

Værdiansættelse af unoterede aktier og fordeling på personer i 2023

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 2023 er det estimeret, at der var værdier for 2.211 mia. kr. i danske anparts- og aktieselskaber (AIA), som i teorien bør kunne fordeles på ejerne. Heraf er de 2.020 mia. kr. fordelt på 183.700 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 1.788 mia. kr. med at indgå i personstatistikken om formue og gæld i 2023.

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

- Værdisætningen (de 2.211 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 185 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 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 det ikke muligt 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 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 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. 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 2023 og tilsvarende for 2020, 2021 og 2022, som i alle tilfælde er blevet revideret.

Tabel 1.

Nøgletal vedr. fordeling af unoterede aktier på personer

Nøgletal	Enhed	2020	2020	2021	2021	2022	2022	2023
Version		1	2	1	2	1	2	1
Regnskabsblok version		2022_K2	2023_K2	2022_K2	2023_K3	2023_K3	2024_K4	2024_K3
Antal virksomheder i regnskabsblok (AIA)	antal	119.145	141.493	127.122	160.444	167.969	165.340	170.596
Heraf Anparts-, Iværksætter- og aktieselskaber (AIA)	mia. kr.	1.449	1.543	2.229	2.411	2.217	2.221	2.211
- Ufordelt på grund af ejerandele under 100 pct.	mia. kr.	184	185	265	231	219	221	185
- Ufordelt - ingen ejere af virksomhed	mia. kr.	59	44	9	6	3	3	4
- Udlændinge uden personnummer	mia. kr.	2	2	3	2	2	2	2
Fordelt på personer (FPP)	mia. kr.	1.204	1.312	1.952	2.172	1.992	1.995	2.020
Ikke i befolkningen d. 31. 12. eller under 18 år	mia. kr.	49	24	104	63	59	63	61
Reduktion i beløb på som følge af top-coding	mia. kr.	140	150	165	169	145	147	172
Offentliggjort værdi for befolkning 31. 12 over 18 år (O)	mia. kr.	1.015	1.138	1.684	1.940	1.788	1.785	1.788
Fordelingsprocent (FPP/AIA)	pct.	83,1	85,0	87,6	90,0	89,9	89,8	91,3
Andel af værdier i offentliggjort statistik (O/AIA)	Pct.	70,0	73,8	75,5	80,5	80,6	80,4	80,8
Antal virksomheder med ejerandel over 100 pct.	antal	538	291	926	801	834	813	765
Deres samlede værdi	mia. kr.	10	5	55	23	22,6	22,5	21,4

Anm: Søjlerne markeret med blå er seneste version af formueregistret, som også nu er offentliggjort i Statistikbanken.

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 aktiemarkederne. Det kan give ganske store udsving i værdien af de unoterede aktier. Værdierne i aktie og anpartsselskaber til fordeling steg 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 udviklingen på børserne.

Sammenhæng med Nationalregnskabet

Virksomhedsværdierne til denne opgørelse er de samme, som ligger til grund for opgørelserne af nationalregnskabet's 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

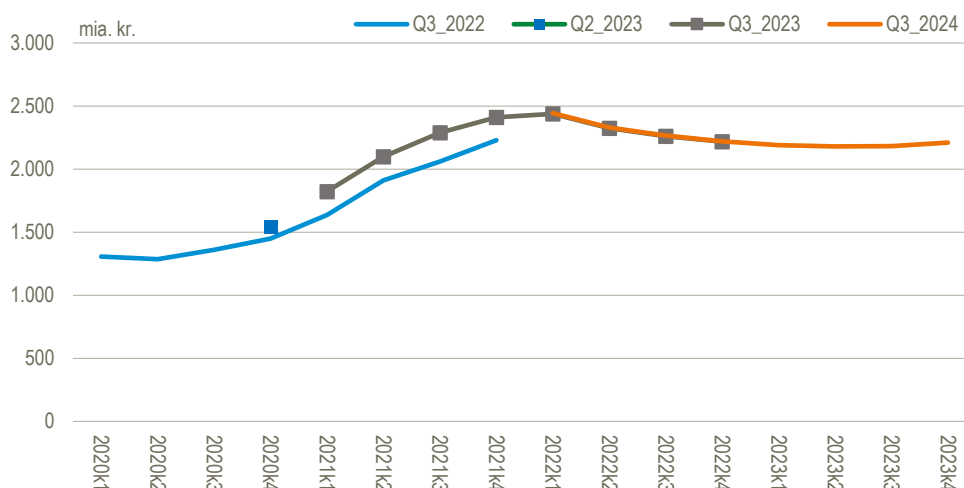
Siden den første fordeling af unoterede aktier blev foretaget i december 2022, er værdisætningen revideret af Nationalbanken, bl.a. som følge af, at man også her er overgået til at benytte registret over reele ejere. Netto er der kommet flere virksomheder med i datagrundlaget og værdien af virksomhederne 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 80,8 pct. i 1. version af 2023-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 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 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 2.020 mia. kr. i 2023 er 2.000 mia. kr. fundet ved hjælp af registret om reelle ejere. De resterende 20 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 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 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 heller ikke i statistikken. Det drejer sig om 185 mia. kr. i 2023. Andelen af værdier, som kan fordeles på personer er steget år for år.

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 2023.

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 91,3 pct. i 2023.

Det er primært formuer i virksomheder helt uden registrering af ejere, der er faldet fra 2020 til 2023. Denne gradvise kvalitetsforbedring øger andelen af virksomhedsformuerne, som er blevet fordelt på personer, men giver også anledning til et mindre databrud.

Af værdierne i AIA har de 2.020 mia. kr. kunnet fordeles på 183.700 personer med dansk personnummer. I alt 191 mia. kr. eller knap 8,7 pct. af virksomhedsformuerne er ikke blevet fordelt. Ud er dette beløb er virksomhedsformuer for 185 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 4 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 2 mia. kr. hos udlændinge uden dansk personnummer.

Det samlede beløb på 191 mia. kr. indgår altså hverken i registeret eller statistikken, fordi de ikke har kunnet fordeles på personer.

Udover, at de 191 mia. kr., som beskrevet ovenfor ikke er blevet fordelt, er der yderligere 233 mia. kr. som ikke indgår i statistikken. I statistikken indgår kun formuer for personer over 18 år. Der er i 2021 registreret virksomhedsformuer for 61 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 172 mia. kr. i 2023.

I den endelige statistik indgår således virksomhedsformuer for 1.788 mia. kr., hvilket svarer til 80,8 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 91,3 pct. af formuerne i AIA-selskaber på personer. De resterende 8,7 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 2023 er grænsen for den samlede nettoformue på 1,93 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 i 2023 med 172 mia. kr. for at sikre, at nettoformuen ikke overstiger formueloftet.

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.