

Opfølgende undersøgelse af finansiering af vedvarende energiproduktion

Om undersøgelsen

Finanstilsynet undersøgte i første kvartal 2025 de største kreditinstitutters finansiering af vedvarende energiproduktion. Dette notat beskriver observationerne fra undersøgelsen.

Finanstilsynet undersøgte også ti kreditinstitutters finansiering af vedvarende energiproduktion i andet halvår 2023 og offentliggjorde et notat om undersøgelsen¹. Notatet beskriver institutternes praksis og en række forhold, som alle institutter bør være opmærksomme på ved finansiering af vedvarende energiproduktion. Disse forhold gælder fortsat. Dette notat erstatter dermed ikke det tidligere, men supplerer det. Den opfølgende undersøgelse fokuserede på ændringer i de største institutters tilgang siden undersøgelsen i 2023.

Udviklingen siden 2023

Siden undersøgelsen i andet halvår 2023 er en række virksomheder med vedvarende energiproduktion blevet hårdt ramt økonomisk. Det omfatter f.eks. batteriproducenten Northvolts konkurs, solcellevirksomheden Better Energys rekonstruktion og datterselskabers konkurs, problemerne i fjernvarmeselskabet i Odsherred, betydelige underskud i en række biogasselskaber og den manglede interesse for opførelse af danske havvindmølleparker.

Der er dog også mange virksomheder på området, der ikke er udfordret, og som har en levedygtig forretningsmodel, da der er en stigende efterspørgsel efter grøn energi. Det er vigtigt, at institutterne ved finansiering på området har truffet en række principielle valg om deres tilgang, og at de i deres kreditindstillinger analyserer de centrale risikoelementer. Det tidligere notat beskriver dette nærmere.

Elprisen og produktionen er afgørende for rentabiliteten og dermed forsvarligheden af at finansiere anlæggene. Det er derfor vigtigt, at institutterne anvender forsvarlige elpriser og -produktion i både base-case og stresscases i beslutningsgrundlaget for finansiering.

Der er over de senere år sket store ændringer i væsentlige parametre af betydning for finansiering af vedvarende energiproduktion. Indtægtssiden er usikker på længere sigt, mens udgifterne kan afdækkes med servicekontrakter, som også omfatter større vedligeholdelser. El- og gaspriserne er faldet væsentligt fra et historisk højt niveau i 2022, og samtidig har inflation og rentestigninger øget omkostningerne. Ikke al energiproduktion kan sælges til priser, der bidrager positivt til indtjeningen. Nogle institutter oplyser, at der er sket en recalibrering af markedet som følge af ændringerne i energipriser, inflation og renteniveau.

Observationer fra undersøgelsen

De undersøgte institutter ønsker generelt at øge deres finansiering af vedvarende energiproduktion. De oplyser, at området fortsat er præget af hård konkurrence. Flere institutter har siden undersøgelsen i andet halvår 2023 arbejdet med udvikling og øget indsigt i området. De har øget analysen af risici relateret til området. Der er dermed også sket et kompetenceløft i flere af institutterne.

¹ [Undersøgelse af finansiering af vedvarende energiproduktion.pdf](#)

1. Sol og vind

Styringsdokumenter (kreditpolitik, forretningsgange, arbejdsbeskrivelser, mv.)

To af de undersøgte institutter har siden den seneste undersøgelse arbejdet med deres styringsdokumenter og dermed deres principielle tilgang til området.

Dog fremgår institutternes tilgang til mange af de forhold, som Finanstilsynet skrev om i det tidligere notat, fortsat ikke klart af styringsdokumenterne. Det gælder f.eks., hvilken elpris, produktion og stress de anvender og deres tilgang til kundernes afdækning af elprisen og servicekontrakter. Institutterne har typisk en fast tilgang til en del af forholdene, men tilgangen kan fraviges i de konkrete sager. Institutterne bør konkretisere styringsdokumenterne og i højere grad angive, i hvilke situationer de kan fraviges og hvordan.

