

Værdiansættelse af unoterede aktier og fordeling på personer i 2022

Fra dataåret 2020 har Danmarks Statistik i samarbejde med Danmarks Nationalbank værdisat de unoterede aktier og fordelt de resulterende formuer på personer (virksomhedernes ejere) til brug for den individbaserede statistik om formue og gæld. Dette notat beskriver, hvordan og i hvilket omfang, det er lykkedes at fordele virksomhedsformuerne på personer samt nogle af de usikkerhedsfaktorer, der er forbundet med opgørelsen af de unoterede aktier.

Baggrund og resumé

Danmarks Statistik offentliggjorde første gang tal om de individbaserede formuer i unoterede aktier i december 2022. Siden da er datagrundlaget revideret og forbedret. På den baggrund har Danmarks Statistik valgt at revidere 2020 og 2021 opgørelserne.

Unoterede aktier dækker over virksomhedsformuer, som ikke er noteret på Børserne. For 4. kvartal 2022 er det estimeret, at der var værdier for 2.350 mia. kr. i danske virksomheder og foreninger til fordeling på personer – nemlig virksomhedernes ejere. Der er en del usikkerhed forbundet med dette skøn. Af de 2.350 mia. kr. ligger de 2.217 mia. kr. i anparts-, iværksætter- og aktieselskaber (AIA), som i teorien bør kunne fordeles på ejerne. Heraf er de 1.992 mia. kr. nu blevet fordelt på 180.800 personer med dansk personnummer. Efter afgrænsning til personer på 18 år og derover med folkeregisteradresse i Danmark og indførelsen af et kunstigt loft over de største formuer (af diskretionshensyn), så ender værdier af unoterede aktier for 1.788 mia. kr. med at indgå i Danmarks Statistiks statistik om formue og gæld i 2022.

De vigtigste kilder til usikkerhed forbundet med opgørelsen af de unoterede aktier er blandt andet:

- Værdisætningen (de 2.353 mia. kr. i samlet værdi) bygger på relativt simple antagelser og er derfor usikker
- Ikke alle værdier kan fordeles på personer på grund af ufuldstændige registre over virksomhedsejerne (der er inkluderet 1.994 mia., hvilket betyder, at der udelades 433 mia. kr. af den samlede estimerede værdi).
- Der er indført et loft over de største formuer af hensyn til diskretion, og der offentliggøres kun på befolkningen på 18 år og derover. Efter diskretion opgøres virksomhedsformuerne til 1.788 mia. kr., som medtages i statistikken
- Den fremtidige beskatning af allerede opnåede gevinster er ikke estimeret.

Samlet set er det Danmarks Statistiks vurdering, at værdien af de unoterede aktier i statistikken om formue og gæld fortsat er undervurderet. Den samlede effekt af usikkerhedsfaktorerne er dog svær at opgøre præcist.

Der er tale om store værdier i unoterede aktier, der fordeles på relativt få personer. Inklusionen af unoterede aktier bidrager til, at den samlede gennemsnitlige nettoformue måles til at være mere end 20 pct. højere, end hvis de ikke var inkluderet

i nettoformuen. Inklusionen af unoterede aktier øger også den målte formueulighed betragteligt. Da de fleste personer med formue i unoterede aktier allerede havde store formuer før inklusionen af de unoterede aktier, påvirkes medianen for nettoformuen til gengæld ikke nævneværdigt.

Tabel 1 sammenfatter nøgletal for opgørelsen af unoterede aktier i 2022 samt det tilsvarende for 2020 og 2021, som for begge tilfælde er blevet reviderede.

Tabel 1. Nøgletal vedr. fordeling af unoterede aktier på personer							
Nøgletal	Enhed	2020	2020	2021	2021	2022	2022
Version		1	2	1	2		1
Regnskabsblok version		2022_K2	2023_K2	2022_K2	2023_K3		2023_K3
Antal virksomheder i regnskabsblok	<i>antal</i>	126.409	152.436	129.916	162.737		170.149
Virksomhedsformuer i alt	<i>mia. kr.</i>	1.594	1.664	2.386	2.540		2.353
Heraf Anparts-, Iværksætter- og aktieselskaber (AIA)	<i>mia. kr.</i>	1.449	1.543	2.229	2.411		2.217
- Ufordelt på grund af ejerandele under 100 pct.	<i>mia. kr.</i>	184	185	265	231		219
- Ufordelt - ingen ejere af virksomhed	<i>mia. kr.</i>	59	44	9	6		3
- Udlændinge uden personnummer	<i>mia. kr.</i>	2	2	3	2		2
Fordelt på personer (FPP)	<i>mia. kr.</i>	1.204	1.312	1.952	2.171		1.992
Ikke i befolkningen d. 31. 12. eller under 18 år	<i>mia. kr.</i>	49	24	104	63		59
Reduktion i beløb på som følge af top-coding	<i>mia. kr.</i>	140	150	165	168		145
Offentliggjort værdi for befolkning 31. 12 over 18 år (O)	<i>mia. kr.</i>	1.015	1.138	1.684	1.940		1.788
Fordelingsprocent (FPP/AIA)	<i>pct.</i>	83,1	85,0	87,6	90,0		89,9
Andel af værdier i offentliggjort statistik (O/AIA)	<i>Pct.</i>	70,0	73,8	75,5	80,5		80,6
Antal virksomheder med ejerandel over 100 pct.	<i>antal</i>	538	291	926	801		834
Deres samlede værdi	<i>mia. kr.</i>	10	5	55	23		22,6

