
Kapitalfonde, kapitalbevægelser og valutamarkedet

Peter Jayaswal, Regnskabsafdelingen, Mette Kornvig, Statistisk Afdeling og Katrine Skjærbæk, Handelsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

I de seneste år har der i Danmark været en række virksomhedsopkøb med udenlandske kapitalfonde involveret. Samlet estimeres udenlandske kapitalfonde fra 2005 til og med 1. kvartal 2006 at have opkøbt danske virksomheder for i omegnen af 120 mia.kr.

Opkøbene indebærer kapitalbevægelser mellem Danmark og udlandet, der offentliggøres i statistikken *Betalingsbalancens finansielle poster*. Statistikken viser finansielle transaktioner mellem Danmark og udlandet og dækker bl.a. over direkte investeringer, porteføljeinvesteringer og andre investeringer.

Da kapitalfondenes opkøb primært er finansieret ved banklån, bliver direkte investeringer mindre dækkende for omfanget af udlandets køb af danske virksomheder. Det skyldes, at lånene typisk er optaget af en dansk enhed, fx et holdingselskab, og at banklån ikke indgår under direkte investeringer. Kun egenkapitaloverførsel og lån fra kapitalfondene betragtes som en direkte investering. Denne direkte investering kommer endvidere ofte til det danske holdingselskab via virksomheder oprettet i andre lande end kapitalfondens oprindelsesland. Det har betydning for direkte investeringers lande- og branchefordeling.

Kapitalbevægelser som følge af udenlandske kapitalfondes opkøb af danske virksomheder giver normalt anledning til køb og salg af danske kroner mod valuta på kronevalutamarkedet. Valutahandlen sker typisk på flere tidspunkter i forbindelse med opkøbet. Ofte vil der op til afviklingen af et virksomhedsopkøb være en øget efterspørgsel efter kroner, dvs. en tendens til styrkelse af kronen, mens selve afviklingen typisk vil medføre et udbud af kroner, dvs. en tendens til svækkelse af kronen. Påvirkningen på kronekursen forårsaget af selv et stort opkøb er imidlertid ikke større, end at det er håndterbart for aktørerne på kronevalutamarkedet.

Udenlandske kapitalfondes stigende betydning for virksomhedshandler har rettet fokus på en række aspekter omkring kapitalfonde. Formå-

let med denne artikel er dog begrænset til at bidrage til en forståelse af, hvordan kapitalfondes opkøb påvirker kapitalbevægelserne mellem Danmark og udlandet og dermed statistikkerne herfor samt valutamarkedet. Der ses alene på udenlandske kapitalfondes opkøb i Danmark. Det skyldes, at danske kapitalfondes opkøb af danske virksomheder normalt ikke vil give anledning til kapitalbevægelser mellem Danmark og udlandet, samt at danske kapitalfondes opkøb af udenlandske virksomheder har været mindre omfattende end udenlandske kapitalfondes aktiviteter i Danmark.

HVAD ER EN KAPITALFOND?

En kapitalfond investerer i virksomheder på vegne af en række investorer. Den minder derfor umiddelbart om en investeringsforening, men der er væsentlige forskelle. En forskel er, at en kapitalfond er en aktiv ejer, hvorimod en investeringsforening er en passiv medejer. En anden betydelig forskel er, at investering i kapitalfonde kun er åbent for udvalgte investorer, og at investeringen ikke er omsættelig på samme måde som et investeringsbevis. Desuden koncentrerer en kapitalfond sig typisk om nogle få virksomheder, mens en investeringsforening spreder risikoen over flere virksomheder.

Endelig er kapitalfondes investeringer lånefinansieret, mens det typisk ikke er tilfældet for investeringsforeninger. Kapitalfondenes egenfinansiering i form af investorernes kapitalindskud udgør normalt en relativ lille del. Opbygningen af en kapitalfond er beskrevet nærmere i boks 1.

KAPITALBEVÆGELSER

Kapitalbevægelser i forbindelse med en udenlandsk kapitalfonds opkøb af en dansk virksomhed er skitseret i figur 2, hvor der sondres mellem Danmark og udlandet.

Sondringen har betydning for *betalingsbalancens finansielle poster*, der er en opgørelse af kapitalbevægelser mellem valutaindlændinge og -udlændinge uafhængigt af valuta.¹ En transaktion mellem to danske virksomheder i euro er således ikke betalingsbalancerelevant, mens en transaktion i kroner mellem en dansk og en udenlandsk virksomhed er relevant.