Selvom specialiserede enheder varetager beslutningsgrundlaget for større finansieringer på området, er der behov for, at instituttets tilgang generelt og i den konkrete sag er fuldt dokumenteret. Det skal sikre, at det er tydeligt for alle medarbejdere, hvad instituttets aktuelle tilgang er, og tydeligt, hvis den bliver fraveget.

Analyser af elprisprognoser og stressniveauer i følsomhedsberegninger

Finanstilsynet har i denne undersøgelse særligt fokuseret på institutternes analyser bag valget af den anvendte variable elpris og produktion i basecase og de valgte stressniveauer. Disse forhold er afgørende for at vurdere risikoen ved finansieringen.

Der findes prognoser fra forskellige udbydere for de forskellige teknologier og for de forskellige geografiske områder. Der er adskillige elprisprognoser, og deres elprisniveauer er meget forskellige. Institutterne skal afklare, hvilken teknologi og hvilket geografisk område der er relevant for den konkrete finansiering.

To af de undersøgte institutter har udarbejdet en større analyse af elprisprognoser, og ét institut har udarbejdet en analyse for at finde det rette stressniveau. Ét institut oplyser, at det løbende analyserer og forholder sig til, hvilke elprisprognoser det skal bruge, men at arbejdet ikke er dokumenteret. Et andet institut henviser til en konkret creditsag, hvor rentabiliteten for de finansierede anlæg er beregnet med forskellige elprisprognoser.

De dokumenterede analyser om valget af elprisprognoser indeholder i begrænset grad analyse af de forskellige elprisprognosers træksikkerhed og antagelser om fremtiden, f.eks. niveau for fremtidigt udbud og efterspørgsel, til brug for fastsættelse af den fremtidige elpris i prognoserne. Analyserne mangler også argumentation for valg af elprisprognoser, herunder valg af udbyder. Det er vigtigt, at analysen underbygger, at instituttet ikke bruger en for høj elpris i kreditindstillingerne.

Det kan f.eks. ske ved analyse af den valgte elprisprognoses historiske afvigelsesgrad fra realiserede elpriser, elprisprognosens niveau i forhold til øvrige elprisprognoser og en beskrivelse af, hvorfor instituttet vurderer den valgte prognose retvisende.

Instituttet bør også foretage lignede dokumenterede analyser og vurderinger som dokumentation for, at instituttets stressniveauer er retvisende.

Solcelleanlæg producerer i perioder el, som bliver solgt til negative priser. Det sker særligt i perioder med meget solskin, hvor produktionen øger udbuddet, uden at efterspørgslen stiger. Instituttet kan tage højde for dette på forskellig vis. Det kan enten indregne det i den gennemsnitlige elpris, eller det kan indregne en positiv pris for dele af produktionen og en negativ pris for den øvrige del. Samme problemstilling gælder for vind, hvor energiproduktionen i perioder kan være så stor, at det er mere rentabelt at lukke ned for produktionen end at sælge energien.

Undersøgelsen bekræfter, at der er stor forskel på produktionen, afhængig af om instituttet bruger meget forsigtige forventede vind- eller solestimer fra producenten eller anerkendte sagkyndige, eller om det bruger mindre forsigtige estimer fra de samme aktører. Den gennemsnitlige afvigelse overstiger typisk institutternes stressniveau på produktionen. Institutterne med forsigtige estimer i basecase havde ikke dokumenterede analyser af, at disse estimer var tilstrækkeligt forsigtige til brug ved opgørelse af produktionen ved stress.

