volumen op, eller få at vide hvem aktørerne er. Mange af aktørerne har brugt disse instrumenter på islandske banker som et generelt instrument til afdækning eller spekulation fordi de er så ustabile. En anden årsag er at obligationerne meget ofte blev brugt i CDO'er, eftersom de har en høj rating og et højt afkast. Mange af disse CDO'er bliver nu rullet ud p.g.a. situationen på kreditmarkederne, og som vi alle ved er risikoviljen aftaget

en del. Jeg tror derfor nærmere at det er en midlertidig overforsyning der har påvirket spreads'ene.

Men hvorfor denne mistillid til Island og islandske banker? En del af forklaringen kan være vores succes. Vi er vokset meget hurtigt, og nogle spørger måske sig selv om det har været klogt med den høje vækst. Det er endda blevet antydnet af en kommentator at Kaupthing er den mest gearede bank i verden. Sludder! Det havde været meget enkelt at kaste et blik på vores regnskaber og se at vores CAD ratio var på 11,8 pct. og vores Tier 1 Capital ratio på 9,6 pct. ved udgangen af 2007. Det er noget af det højeste blandt europæiske banker.

Der er også nogle der er bekymrede over kvaliteten af vores aktiver. Moody's offentliggjorde for nyligt en rapport om vores bank, og deres konklusion var at sænke vores vurdering til en stadig meget positiv A1, hvilket er den rating vi havde mellem 2004 og 2007. I mellemtiden havde Moody's imidlertid ændret deres rating-metode og det gav Kaupthing et kortvarigt løft til Triple-A. Det er vigtigt at huske på, at Moody's har ubegrænset adgang til vores regnskaber for at kunne foretage deres evaluering – en adgang som ingen anden markedsaktør har. Moody's rating viser at vi er et sundt foretagende.

Bureauets konklusion på vores udlånsportefølje var: ”Moody's har udført adskillige belastningstests på Kaupthings udlånsportefølje og udsat den for

forskellige tænkte situationer med default, vækst i aktiver og omsætning samt for scenarier hvor mængden af problemlån steg kraftigt. Disse tests viste at *Kaupthing kan modstå et betydeligt negativt pres*, og Moody's bemærker endvidere den større geografiske spredning af Kaupthings udlån, hvilket er en støttende faktor for testene.”

Et tredje forbehold kan være vores likviditet. Jeg har allerede givet udtryk for at vi har en stærk likviditet. Men De behøver ikke at tage mit ord for det. Moody's konkluderede i sin grundige gennemgang af banken: ”Efter at have udført omfattende belastningstests konkluderer Moody's at Kaupthings likviditetsprofil er stærk på grund af gældens løbetid kombineret med det høje niveau af disponibel likviditet på balancen samt en god likviditetsposition som følge af det aflyste køb af NIBC. Det udmeldte salg af dele af Kaupthing Singer & Friedlander tæller også positivt set fra et likviditetssynspunkt.”

En yderligere årsag til bekymring er den islandske økonomi. Island har samme kreditrating hos Moody's som Danmark, men med negativ udsigt. Men selv om ratingen ville blive sænket, er Island stadig en af verdens højst vurderede økonomier. Hvis man har to studerende og den ene får 13 og den anden får 11 – så har de begge to klaret sig pænt.

Hvis vi studerer fakta om Island, ser vi at:

Island er et stabilt demokrati med en åben og liberal økonomi,

Island er verdens mindst korrupte land ifølge Transparency International, Island har en af de mest positive befolkningssammensætninger i Europa, Island har et fuldt finansieret pensionssystem der er det største i OECD målt i procent af BNP, Island har foretaget profitable investeringer i energisektoren, Island er rigt når det gælder havets ressourcer, Den islandske stat har stort set ingen nettogæld, Sammen med de andre nordiske lande scorer Island højest på sociale indikatorer som livskvalitet, teknologisk avanceret niveau og ligestilling mellem kønnene.

Men nej, jeg forsøger ikke at hævde at Island er et Utopia eller at det er fejlfrit. Men jeg vil hævde at spreads'ene på CDS-markedet er absurde. Men disse spreads har ingen forbindelse til faktiske obligationshandler. Obligationsmarkedet tror ikke engang på disse spreads. For nylig prøvede vi at købe alle de islandske statsobligationer vi kunne få fat på, på euro-markedet. Vi fik 10 mio. euro til ren Libor-rente. Det fortæller os at ingen for alvor tror at spreads'ene er *fair value* for disse aktiver.

En bekymring der indimellem bliver luftet om Island er landets brutto-gældsbyrde. Grunden er at banksektoren er så enorm. Lande med højere brutto-gældsforpligtelser er Schweiz, Irland og England. Hvad tallene ikke viser, er at fire islandske banker alle har opkøbt udenlandske banker. Disse banker er naturligvis en del af banksystemet i deres hjemlande selv om

ejeren tilfældigvis er islænding. De udenlandske banker er reguleret af finansmyndigheder og nationalbanker i deres hjemlande og deres balancer er ikke islandske forpligtelser.

Er der nogen der tror på at Island ville være bedre stillet uden sine banker? Eller at de islandske banker ville være stærkere uden deres udenlandske aktiviteter? Er eksport af finansielle ydelser på nogen måde mindreværdigt i forhold til eksport af industriprodukter? Jeg tror næppe schweizerne ville være enige her. Er der nogen der tror at Danmark ville være ringere stillet hvis General Electric var dansk? GE's gæld er 2,5 gange så stor som Danmarks bruttonationalprodukt.