Metode

Opgørelsen af de individbaserede formuer i unoterede aktier kræver flere trin, som er beskrevet i det følgende.

Værdisætning af virksomhederne

De unoterede aktier værdisættes til markedsværdi, dvs. den værdi virksomhederne ville have, såfremt virksomhederne var børsnoterede. Værdisætningen af de unoterede aktier udarbejdes af Danmarks Nationalbank i samråd med Danmarks Statistik og i overensstemmelse med internationale retningslinjer fra Eurostat og OECD.

Kort fortalt tager værdisætningen af virksomhederne udgangspunkt i virksomhedernes egenkapital, som justeres til markedsværdi. Det gøres ved at benytte forholdet mellem aktiekursværdien og egenkapitalen i de børsnoterede selskaber. Dette betyder, at summen af virksomhedsværdier til fordeling følger og afhænger af udviklingen på aktiemarkedene. Det kan give ganske store udsving i værdien af de unoterede aktier. Fra 2020 og 2021 er værdierne til fordeling således steget fra 1.664 mia. kr. ultimo 2020 til 2.540 mia. kr. ultimo 2021 for at falde i værdi til 2.350 mia. kr. i ved udgangen af 2022, jf. tabel 2. Der er dog gennem anvendelsen af glidende gennemsnit foretaget en let udjævning af kursudsvingene, der resulterer i en lidt mindre drastisk udvikling i værdisætningen af virksomhederne end udviklingen på børserne.

Virksomhedsværdierne til denne opgørelse er det samme, som ligger til grund for opgørelserne af nationalregnskabets finansielle konti (Se statistikbanktabellen [NASFK.](#)) De unoterede aktier i denne opgørelse er en delmængde af komponenterne F.512 og F.519 med modsektor S.14 i de finansielle konti. Her indgår fx også værdien af andelsbeviser – disse indgår i den individbaserede formuestatistik i stedet i boligformuerne).

Revision

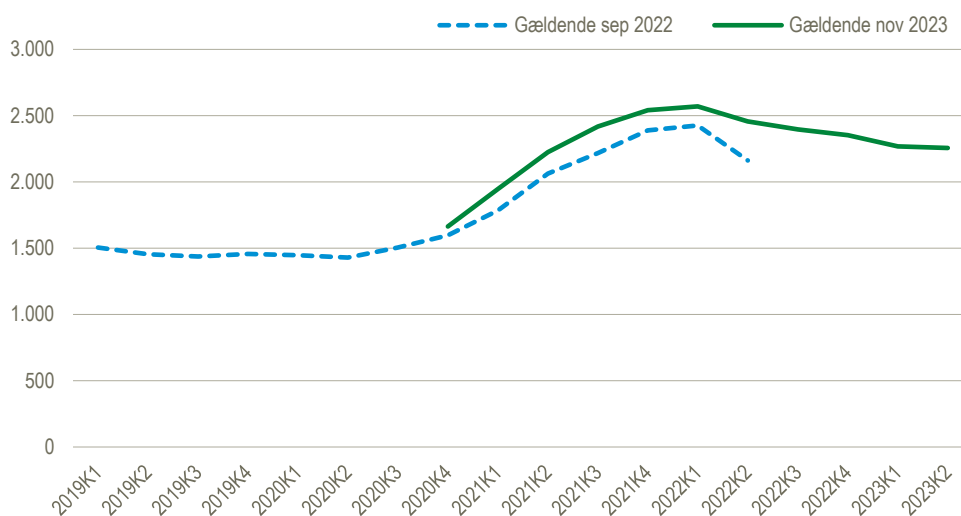
Siden den første fordeling af unoterede aktier blev foretaget i december 2022, er værdisætningen revideret af Nationalbanken, bl.a. som følge af at man også her er overgået til at benytte registret over reele ejere. Netto er der kommet flere virksomheder med i datagrundlaget og værdien af virksomhederne i 2020 og 2021 er opjusteret lidt.