Power Purchase Agreements (PPA'er)

Enkelte af institutterne var ved seneste undersøgelse skeptiske overfor finansieringer baseret på fastprisaftaler med leveringsforpligtelser - de såkaldte Power Purchase Agreements (PPA'er). Institutterne oplyser nu mere enstemmigt, at de ikke eller kun i begrænset omfang ønsker PPA'er med leveringsforpligtelser, og at det er muligt for kunderne at indgå PPA'er uden forpligtelserne. PPA'er uden leveringsforpligtelser og med kreditværdige modparter bidrager til høj budgetsikkerhed og påfører samtidig ikke kunden risiko for betydelige merudgifter ved manglende produktion. Sådanne PPA'er fjerner dermed et væsentligt risikoelement ved finansiering af sol og vind.

Nogle institutter har oplyst, at PPA'er er svære at vurdere. Det skyldes, at de kan være udformet som lange engelske kontrakter med komplekst juridisk indhold. Institutterne inddrager derfor deres juridiske afdeling til at forstå og analysere dem, eller de inddrager eksternt ekspertise. Det er væsentligt for kreditvurderingen, om der er en PPA, og hvad dens vilkår er. Det er derfor vigtigt, at instituttet selv har eller indhenter juridisk kompetence til at forstå PPA'er. Beskrivelsen i kreditindstillinger skal være retvisende i vurderingen af, om PPA'en bidrager til at sikre indtjeningen og dermed reducere kreditrisikoen.

Egenfinansiering

De fleste af de undersøgte institutter kræver en egenfinansiering på mindst 30-35 pct., medmindre der er særlige risikokompenserende forhold, f.eks. indtægter sikret ved statsstøtte eller særligt gode PPA'er. Egenfinansiering skal være indbetalt, inden finansiering udbetales.

Analyse af debitorer og kautionister med væsentlig afhængighed af aktiviteter indenfor sol og vind

Det fremgår af det tidligere notat, at der er debitorer og kautionister, hvis indtjening og formue kommer fra en portefølje af sol- og vindprojekter. Det fremgår af notatet, at *"Der bør også foretages følsomhedsberegninger af den fremtidige likviditet og soliditet for kunden eller kautionisten som helhed. Det er relevant, at instituttet kender sådanne debitors og kautionisters afdækning med fastprisaftaler på porteføljeniveau og foretager samme følsomhedsberegninger på porteføljeniveau som beskrevet ovenfor om*

konkrete projekter.” Formålet er, at instituttet har et tilstrækkeligt kendskab til kundens eller kautionistens forhold og dermed ikke overvurderer boniteten.

Dette flugter med punkt 4.4 i vejledning om finansiering af udlejningsejendomme og ejendomsprojekter², som handler om kendskab til kunders og koncerners ejendomme og eventuelle andre aktiviteter, og ikke kun dem, som instituttet finansierer.

De undersøgte institutter har ikke udviklet en skabelon eller fast tilgang til dokumentation af dette kendskab, og de har ikke foretaget ændringer på området siden sidste undersøgelse. Det er vigtigt, at institutterne har kendskab til debitorers og kautionisters økonomi og fastprisaftaler og foretager følsomhedsberegninger på deres porteføljer, så institutterne ikke vurderer boniteten for positiv på et ufuldstændigt grundlag.

2. Biogas og Power-to-X

De undersøgte institutter har fortsat et meget begrænset udlån til biogas. Det skyldes især, at kunderne forventer, at størstedelen af omsætningen kommer fra salg af certifikater på et usikkert marked. Institutterne vurderer, at der er stor usikkerhed relateret til certifikatpriserne og dermed den fremtidige indtjening. Desuden modtager nyere biogasanlæg ikke statsstøtte, til forskel fra nogle af de ældre anlæg.

Institutterne følger Power-to-X med interesse, men vurderer, at det endnu er så usikkert, at der ikke er grundlag for kreditgivning.

3. Fjernvarme

Det tidligere notat opsummerer de væsentligste elementer relateret til kreditvurdering af fjernvarmeværker. Minimumstilslutning af husstande og udtrædelsesvilkår for husstandene sikrer, at fjernvarmeanlæggets gæld bliver tilbagebetalt. Institutterne oplyser, at de følger tilgangen i det tidligere notat. Dette fremgik ikke af institutternes styringsdokumenter, så der er behov for, at det bliver tydeliggjort.