På *kronevalutamarkedet*, hvor der handles kroner mod valuta, er de involverede partners valutastatus i betalingsbalancen imidlertid irrele-

¹ Valutaindlændinge omfatter virksomheder med hjemsted i Danmark, uanset om de er dansk eller udenlandsk ejet, og personer med intention om at opholde sig i Danmark i en periode af mindst 1 år uanset statsborgerskab.

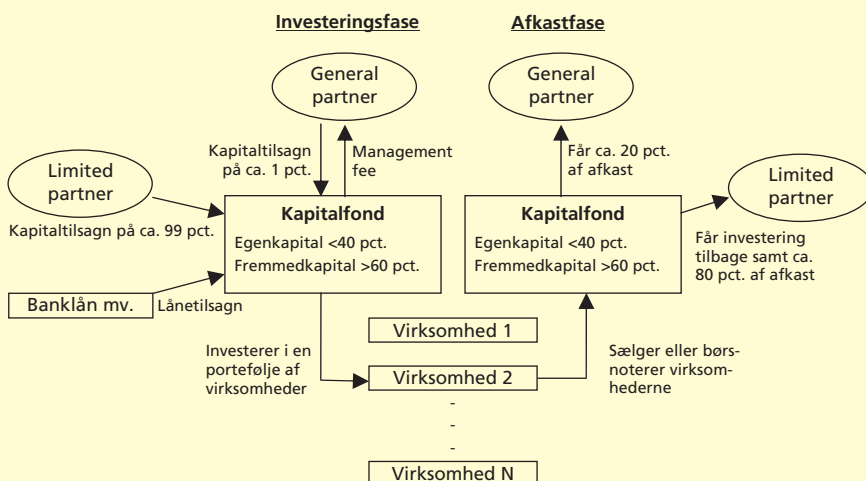
OPBYGNINGEN AF EN KAPITALFOND

Boks 1

Kapitalfonde investerer primært i unoterede virksomheder eller noterede virksomheder, der efterfølgende afnoteres. Målet er efter en årrække at sælge virksomhederne med en fortjeneste, der fordeles mellem investorerne, jf. nedenstående figur.

EN KAPITALFONDS "OPBYGNING"

Figur 1



Deltagelse i en kapitalfond kræver normalt meget kapital, og investorerne ("limited partners") er typisk institutionelle investorer og velhavende privatpersoner. Investorerne giver et kapitaltilsagn, hvorpå kapitalfonden kan trække midler i forbindelse med en virksomhedshandel.

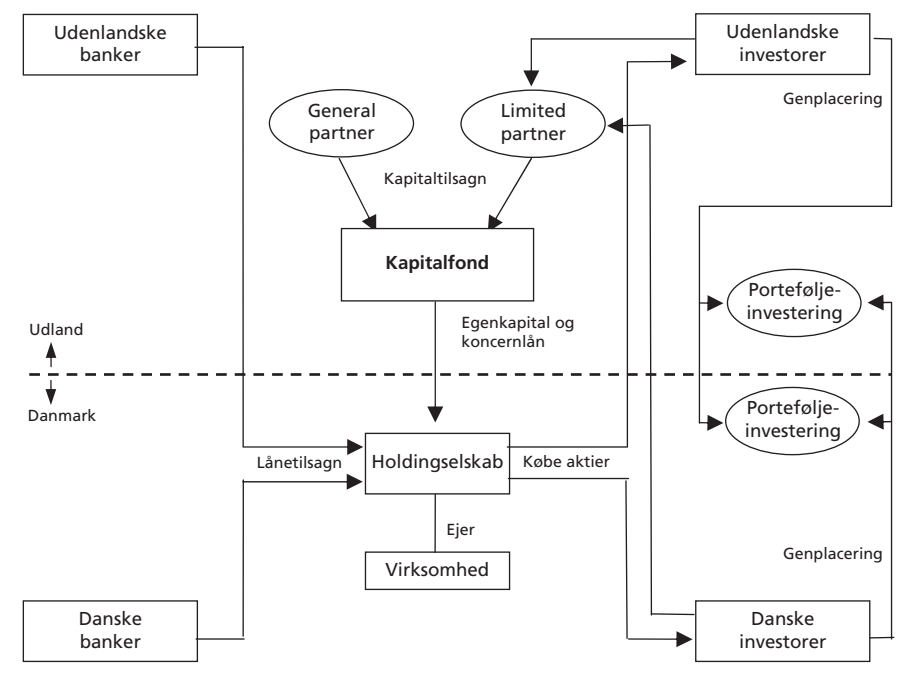
En kapitalfond administreres af personer ("general partners" eller administratorer), der er specialiseret i virksomhedsopkøb og -udvikling. De modtager et honorar på typisk 1-2 pct. af kapitaltilsagnet ("management fee") og investerer selv i kapitalfonden. Administratorerne har derfor en økonomisk interesse i investeringen. Samtidig vil de normalt indtræde i en opkøbt virksomheds bestyrelse for derigennem at udøve indflydelse på virksomheden.

