

Værdiansættelse af unoterede aktier og fordeling på personer i 2024

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

Unoterede aktier dækker over virksomhedsformuer, som ikke er noteret på børserne. For 4. kvartal 2024 er det estimeret, at der var værdier for 2.501 mia. kr. i danske anparts- og aktieselskaber (AIA), som i teorien bør kunne fordeles på ejerne. Heraf er de 2.340 mia. kr. fordelt på 172.454 personer med dansk personnummer. Efter afgrænsning til personer på 18 år og derover med folkeregisteradresse i Danmark samt indførelsen af et kunstigt loft over de største formuer (af diskretionshensyn), så ender værdier af unoterede aktier for 2.083 mia. kr. med at indgå i personstatistikken om formue og gæld i 2024.

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

- Værdisætningen (de 2.502 mia. kr. i samlet værdi) bygger på relativt simple antagelser om forholdet mellem egenkapital og handelsværdi, som er ganske usikre
- Ikke alle værdier kan fordeles på personer på grund af ufuldstændige registre over virksomhedsejerne – således er værdier for 157 mia. kr. forblevet ufordelt, som følge af mangelfulde ejeroplysninger.
- 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 2.083 mia. kr., som medtages i statistikken
- Den fremtidige beskatning af allerede opnåede gevinster er ikke estimeret.
- Dækningen af de unoterede aktier er blevet forbedret, som følge af at kvaliteten af registrene bliver bedre, samt bedre udnyttelse af de forhåndenværende data. I 2020 var det kun 83,1 pct. af værdierne der kunne fordeles på personer i 2024 er det nu 93,5 pct. af værdierne.

Samlet set er det Danmarks Statistiks vurdering, at værdien af de unoterede aktier i statistikken om formue og gæld fortsat er en anelse undervurderet. Den samlede effekt af usikkerhedsfaktorerne kan ikke opgøres præcist.

Der er tale om store værdier i unoterede aktier, der fordeles på relativt få personer. Inklusionen af unoterede aktier bidrager til, at formuestatistikens 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 skævheden i formuefordelingen 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 af inklusionen.

Der foretages løbende revisioner. En ny revisionspolitik betyder, at der revideres et år tilbage ved offentliggørelsen af et nyt dataår på formuestatistikken.

Tabel 1 sammenfatter nøgletal for opgørelsen af unoterede aktier i perioden 2020-2024.

Tabel 1. Nøgletal vedr. fordeling af unoterede aktier på personer.

År - version	Virksom- heder i regnskabs- blok Antal	Værdi af Anparts- og aktiesel- skaber (AA)	Ufordelt		Ejerandel under 100 procent	Ingen ejere af virksomhed eller ejer uden CPR	Ikke i		Reduktion formueloft	offentliggjort værdi	Fordelings- procent (FPP/AA)	Andel af værdier i offentliggjort statistik (O/AA)
			Fordelt på personer	befolkningen eller under 18 år			mia. kr.	pct.				
2020-1	119.145	1.449	184	59	1.204	49	140	1.015	83,1	70,0		
2020-2	141.493	1.543	185	44	1.312	24	150	1.138	85,0	73,8		
2021-1	127.122	2.229	265	9	1.952	104	165	1.684	87,6	75,5		
2021-2	160.444	2.411	231	6	2.172	63	169	1.940	90,1	80,5		
2022-1	167.969	2.217	219	3	1.992	59	145	1.788	89,9	80,6		
2022-2	165.340	2.221	221	3	1.995	63	147	1.785	89,8	80,4		
2023-1	170.596	2.211	185	4	2.020	61	172	1.788	91,4	80,9		
2023-2	165.896	2.247	148	6	2.093	73	172	1.847	93,1	82,2		
2024-1	172.454	2.501	157	5	2.340	58	198	2.083	93,5	83,3		

Værdisætning af virksomhederne

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

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 mellemstore børsnoterede selskaber (eksklusiv C25-virksomheder). Dette betyder, at summen af virksomhedsværdier til fordeling følger og afhænger af udviklingen på det danske aktiemarked. Det kan give ganske store udsving i værdien af de unoterede aktier. Værdierne i aktie- og anpartsselskaber til fordeling steg fx fra 1.823 mia. kr. primo 2021 til 2.438 mia. kr. ultimo 2021 for herefter at falde i værdi til 2.217 mia. kr. ved udgangen af 2023. 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 den udvikling som kan observeres på børserne. Det er også disse justeringer, der nødvendiggør de revisioner, som normalt gennemføres et års tid efter første offentliggørelse.

Sammenhæng med Nationalregnskabet

Virksomhedsværdierne til denne opgørelse er de 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.