Udvidelser af fjernvarmeværkers dækningsområde

I 2022 blev en politisk aftale indgået om fremskyndet udrulning af fjernvarme mange steder i Danmark. Aftalen betyder, at mange fjernvarmeselskaber har udvidet eller planlagt udvidelser af fjernvarmeværkets dækningsområde. Udvidelser medfører i kreditmæssige sammenhænge både fordele og ulemper.

Det er en fordel, at flere forbrugere vil være tilsluttet værket, når projektet er gennemført. Det styrker den kollektive betalingsevne. Risiciene, som institutterne bl.a. bør analysere, er nyinvesteringernes konsekvenser for selskabets varmepriser, opkrævningsmulighederne hos forbrugerne for nyinvesteringerne og byggestyringen.

Det er relevant at analysere, om varmeprisen stiger til et niveau, som gør andre opvarmningsformer mere attraktive for de tilsluttede eller for forbrugere, der forventes at blive tilsluttet. Det er også relevant at kende opkrævningsmuligheden over for forbrugerne, hvis projektet fordyres eller ikke afsluttes. Det gælder f.eks., om merudgifterne kan dækkes af de eksisterende fjernvarmekunder eller kun de nytildsluttede.

² [Vejledning om finansiering af udlejningsejendomme og ejendomsprojekter](#)

Institutterne bør desuden bruge deres generelle tilgang til byggestyring. Det omfatter f.eks. opfyldelse af en række vilkår for åbning af byggefinansieringen og krav til løbende overvågning og opfølgning.

Markedet og ejerskabsformen

Renteafdækning er et vigtigt risikobegrænsende tiltag, som nogle institutter gør til et krav. Hvis instituttet tilbyder lange renteswaps til fjernvarmeværker, er det vigtigt, at kunden har forstået produktet, og at det giver en tilstrækkelig billig og fleksibel sikring sammenlignet med anden mulighed for fast rente.

Fjernvarmeværker har begrænset kapital og ingen overskudsformål, hvilket svækker modstandskraften ved økonomiske udsving. Ejerkredsen hæfter ofte ikke, og ledelse og bestyrelse er ofte ikke professionelt sammensat, hvilket øger drifts- og styringsrisici.

Når fjernvarmeværker ultimativt er ejet af en kommune, er selskabskonstruktionen ofte sådan, at der er et holdingselskab mellem kommunen og fjernvarmeselskabet. Holdingselskabet ejer ofte også andre forsyningselskaber, som på samme måde er reguleret efter hvile-i-sig-selv-princippet og dermed ikke giver overskud og akkumulerer formue. En kaution fra sådanne holdingselskaber har derfor ofte begrænset værdi, hvorimod en kaution fra en kommune har stor værdi.

4. Kontroller

De undersøgte institutter har gennemført ingen eller få kreditkontroller på området. For institutter med betydelig eksponering indenfor vedvarende energi eller med ønske om vækst i segmentet er det vigtigt med kreditkontroller på området.

Det er relevant, at kontrollerne som minimum omfatter, om instituttets analyse og argumentation for brug af en bestemt el- eller gasprisprognose og produktion i basecase og stress er forsvarlig for sol, vind og biogas. For biogas er det yderligere relevant at kontrollere forsvarligheden af instituttets metode for indregning af certifikater. For fjernvarme er det relevant at kontrollere, om instituttet har krav om minimumstilslutning og til udtrædelsesvilkår.

Når instituttet har kontrolleret politikker og forretningsgange, er det også relevant på tværs af sol, vind, biogas og fjernvarme at kontrollere, om instituttets retningslinjer bliver efterlevet i praksis.

Hvis instituttets finansieringer baserer sig på PPA'er, er det også vigtigt at kontrollere, at beskrivelsen af dem i kreditindstillingerne stemmer overens med de juridiske formuleringer af fastprisaftalerne med modparterne.