Overgangen til nyt ejerregister betyder, at en større del af virksomhederne matches til korrekt ejersektor og dermed fordeles en mindre gruppe på ufordelt indland i de finansielle konti. Der er som følge heraf kommet en del nye virksomheder med i datagrundlaget, mens andre er forsvundet ud. Som det fremgår af tabel 1 er der blandt andet sket et stor fald i formuer som ejes af personer med bopæl udenfor Danmark fra første til anden version, da en del af de virksomheder, som er taget ud af datagrundlaget havde udenlandske ejere. Samlet er der dog kommet flere nye virksomheder til.

Samlet opgøres virksomhedsformuerne nu 4,3 og 6,4 pct. højere i hhv. 2020 og 2021 end ved den første opgørelse, som blev lavet i efteråret 2022. Som det fremgår af nøgletalstabellen, så har revisionen også medført et bedre match med registrene over virksomhedsejere, således at andelen af værdier, der har kunnet fordeles på personer ligeledes er vokset. I 2021 var det således kun 75,5 pct. af de estimerede virksomhedsformuer, som kom med i den endelige statistik. Denne andel er nu steget til 80,5 pct. i 2. version af 2021-data.

Figuren viser udviklingen i de samlede virksomhedsformuer hhv. før og efter revisionen af værdisætningen af virksomhederne.

Udvikling i værdien af unoterede aktier til fordeling (makroniveau) før og efter revision.



Note: I den personfordelte formuestatistik opgøres formuerne d. 31. december i året. Derfor benyttes værdierne fra 4. kvartal 2020 hhv. 4. kvartal 2021 til opgørelserne for 2020 og 2021.

Værdierne i figuren er lavere end de værdier der findes i tabellen [NASFK](#) for modsektor S-14 (husholdninger) og komponenterne F.512 og F.519. Det skyldes, at NASFK komponenterne ud over de unoterede aktier og anparter også indeholder blandt andet andelsboligbeviser og modpartsoplysninger om forsikring og pension.

Fordeling på virksomhedernes ejere

Kilden til fordelingen af virksomhedsværdierne på personer er Danmarks Statistiks Deltagerregister. Deltagerregistret indeholder to kilder til information om virksomhedens ejere: [Erhvervsstyrelsens register over reelle ejere](#) og det offentlige ejerregister (benævnes ejerregistret nedenfor).

Der er ikke altid fuld overensstemmelse mellem registret over reelle ejere og ejerregistret. Derfor er det valgt at lade registret om reelle ejere trumfe for alle de virksomheder, der har registreret mindst én reel ejer. Først derefter benyttes data fra ejerregistret til fordeling af værdierne i virksomheder uden reelle ejere. Af de 1.992 mia. kr. i 2022 er 1.970 mia. kr. fundet ved hjælp af registret om reelle ejere. De resterende 22 mia. er fordelt via ejerregistret.

Virksomhedernes værdier er kun fordelt ud på *ejerne* af virksomhederne og ikke fx stiftere af virksomheder eller bestyrelsesmedlemmer, administratorer m.fl. hvis de ikke samtidig er en del af den registrerede ejerkreds.

Ejerne i registret opgøres pr. d. 31. december i det pågældende år, da det er den dato, som de øvrige formuetyper i formuestatistikken opgøres for.

I Deltagerregistret er der en mindre gruppe virksomheder, som har samlede ejerandele over 100 pct. og en del flere virksomheder med en samlet ejerandel på under 100 procent samlet. I virksomheder, hvor ejernes samlede ejerandel overstiger 100 pct., er det valgt at normere ejerandelene til 100. Er summen af ejerandelene fx 220 pct., så er alle ejerandele delt med 2,2, således at de summer til 100 pct. Samlet er ejerandelen i 2022 normeret ned til 100 i 834 virksomheder, som har en samlet værdi af 22,6 mia. kr. Fordelingen af formuer på personer fra disse virksomheder er derfor forbundet med ekstra usikkerhed.

I virksomheder med en summeret ejerandel under 100 pct. er det derimod valgt at beholde den oplyste ejerandel. Det vil sige, at hvis ejerandelen er på samlet 65 pct., så er det også kun 65 pct. af virksomhedens værdi, som bliver fordelt. Dette valg er truffet, da virksomhederne ikke har pligt til at registrere ejere med ejerandele under 15 pct. Dermed forbliver ejerne af den resterende formue ukendt, og værdierne bliver ikke en del af formueregistret og indgår dermed heller ikke i statistikken. Dermed forbliver omkring 219 mia. kr. ufordelte i 2022. Andelen af værdier, som ikke kan fordeles falder noget siden de første udgivelser i 2020 og 2021.