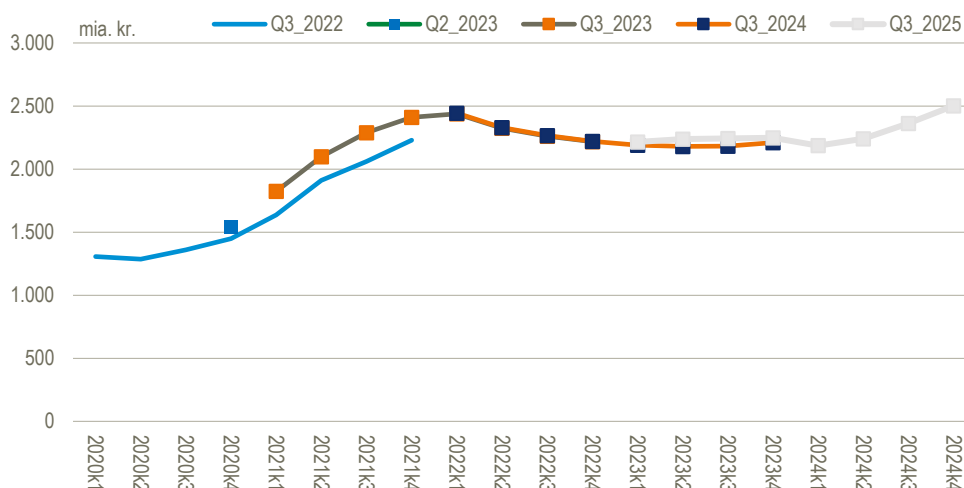
Revisioner og databrud

Nationalbanken har ved en enkelt gang foretaget en større revision af værdisætningen. Det skete i 2021 og databruddet ses i tabel 1 mellem 1. og 2. version for 2021, hvor der netto kom flere virksomheder med i datagrundlaget og værdien af virksomhederne i 2020 og 2021 er opjusteret lidt. Overgangen til det nye ejerregister om reele ejere betød, at en større del af virksomhederne matches til korrekt ejersektor og dermed fordeles en mindre gruppe på ”ufordelt indland” i de finansielle konti. Derudover blev færre værdier fordelt til udlændinge uden dansk personnummer.

Mellem 1. og 2. version i 2023 har Danmarks Statistik forbedret fordelingen på personer ved i højere grad at benytte det offentlige ejerregister til, at fordele de ejerandele, som ikke i første omgang kunne fordeles ved hjælp af registret om reele ejere. Det forøgede mellem 2023 og 2024 andelen af værdierne som kan fordeles på personer fra 91,4 til 93,1 pct.

Endelig justeres værdien af de unoterede aktier i nationalregnskabet, hver gang der offentliggøres et nyt kvartal. Figur 2 viser udviklingen i de samlede virksomhedsformuer hhv. før og efter revisionen af værdisætningen af virksomhederne. Ser man på værdien i 2023k4, så vurderes den 1,5 pct. højere i 2025k3 end den gjorde i 2024k3-udgaven af de finansielle konti. Denne stigning påvirker således også stigningen fra 1. til 2. version af 2023-data.

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



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 modpartsuplysninger 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).

I registret om reele ejere skal virksomheden registrere alle personer, som ejer mere end 25 pct. af virksomheden. Det er kun personer, der kan angives om ejere her. I det offentlige ejerregister skal alle ejere af 5 pct. eller mere registreres. Her kan den legale ejer dog godt være en anden virksomhed, således at man ved fordeling på personer skal ud at finde ejerne gennem flere ejerskabsled.

Der er ikke altid fuld overensstemmelse mellem registret over reelle ejere og ejerregistret. Til og med første version af 2023 har registret om reelle ejere fået lov at trumfe for alle de virksomheder, der har registreret mindst én reel ejer. Først derefter benyttedes data fra ejerregistret til fordeling af værdierne i virksomheder uden reelle ejere. Fra 2024 er der lavet en mindre metode ændring. Hvis de to registre har forskellige ejere af virksomheden, så er det fortsat registret om reele ejere der trumfer, men for de virksomheder hvor ejerskabskredsen er den samme, så sikres der nu udnyttelse af det offentlige ejerregister til, at fordele nogle af de mindre ejerandele, som ikke er registreret om reele ejere.

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 2023 normeret ned til 100 i 813 virksomheder, som har en samlet værdi af 22,8 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 de 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 reele ejere med ejerandele under 25 pct. (eller under 5 pct. i det offentlige ejerregister). Dermed forbliver ejerne af den resterende formue ukendt, og værdierne bliver ikke en del af formueregistret og indgår heller ikke i statistikken. I 2024 er der således værdier for 157 mia. kr. som ikke er fordelt på grund af mangelfulde ejeroplysninger.

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. ($0,8 \cdot 0,6$). Der tjekkes for ejere i op til 30 led, så ejerne kan findes selv i de mest komplicerede virksomhedsstrukturer.

Formuer der ikke kan fordeles på personniveau

Som det fremgik af tabel 1 har andelen af virksomhedsformuer i aktie 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 93,5 pct. i 2024.

Af værdierne i AIA har de 2.340 mia. kr. kunnet fordeles på 191.800 personer med dansk personnummer. I alt er det i 2024 162 mia. kr. eller knap 6 pct. af virksomhedsformuerne der ikke har kunnet fordeles på personer. Ud af dette beløb er virksomhedsformuer for 157 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 25 procent af en virksomhed og som derfor ikke skal registreres som reelle ejere.

Desuden er virksomhedsformuer på 5 mia. kr. ikke blevet fordelt, fordi der enten ikke er registreret nogen ejer af virksomheden eller fordi ejeren er udenlandsk uden dansk personnummer. 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.

Det samlede beløb på 162 mia. kr. indgår altså hverken i registeret eller statistikken, fordi de ikke har kunnet fordeles på personer.

Herudover er der yderligere 256 mia. kr. som ikke indgår i statistikken. I statistikken indgår kun formuer for personer over 18 år. Der er i 2024 registreret virksomhedsformuer for 58 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 198 mia. kr. i 2024.

I den endelige statistik indgår således virksomhedsformuer for 2.083 mia. kr., hvilket svarer til 82,3 pct. af de oprindelige formuer i AIA-selskaberne, som var på 2.501 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 kun 83,3 pct. af værdierne, som indgår i den almindelige formuestatistik. Dette peger 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.

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. De unoterede aktier ejes oftest af personer i toppen af formuefordelingen, dermed betyder den manglende dækning af de unoterede aktier formentlig også at formuefordelingen fremstår lidt mere lige end egentlig er.

Som det fremgår ovenfor er der samlet stor 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 ligeledes blev en del af formuestatistikken fra 2020.