Når en kapitalfond opkøber en virksomhed, er der typisk tale om et lånefinansieret opkøb (leveraged buyout, LBO). Egenfinansieringen i form af partnernes kapitalindskud udgør sjældent mere end 40 pct. og ofte mindre med en fordeling på typisk 1 pct. fra administratorerne og resten fra investorerne. Den resterende kapital til opkøbet fremskaffes via låntagning, hvor långiverne får sikkerhed i form af kapitalfondens ejerskab af virksomheden.

Når virksomhederne sælges, får investorerne deres investering tilbage samt typisk 80 pct. af det eventuelle afkast. De resterende 20 pct. af afkastet modtager administratorerne. Herefter lukkes kapitalfonden.

KAPITALBEVÆGELSER VED VIRKSOMHEDSOPKØB

Figur 2



vant. Det er i stedet udbud og efterspørgsel efter kroner, der er interessant. Der kan således være kapitalbevægelser, der er relevante for betalingsbalancen, men uden betydning for kronekursen, og omvendt.

Oftest opretter kapitalfonden et dansk holdingselskab, der finansierer opkøbet med midler fra dens ejer, dvs. kapitalfonden i form af egenfinansiering, og fremmedfinansiering i form af banklån mv. I andre tilfælde opkøbes virksomheden af en udenlandsk kapitalfond uden anvendelse af et holdingselskab. Det giver anledning til kapitalbevægelser direkte til virksomheden.

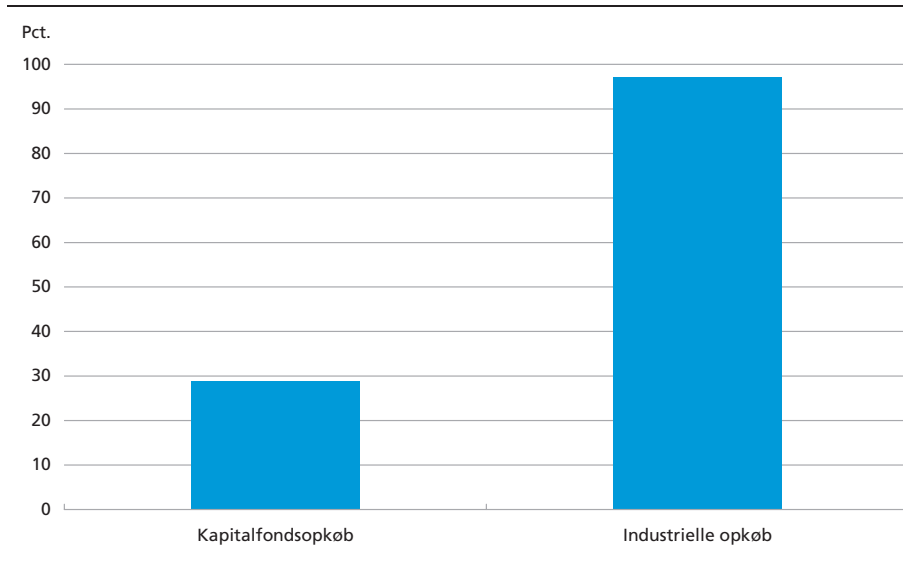
Fremmedfinansiering er ofte lån fra udenlandske banker, hvilket giver anledning til kapitalbevægelser mellem Danmark og udlandet, hvis lånet er optaget af en valutaindlænding, i dette tilfælde holdingselskabet. Lånene kan også komme fra danske banker og dermed ikke give anledning til kapitalbevægelser mellem Danmark og udlandet.

Egenfinansiering sker i form af egenkapitaloverførsel og lån fra kapitalfonden, der samlet betegnes som en direkte investering. Uanset om der er oprettet et holdingselskab eller ej, giver egenfinansieringen anledning til kapitalbevægelser mellem Danmark og udlandet til enten holdingselskabet eller virksomheden.¹

¹ Kapitaltilsagnet til kapitalfonden kan imidlertid komme fra danske investorer, hvilket vil give en kapitalbevægelse fra Danmark til den udenlandske kapitalfond.

DIREKTE INVESTERINGERS ANDEL AF KØBESUMMEN I PERIODEN 2005 OG 1. KVARTAL 2006

Figur 3



De oprindelige ejere af den opkøbte virksomhed kan både være indenlandske og udenlandske investorer. Kapitalbevægelserne påvirkes af, om disse investorer genplacerer pengene i Danmark eller i udlandet.