En anden ting man bør have i tankerne om Kaupthing er, at den risiko der relaterer sig til Island er begrænset. 68 pct. af vores aktiver og 67 pct. af vores indtægter foregår uden for Island. Derudover har vi fuldtud afdækket vores egenkapital i udenlandske valutaer hvilket betyder at en forringelse af den islandske krone ingen indflydelse har på vores egenkapitalgrad.

Alt dette er fakta, og jeg er overbevist om at på et eller andet tidspunkt vil CDS-markederne vende tilbage til realiteterne.

Når det kommer til stykket er det resultaterne der tæller. Vi har leveret dem og vil fortsætte med at gøre det.

Vi i Kaupthing tager mange skridt i retning af at imødekomme nye realiteter på finansmarkederne. Vi har udtalt at væksten i udlån vil aftage betydeligt. Markedernes budskab til alle markedsaktører er at der er blevet mindre kapital, og at højere priser derfor flytter rundt på den. Indtil for nyligt overførte store internationale banker kredit fra balancen til hedgefonde og forskellige off-balance instrumenter. Som finansieringen af disse instrumenter bliver mindre fordelagtig, flytter kreditten tilbage til bankerne som har en begrænset evne til absorbere den, og det betyder at der er mindre plads til anden udlånsvirksomhed. Priserne på aktiver skal igen tilpasse sig det der i virkeligheden er en formindskelse af pengemængden. Det er ikke et problem som Kaupthing har skabt eller er i stand til at løse, men det betyder at prisen på kredit til os alle – både forbrugere og erhvervsvirksomheder – vil stige. Men kapital har været dyr tidligere, faktisk i de fleste perioder, men sund bankvirksomhed har overlevet disse perioder, og forandringerne har i realiteten åbnet for nye muligheder.

I lyset af den nye situation har vi dæmpet vores vækst ved ikke at fuldføre den overtagelse af NIBC som tidligere var aftalt. Det er sket på baggrund af en gensidig aftale mellem os og sælgeren. Årsagen var at det ikke længere var muligt at opnå de synergier vi havde forventet da vi aftalte handlen i august.

Vi har lanceret vores første detailprodukt – Kaupthing Edge – der er en internet-indlånsbank i fem lande, og antallet af lande fordobler vi snart. For banken repræsenterer Kaupthing Edge et strategisk skift som vi har forberedt i næsten to år, men som ikke er et direkte svar på de seneste begivenheder.

Vi sænker vores omkostninger og har meddelt at vores omkostninger i det første kvartal af 2008 vil være 10-15 pct. lavere end i det foregående kvartal.

Jeg er blevet bedt om at kommentere de danske skrivelser og kommentarer om Kaupthing, og det er ingen hemmelighed at jeg har været skuffet over nogle af dem.

Det jeg har indvendinger mod er ikke at de danske medier viser interesse for Kaupthing og Island. Det er en interesse jeg byder velkommen. Jeg er slet ikke fornærmet over at journalister og analytikere indimellem finder at Kaupthings aktier er overvurderet. Det er vel kernen i et velfungerende marked at markedsaktørerne udveksler synspunkter om priser. Jeg har heller ikke noget imod at analytikere eller journalister fastholder at den islandske krone er overvurderet. Det er faktisk et synspunkt jeg selv offentligt har støttet i mange år.

Det, jeg opponerer mod, er den konstante rygtestrøm, når journalister offentliggør historier der oplagt er forkerte og hvor det nemt kunne checkes om der er et eneste gran af sandhed i dem. Et nyere eksempel er spekulationen om at den islandske centralbank ville tvinge Kaupthing til at sælge FIH. Journalisten kunne have ringet til hvilken som helst advokat i Island og spurgt om centralbanken havde nogen som helst kompetence eller myndighed til at gøre sådan noget. Hvorfor gjorde han ikke det? Hvorfor checkede han ikke om centralbanken var kommet med udtalelser der kunne tolkes i den retning? Hvad var formålet med historien? Var avisernes læsere godt tjente med sådanne fantasier? Måske er det slet ikke mig der skal klage over den type historier men den velinformede danske offentlighed.

Island er blevet sammenlignet med lande som Tyrkiet, Thailand og Zimbabwe. Er der virkelig nogen der tror at det er muligt at sammenligne et udviklet liberalt demokrati med lande, der har været ude af stand til at udvikle den institutionelle infrastruktur, der kræves for at skabe velstand? Næppe, i hvert fald ikke hvis man følger sund fornuft eller økonomisk teori.

Der har også været sensationslystne historier om Island i nogle medier, selv efter at de er blevet korrigeret adskillige gange.

Jeg siger ikke at det alt sammen er ondsindede eller bevidste løgne. Den amerikanske filosof Harry G. Frankfurt skrev for nylig en bog med titlen ”On Bullshit”. Dér siger han: ”Det er netop denne mangel på forbindelse til en omsorg for sandheden – denne ligegyldighed med hvordan tingene i virkeligheden hænger sammen – som jeg betragter som kernen i bullshit.”

Og det er denne mangel på fornuftig omgang med sandheden i visse medierapporter som jeg opponerer mod. Alle fortjener den minimale respekt at folk forsøger at beskrive dem på en fair måde. Frankfurt siger også: ”Bullshit er uundgåelig når situationen fordrer at nogen taler uden at vide hvad de taler om.” De der kommenterer banken skulle checke deres oplysninger før de gør det.

Den tidligere formand for den amerikanske centralbank Federal Reserve, Alan Greenspan, sagde engang: ”If I made myself too clear, you must have misunderstood me”.

(Ulla: Jeg synes vi skal beholde citatet på engelsk – men en oversættelse kunne være: ”Hvis det var helt klart hvad jeg sagde, må I have misforstået mig.”)

Jeg håber at det, jeg sagde, var helt klart - og at I har forstået mig ret.

Mange tak for Deres opmærksomhed.