I ejerregistret kan ejeren godt være en virksomhed (i modsætning til registret om reelle ejere, som kun har registreret personer som ejere). Såfremt en modervirksomhed ejer en dattervirksomhed, er ejerandelene i de forskellige led ganget sammen. Ejer en modervirksomhed for eksempel 80 pct. af en anden virksomhed og en person ejer 60 pct. af modervirksomheden, så bliver denne persons ejerandel af dattervirksomheden sat til 48 pct. ($0,8 \cdot 0,6$). Det er dog sammenlagt kun værdier for 2 mia. kr., som er fordelt gennem ejere i andet led i 2022.

Formuer der ikke kan fordeles på personniveau

Som det fremgik af tabel 1 har andelen af virksomhedsformuer i aktie-, iværksætter- og anpartsselskaber(AIAs), der kan fordeles ved hjælp af ejerregistre været stigende. I 2020 lykkedes det kun at fordele 83,1 pct. af de samlede værdier. Denne andel er nu oppe på 89,9 pct. i 2022.

Det er primært formuer i virksomheder helt uden registrering af ejere, der er faldet fra 2020 til 2022. Denne gradvise kvalitetsforbedring øger andelen af virksomhedsformuerne, som er blevet fordelt på personer, men giver også anledning til et mindre databrud.

I 2022 var der 2.350 mia. kr. til fordeling på personer i danske virksomheder og foreninger. Af disse formuer tilhørte 2.217 mia. kr. AIA-selskaber. De resterende 133 mia. kr. ligger i foreninger eller andre selskabsformer uden pligt til at registrere deres ejere.

Af værdierne i AIA har de 1.992 mia. kr. kunnet fordeles på 181.000 personer med dansk personnummer. I alt 224 mia. kr. eller knap 11,9 pct. af virksomhedsformuerne er ikke blevet fordelt. Ud er dette beløb er virksomhedsformuer for 219 mia. kr. forblevet ufordelte, fordi de registrerede ejerandele summer til mindre end 100 procent. Det antages, at der oftest er tale om personer, der ejer mindre end 15 procent af en virksomhed og som derfor ikke skal registreres som reelle ejere. En anden årsag kan dog blot være manglende registrering af ejere.

Desuden er virksomhedsformuer på 3 mia. kr. ikke blevet fordelt, fordi der overhovedet ikke er registret nogen ejer af virksomheden. De manglende data om virksomhedsejere formodes primært at skyldes manglende registrering fra virksomhedernes side, men det kan også i nogle tilfælde skyldes matchningsproblemer, der blandt andet kan opstå, hvis en virksomhed har skiftet CVR-nummer, er gået konkurs eller lukket i perioden mellem regnskabsopgørelsen og det tidspunkt ejerskab af virksomheder er opgjort på.

Endelig er der fundet virksomhedsformuer på 1,9 mia. kr. hos udlændinge uden dansk personnummer.

Det samlede beløb på 224 mia. kr. indgår altså hverken i registeret eller statistikken, fordi de ikke har kunnet fordeles på personer.

Udover, at de 224 mia. kr., som beskrevet ovenfor ikke er blevet fordelt, er der yderligere 204 mia. kr. som ikke indgår i statistikken. I statistikken indgår kun formuer for personer over 18 år. Der er i 2021 registreret virksomhedsformuer for 59 mia. kr. på personer, som ikke er en del af befolkningen på 18 år og derover. Hertil kommer, at det har været nødvendigt at lægge et loft over formuerne i registeret for at forhindre mulig identifikation af enkeltpersoner (diskretionshensyn). Det reducerer yderligere den samlede værdi af unoterede aktier, som indgår i statistikken med 145 mia. kr. i 2022.

I den endelige statistik indgår således virksomhedsformuer for 1.788 mia. kr., hvilket svarer til 80,6 pct. af de oprindelige formuer i AIA-selskaberne, som var på 2.217 mia. kr.

Usikkerhed og dækning

Værdisætningen af de unoterede aktier er usikker. Den hviler på en antagelse om, at udviklingen i værdien af unoterede aktier følger udviklingen i værdien af de noterede aktier. Da det danske aktiemarked for noterede aktier kun omfatter et ret begrænset antal enheder og med begrænset dybde øger det alt-andet-lige usikkerheden. Antagelsen er særligt forbundet med usikkerhed, når man på mikroniveau betragter den enkelte virksomhed, da metoden som sagt er udviklet til makrobrug. Værdisætningen af den enkelte virksomhed sker næsten udelukkende med udgangspunkt i virksomhedens egenkapital. I virkelighedens verden kan der være mange andre konkrete forhold, der har indflydelse på virksomhedernes sande markedsværdi, hvis den skulle sælges.