PÅVIRKNING AF STATISTIK FOR KAPITALBEVÆGELSER

Lånefinansiering medfører undervurdering af handelsomfang

Direkte investeringer som følge af udenlandske kapitalfondes opkøb af danske virksomheder har haft et omfang på 35 mia.kr. i 2005 og 1. kvartal 2006. Det dækker imidlertid langt fra omfanget af kapitalfondenes samlede opkøb, der estimeres at have været i omegnen af 120 mia.kr., hvortil skal lægges overtagelse af selskabernes gæld. Det skyldes, at kapitalfondenes opkøb primært er finansieret ved banklån optaget af en dansk enhed, fx et holdingselskab, og at banklån ikke indgår under direkte investeringer.

Dermed giver direkte investeringer ikke nødvendigvis det fulde billede af udlandets køb af danske virksomheder, og der fås typisk en anden fordeling i statistikken for kapitalbevægelser, end når en virksomhed køber en anden virksomhed, et såkaldt industrielt opkøb, hvor den direkte investering i højere grad svarer til købesummen, jf. figur 3. Når opkøbet foretages af en kapitalfond, vil størstedelen af kapitalind-

strømningen blive rubriceret som andre investeringer og kun en mindre del som direkte investeringer.¹

Nedgang i porteføljeaktier

Ved udenlandske kapitalfondes opkøb af et dansk børsnoteret aktieselskab vil der ofte ses en nedgang i udlandets porteføljeaktier i Danmark. Denne effekt er ikke speciel for opkøb foretaget af kapitalfonde, men ses ligeledes ved industrielle virksomhedsopkøb. Nedgangen i porteføljeaktier skyldes, at aktierne i den opkøbte virksomhed inden opkøbet ofte er delvist ejet af udlændinge. Instrumentfordelingen går således fra porteføljeinvestering til direkte investering og især andre investeringer.²

Hvis de udenlandske investorer vælger at genplacere i danske værdipapirer vil der ikke være nedgang i udlandets porteføljeinvesteringer i Danmark.

Der kan ikke gives et entydigt billede af genplaceringen, men en gennemgang af de væsentligste opkøb foretaget af kapitalfonde fra 2005 til og med 1. kvartal 2006 viser ikke tendens til, at de udenlandske investorer genplacerer i Danmark. En forklaring kan være, at investorerne følger et bestemt brancheindeks.

Betydning for branche- og landefordeling

Når de udenlandske kapitalfonde opretter et dansk holdingselskab, er der i betalingsbalancestatistikken ikke tale om finansielle transaktioner mellem kapitalfonden og den opkøbte virksomhed, da denne netop ejes af det danske holdingselskab. Derimod giver det anledning til kapitalbevægelser mellem udlandet og det danske holdingselskab, der bl.a. modtager egenkapitaloverførsel og lån fra kapitalfonden og lån fra udenlandske banker.

Det har den effekt på *branchefordelingen*, at der ofte vil være en udenlandsk direkte investering i branchen ikke-finansielle holdingselskaber og ikke i branchen for den opkøbte virksomhed.

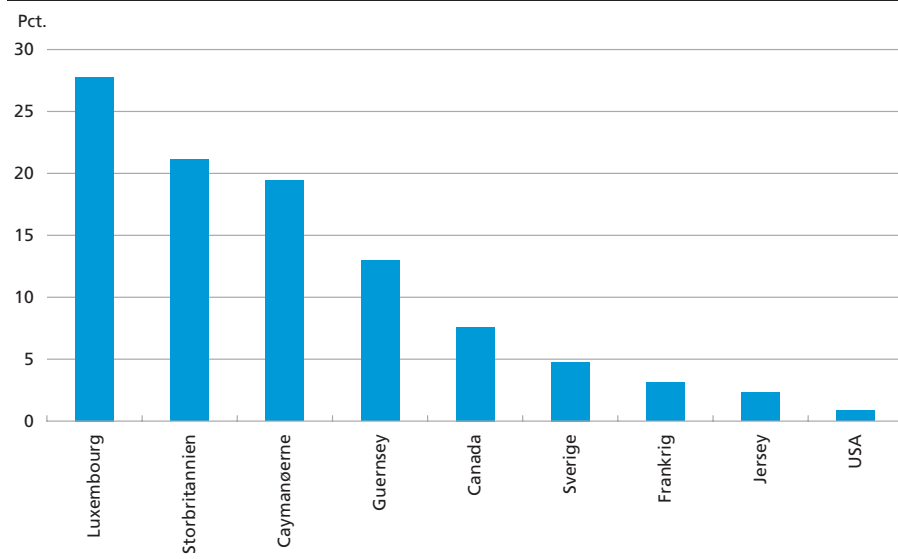
Landefordelingen for den direkte investering påvirkes også, da investeringen typisk kommer via selskaber oprettet i andre lande end kapitalfondens oprindelsesland, jf. figur 4. Hvis fx en amerikansk kapitalfond opkøber en dansk virksomhed via et selskab i Luxembourg, vil den direk-

1 I forbindelse med oprettelse af et dansk holdingselskab kan der ligefrem være en nedgang i udlandets direkte investeringer i Danmark. Fx kan den udenlandske kapitalfond i forvejen have en direkte investering i virksomheden. Hvis kapitalfonden i forbindelse med yderligere opkøb af virksomheden flytter ejerskabet til et danskoprettet holdingselskab, og værdien af den oprindelige direkte investering overstiger værdien af den nye direkte investering i holdingselskabet, vil direkte investeringer i Danmark isoleret set falde.

2 I det tilfælde, hvor en udenlandsk investor har haft en direkte investering i den opkøbte virksomhed, vil nedgangen naturligvis forekomme under direkte investeringer.

LANDEFORDELING AF DIREKTE INVESTERINGER I DANMARK FORETAGET
AF UDENLANDSKE KAPITALFONDE I PERIODEN 2005 OG 1. KVARTAL 2006

Figur 4



te investering i enten holdingselskabet eller den opkøbte virksomhed være fra Luxembourg og ikke USA.

VALUTAMARKEDET

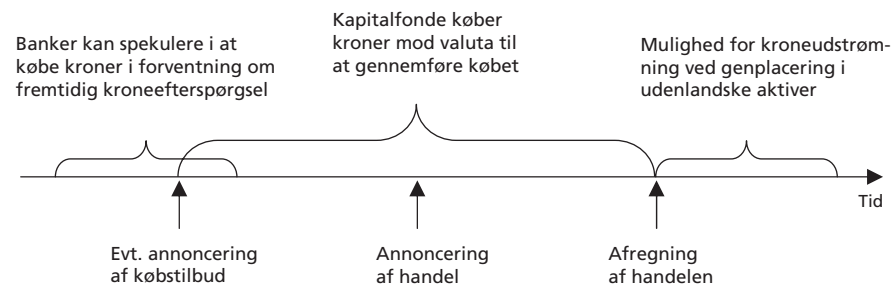
Alle handler af valuta mod kroner påvirker kronekursen. Det er derfor ikke muligt at isolere den specifikke effekt af en udenlandsk kapitalfonds opkøb af en dansk virksomhed. Omkring de større handler kan det dog være interessant at følge udviklingen i kronekursen, da der kan være tale om meget store beløb. Sammenhængen mellem kapitalbevægelser og kronekursen forsvinder dog mange gange i modgående transaktioner på valutamarkedet, ligesom kapitalbevægelser som tidligere nævnt ikke behøver at føre til handel med kroner mod valuta.

Kronehandel i forbindelse med opkøb og påvirkning af kronekursen

I den udstrækning en udenlandsk kapitalfonds opkøb af en dansk virksomhed indebærer køb og salg af danske kroner mod valuta, kan det finde sted på flere tidspunkter i forbindelse med handlen, jf. figur 5. Først i forbindelse med at kapitalfonden tilvejebringer kronebeløbet til køb af virksomheden, og senere, når handlen afregnes, og de tidligere ejere modtager den aftalte købesum, som de kan vælge at beholde i danske kroner eller veksle til anden valuta. Endvidere kan det forekomme, at forventninger om et kommende opkøb får valutahandlere til at

TIDSLINJE: EKSEMPEL PÅ OPKØB

Figur 5



købe kroner til deres spekulative valutapositioner, før kapitalfondene selv begynder at skaffe kroner.

Finansiering af opkøbet

Når en udenlandsk kapitalfond køber en dansk virksomhed, skal kapitalfonden normalt skaffe et kronebeløb til at betale virksomhedens ejere. Til dette formål vil kapitalfonden typisk alliere sig med en eller flere udenlandske eller danske bankforbindelser.

Som tidligere beskrevet bidrager kapitalfonden normalt med en egenkapital, som udgør en mindre del af købesummen. Egenkapital indskudt i udenlandsk valuta kan veksles til danske kroner ved at købe danske kroner og sælge valuta enten spot eller på termin. Er beløbet stort, kan handlerne med fordel fordeles ud over en periode, så kronevalutamarkedet bedre kan absorbere transaktionerne.