Som beskrevet i afsnittet om fordeling af værdierne, så er det lykkedes at fordele omkring 89,9 pct. af formuerne i AIA-selskaber på personer. De resterende 10,1 pct. er ufordelt og ikke en del af statistikken. Derudover er der ikke data om de unoterede virksomhedsformuer, som personer med bopæl i Danmark ejer i udlandet. Dette peger alt sammen kraftigt i retning af, at værdien af de unoterede aktier er undervurderet.

Manglende korrektion for fremtidig beskatning af allerede vundne aktiegevinster trækker derimod mere i retning af en overvurdering. I formueregistret er der allerede betalt skat af en del komponenter - fx bankindeståender og gæld - mens der ikke er betalt skat af andre komponenter som fx pensioner med løbende udbetaling. For at gøre de forskellige typer af formuekomponenter i formuestatistikken mere sammenlignelige, så er der i nogle komponenter justeret for fremtidige skattebetalinger af de værdier personen allerede. Det store eksempel herpå er pensionsformuen, hvor 40 pct. af værdien fratrækkes på de pensionsordninger, der endnu ikke er beskattet i beregningen af nettoformuen. En del af værdien i unoterede aktier vil også komme til beskatning i fremtiden, men det er der ikke justeret for. Unoterede aktier vil blive beskattet forskelligt afhængigt af, hvordan gevinsten realiseres. En del gevinster vil givetvis blive beskattet løbende som kapitalindkomst, her er der umiddelbart ikke noget større problem i forhold til statistikken. Men fx vil de rene aktiegevinster ofte først blive beskattet, når aktierne sælges og gevinsten realiseres. Her kan der være opbygget en formue, som aktivt afventer, at blive beskattet, så snart gevinsten realiseres. Aktiegevinster og udbytter beskattes med 27 pct. op til 58.900 kr. i 2022 og 42 pct. af beløb derover. Der gælder samme regler for unoterede aktier med fradrag for evt. tab og af penge, der er investeret, som for handel med noterede aktier. Det er altså en ukendt andel af de samlede værdier, som i sidste ende vil blive beskattet i fremtiden. Det, at der endnu ikke er fremtidig beskatning af allerede opnåede gevinster, peger isoleret set i retning af en overvurdering af værdien af unoterede aktier – når de opgøres i kontekst med andre allerede beskattede formuekomponenter.

Derudover indgår der i formuestatistikken i forvejen alle typer af aktier i depot. Heri kan der potentielt også indgå nogle unoterede aktier. Der er i denne forbindelse en risiko for dobbelttælling af unoterede aktier i depot. Ligeledes kan der indgå lidt unoterede aktier på private ratepensioner. Der er dog ikke fundet indikationer på større problemer med dobbelttællinger.

Endelig er der af diskretionshensyn indført et kunstigt loft over formuerne på personniveau. I 2022 er grænsen for den samlede nettoformue på 1,82 mia. kr. Det betyder, at alle med en formue over denne grænse får reduceret formuen til dette beløb. De underliggende formuekomponenter - herunder værdien af unoterede aktier

nedskrives proportionalt. Dette medfører en undervurdering af nogle af de største formuer i unoterede aktier på omkring 10 pct. i 2022, som er koncentreret på de absolut mest værdifulde unoterede virksomheder i Danmark.

De mange modsatrettede effekter gør det svært at komme med et samlet bud på, i hvilket omfang værdien af de unoterede aktier er over- eller undervurderet, dog er der mest der indikerer, at der samlet set er tale om en undervurdering særligt efter diskretionstiltagene. Ligeledes må de unoteredes aktiers effekt på den målte formeulighed forventes at være let undervurderet.

Som det fremgår ovenfor er der samlet en del usikkerhed forbundet med værdisætningen af de unoterede aktier. Ud over ønsket om at undgå databrud, er medtagelsen af unoterede aktier en af årsagerne til, at der i [Statistikbanken også er lavet en dataserie](#), der viderefører den gamle definition af den samlede nettoformue, dvs. uden de unoterede aktier. Ønskes formueopgørelser uden unoterede aktier, kan man således vælge 2014-definitionen af nettoformuen, som både er eksklusiv unoterede aktier og uden offentlig gæld til inddrivelse, der også er ny fra 2020.