Den resterende og største del af købesummen finansieres ved låneoptagelse. Lånene kan optages enten direkte i danske kroner, eller i en anden valuta, som derefter veksles til danske kroner ved ligeledes at købe kroner mod valuta spot eller på termin. Der kan også indgås såkaldte FX swaps for at tilvejebringe kronelikviditet på kort sigt, jf. boks 2.

Effekten på kronekursen afhænger af, hvordan det specifikke virksomhedsopkøb er skruet sammen med hensyn til låntagning og brug af valutahandler. Effekten kan også være nul.

Ved et opkøb af en dansk virksomhed med afregning i danske kroner vil den del af købesummen, der tilvejebringes ved spothandler og terminshandler påvirke kronekursen. Kapitalfondens bankforbindelse efterspørger danske kroner, som købes af andre banker og bankernes andre kunder, og kroneefterspørgslen styrker alt andet lige kronen. Danske kroner kan købes hos både danske og udenlandske banker. Udenlandske banker kan have positioner i danske kroner i længere tid,

**DE MEST BENYTTETDE PRODUKTER PÅ KRONEVALUTAMARKEDET OG
DERES EFFEKT PÅ KRONEKURSEN**

Boks 2

Valutahandlers effekt på kronekursen afhænger af, hvilke former for valutahandler, der benyttes. Ifølge en global undersøgelse af omsætningen på valuta- og derivatmarkedet i april 2004 foretaget af BIS udgjorde spothandler, terminshandler og FX swaps henholdsvis 20 pct., 8 pct. og 69 pct. af den samlede omsætning på kronevalutamarkedet, jf. Abildgren (2006), hvori kronevalutamarkedet er beskrevet nærmere.

- **Spothandel:** Køb eller salg af én valuta mod en anden valuta til afvikling to bankdage efter handlens indgåelse.
- **Terminshandel:** Køb eller salg af én valuta mod en anden valuta til afvikling på en fastsat fremtidig dato, der ligger senere end to bankdage efter handlens indgåelse.
- **FX swaps:** Valutahandler, der består af en spothandel kombineret med en modgående terminshandel.

En FX swap kan benyttes til kortfristet lånefinansiering, hvor man i en periode låner eller udlåner kroner til swapmodparten mod sikkerhed i en anden valuta.

Handles danske kroner mod en anden valuta spot, finder en eventuel påvirkning af kronekursen sted straks. Indgås terminsforretninger, hvor der købes eller sælges danske kroner til levering på en fremtidig dato, vil effekten på kronekursen også som regel kunne observeres straks, da bankerne typisk afdækker indgåede terminshandler via en spothandel. Hvis en kunde indgår en aftale med en bank om at købe danske kroner til levering på en fremtidig dato mod betaling i en anden valuta, vil banken normalt købe de danske kroner med det samme til den i øjeblikket gældende kurs, hvorved kursrisikoen fjernes.

I modsætning hertil påvirker indgåelsen af en FX swap ikke kronekursen, idet en FX swap svarer til en spothandel med modgående terminsforretning – eksempelvis køber en kunde kroner spot og sælger samtidig kroner på en fremtidig terminsdato af en bank. Købet af kroner styrker alt andet lige kronekursen. Salget af kroner på termin inddækkes af banken ved straks at sælge kroner, og det svækker alt andet lige kronen. Nettoeffekten på kronekursen er således nul.

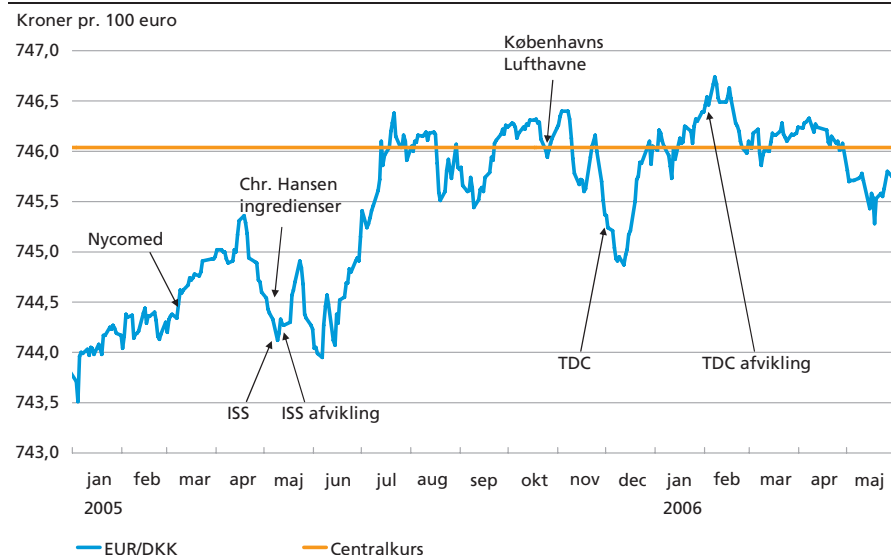
men typisk vil en efterspørgsel efter danske kroner ende i Danmark idet de udenlandske banker henvender sig hos danske banker og køber kroner.

Den del af virksomhedsopkøbet, der finansieres ved låntagning i danske kroner – herunder via FX swaps – har normalt ingen effekt på kronekursen. Jo større en del af et virksomhedsopkøb, der er lånefinansieret i danske kroner, jo mindre vil kronekursen påvirkes af købet.

Betragtes de største opkøb af danske virksomheder foretaget af udenlandske kapitalfonde i 2005 og 1. kvartal 2006, sås en tendens til, at kronen styrkedes i forbindelse med finansieringen af opkøbene. Det indtil nu største opkøb af en dansk virksomhed var opkøbet af TDC A/S, der blev købt af fem kapitalfonde, som sammen oprettede det danske holdingselskab Nordic Telephone Company (NTC). Købstilbuddet på TDC blev annonceret ultimo november 2005. Da lånene til finansiering af

KRUNEKURS OG STORE OPKØB AF UDENLANDSKE KAPITALFONDE

Figur 6



Anm.: En styrkelse af kronen svarer til, at valutakursen målt i kroner pr. 100 euro falder, og en svækkelse af kronen svarer til, at valutakursen stiger.

Pilene for Nycomed og Chr. Hansen ingredienser henviser til tidspunktet for offentliggørelse af handlen. Pilen for ISS henviser til tidspunktet for annoncering af, at handlen ville blive gennemført. Pilene for Københavns Lufthavne og TDC henviser til tidspunktet for annoncering af købstilbud. Pilene "afvikling" henviser til tidspunkt for afregning af handlen med de tidligere aktionærer.

opkøbet blev optaget i euro, mens afregningen fandt sted i danske kroner, skulle NTC via deres bankforbindelse veksle udenlandsk valuta til danske kroner, hvilket gav anledning til en efterspørgsel efter kroner. Samtidig styrkedes kronen over for euro i en 14-dages periode fra sidst i november til først i december, jf. figur 6.

En anden stor handel fandt sted i maj 2005, hvor to udenlandske kapitalfonde købte ISS A/S. Kapitalfondene afgav et købstilbud sidst i marts 2005, og den 9. maj blev det annonceret, at opkøbet ville blive gennemført. Kronekursen lå stort set uændret i dagene omkring offentliggørelsen af købstilbuddet. I perioden op til offentliggørelsen af handlens gennemførelse og på selve offentliggørelsesdagen styrkedes kronekursen betydeligt over for euro. Kronen blev ligeledes styrket samtidig med annonceringen af australske Macquarie Airports bud på Københavns Lufthavne A/S den 24. oktober 2005. Andre større opkøb i 2005 var Nordic Capitals køb af Nycomed og PAI Partners køb af ingrediensdelen af Chr. Hansen, der blev offentliggjort henholdsvis 10. marts og 29. april 2005. Der ses ikke nogen nævneværdig effekt på kronekursen over for euro i dagene omkring offentliggørelsen af Nycomed-handlen, mens der derimod ses en kronestyrkelse i forbindelse med offentliggørelsen af købet af Chr. Hansen ingredienser.

Påvirkningen af kronekursen fra kapitalfondenes transaktioner kan blive neutraliseret, hvis Nationalbanken intervenserer i valutamarkedet for at stabilisere kronens kurs over for euro. Det er således relevant at tage i betragtning, om Nationalbanken har intervenseret i perioder, hvor udenlandske kapitalfonde har foretaget opkøb. Nationalbanken købte netto valuta og solgte kroner for at modvirke en styrkelse af kronen i maj, juni og december 2005. I de øvrige måneder i 2005 intervenserede Nationalbanken enten for at modvirke en svækkelse af kronen eller intervenserede ikke. Nationalbankens intervention for at modvirke styrkelse af kronen falder således sammen med de to største opkøb af henholdsvis ISS i maj og TDC i december.

Ud over en eventuel påvirkning af kronekursen i forbindelse med en kapitalfonds køb af kroner, er det også muligt, at der kan opstå en effekt på kronekursen allerede inden kapitalfondens bankforbindelse begynder at købe kroner. Når andre bankers valutahandlere bliver opmærksomme på, at der sandsynligvis snart vil finde en handel sted, kan det få bankerne til at købe kroner allerede inden den forventede handel. Det sker i forventning om en fremtidig kroneefterspørgsel og dermed styrkelse af kronen.

I forbindelse med opkøbet af TDC verserede der rygter om et kommende salg i en stor del af 2005, og rygterne intensiveredes op til ultimo november, hvor NTC afgav officielt bud. Rygterne kan have påvirket bankernes kronepositioner og dermed kronekursen, der styrkedes over for euro den sidste uge af november.

Afregning af opkøbet

Der kan også opstå kapitalbevægelser med effekt på kronekursen i forbindelse med, at kapitalfonde afregner opkøb af danske virksomheder over for de tidligere ejere. Den mulige påvirkning afhænger umiddelbart af, hvad de tidligere ejere gør med den modtagne betaling. Hvis de tidligere ejere veksler kroner til valuta for at investere de frigjorte midler i udenlandske aktier eller obligationer, vil kronen alt andet lige påvirkes i retning af en svækkelse på dette tidspunkt. Hvis de derimod beholder kroner og genplacerer i andre aktiver denomineret i danske kroner, påvirkes kronekursen ikke umiddelbart. I det omfang, at de tidligere ejere køber aktier denomineret i danske kroner af andre aktionærer, som derefter genplacerer i værdipapirer denomineret i anden valuta, så påvirkes kronekursen selvfølgelig senere.

Da størstedelen af de tidligere aktionærer i ISS modtog betaling 11. maj 2005, svækkedes kronen over for euro i den omkringliggende periode, jf. figur 6. NTC afviklede købet af TDC 1. februar 2006, og i den efterfølgende periode sås ligeledes en svækkelse af kronen. I februar

2006 faldt udlandets porteføljeaktier i Danmark med 36 mia.kr., hvilket hovedsageligt kunne henføres til det danske NTCs køb af TDC-aktier fra udlændinge. I både ISS og TDC var en betydelig andel af de oprindelige aktionærer udenlandske, og størstedelen heraf har sandsynligvis geninvesteret i udlandet. Danske aktionærer havde naturligvis også mulighed for at geninvestere i udenlandske værdipapirer. De mange tidligere aktionærer, der ikke geninvesterede i andre danske værdipapirer, gav anledning til veksling af betydelige beløb fra danske kroner til fremmed valuta på forholdsvis kort tid. Det store udbud af danske kroner kan have været en af årsagerne til, at kronen svækkedes i starten af februar.

AFRUNDING

Som beskrevet har udenlandske kapitalfondes virksomhedsopkøb i Danmark betydning for tolkningen af statistikken for kapitalbevægelser mellem Danmark og udlandet og kan give anledning til efterspørgsel og udbud af kroner. Kapitalbevægelser opgjort i statistikken er imidlertid ikke nødvendigvis sammenfaldende med bevægelser på kronevalutamarkedet.

Typisk vil der være en kroneefterspørgsel i perioden inden afviklingen af opkøbet, mens der omvendt vil være et udbud af kroner i forbindelse med afviklingen. Det afhænger dog af, hvordan virksomhedsopkøbet finansieres, samt hvordan de oprindelige ejere geninvesterer købesummen.

Omsætningen på kronevalutamarkedet er generelt ikke højere, end at en større efterspørgsel eller udbud efter kroner i forbindelse med udenlandske kapitalfondes opkøb af store danske virksomheder typisk vil kunne mærkes på valutakursen. Dette er imidlertid håndterbart for aktørerne på kronevalutamarkedet og herunder også for Nationalbanken, der kan intervenere på kronevalutamarkedet for at udglatte valutakursbevægelser og holde kronekursen stabil over for euro.

I tilfældene TDC og ISS formodes kapitalfondenes opkøb at have givet anledning til en mindre nettoefterspørgsel efter kroner, da der var danske aktionærer, der geninvesterede i værdipapirer denomineret i kroner.

LITTERATUR

Abildgren, Kim (2006), Kronevalutamarkedet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Brealey, Richard A., Stewart C. Myers and Franklin Allen (2006), *Corporate Finance*, 8. udgave, McGraw-Hill.

Danmarks Nationalbank, Betalingsbalancens finansielle poster, *Finansiel statistik*, NYT, diverse udgaver.

Danmarks Nationalbank, Direkte investeringer, *Finansiel statistik*, NYT, diverse udgaver.

Danmarks Nationalbank (2003), *Pengepolitik i Danmark*, 2. udgave.

Hansen, Jakob Lage og Peter Ejler Storgaard (2005), Kapitalbevægelsernes betydning for kronekursen, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Lauridsen, Andres Lauth og Johan Brønnum-Schou (2004), En analyse af buyout-ejerskabets evne til at skabe operationelle forbedringer, *Kandidatdatafhandling*, Handelshøjskolen i København.