



7. marts 2025

Opsummering | Drøftelser om fastsættelse af markeds- sig garantiprovision i forbindelse med lån optaget af VF Affaldsenergi ApS



Side:

2 af 7

1 Baggrund og konklusion

1. VF Affaldsenergi ApS ("VF Affaldsenergi") forventer at optage lån til konkurrenceudsatte aktiviteter, hvor kommunerne vil stille garanti på op til 80 % af lånebeløbet.
2. For at undgå, at garantistillelsen indebærer statsstøtte til VF Affaldsenergi, skal VF Affaldsenergi bl.a. betale en markedsmæssig garantiprovision til garantistillerne.
3. VF Affaldsenergi ønsker input til en operationel tilgang til estimering af en sådan markedsmæssig garantiprovision i form af en generel model, der reducerer behovet for omfattende analyser ved hver ny låneaftale, velvidende at en sådan simplificeret model indebærer en vis usikkerhed sammenlignet med en komplet analyse i overensstemmelse med kravene i Kommissionens meddelelse om anvendelsen af EF-traktatens artikel 87 og 88 på statsstøtte i form af garantier (2008/C 155/02)¹ ("Kommissionens garantimeddelelse"). En estimeret garantiprovision fastsat efter en sådan operationel tilgang svarer derfor ikke til den analyse, der er beskrevet i Kommissionens garantimeddelelse, og involverer derved en vis usikkerhed og risiko for statsstøtte.
4. Dette har vi indtil videre drøftet med VF Affaldsenergi og repræsentanter fra visse kommuner med ejerskab i I/S Vestforbrænding på møder den 16. december 2024, 21. januar 2025, 31. januar 2025 og 21. februar 2025. Vi har også præsenteret resultaterne af drøftelserne på et møde med VF Affaldsenergi og repræsentanter fra kommunerne med ejerskab i I/S Vestforbrænding den 27. februar 2025.
5. VF Affaldsenergi har opfordret til en beslutning om en garantiprovision på samlet 0,6 % af hovedstolen (svarende til 0,75 % af det garanterede beløb ved 80 % garanti) for 2025. Baseret på de oplysninger og vurderinger, vi har modtaget fra VF Affaldsenergi, og som er lagt til grund, virker satsen på 0,6 % for 2025 som et fornuftigt udgangspunkt for fastsættelsen af en markedsmæssig garantiprovision, hvor en endelig fastsættelse bør inddrage garantiens og lånets karakteristika mv. Det skal fremhæves, at henset til, at garantiprovisionssatsen fremkommer ved brug af en syntetisk model samt en række kvalitative input, vil estimatet uundgåeligt være behæftet med en vis usikkerhed med dertilhørende statsstøtteretlige konsekvenser, jf. også bemærkningerne i punkt 3 ovenfor.
6. På den baggrund anbefaler vi, at der i forbindelse med en eventuel konkret garantistillelse indhentes en vurdering fra en revisor, der forholder sig til estimatet for garantiprovision sammenholdt med den konkrete risiko baseret på garantiens og lånets karakteristika, VF Affaldsenergis aktuelle økonomiske situation mv., for at vurdere, om estimatet svarer til markedsmæssig garantiprovision.
7. VF Affaldsenergi indgår i en koncern kontrolleret af I/S Vestforbrænding. Vores rådgivning på møderne og i denne opsummering angår alene fastsættelse af markedsmæssig

¹ [c_15520080620da00100022.pdf](#) samt berigtigelse [c_24420080925da00320032.pdf](#)



Side:

3 af 7

garantiprovision i forbindelse med nye lån optaget af VF Affaldsenergi i fremtiden og angår således ikke andre selskaber i koncernen.

2 Statsstøtteretten om fastsættelse af markedsmæssig garantiprovision

8. Kommissionens garantimeddelelse, afsnit 3.2, indeholder visse krav til garantier for at undgå tildeling af statsstøtte til låntager.
9. Det er bl.a. et krav, at garantiens størrelse kan måles korrekt på det tidspunkt, hvor garantien ydes. Dette indebærer, at garantien skal være knyttet til en bestemt finansiel transaktion, være fastsat til et bestemt maksimumsbeløb og være tidsbegrænset.
10. Garantien må højst dække 80 % af de enkelte udestående lån. Når lånet efterhånden formindskes, f.eks. fordi lånet begynder at blive tilbagebetalt, skal det garanterede beløb ned sættes tilsvarende, så garantien ikke på noget tidspunkt dækker mere end 80 % af det udestående lån.
11. Det er desuden et krav, at der betales en markedspris for garantien i form af en markedsmæssig garantiprovision.
12. Provisionen skal være mindst lige så høj som den tilsvarende garantipræmie på de finansielle markeder ("first best-tilgang").
13. Hvis der ikke kan findes en tilsvarende garantipræmie på de finansielle markeder, skal de samlede finansielle omkostninger ved det garanterede lån, herunder rentesatsen og garantipremien, sammenlignes med markedsprisen for et tilsvarende lån uden garanti ("second best-tilgang").
14. I begge tilfælde skal der tages hensyn til garantiens og lånets karakteristika, herunder lånets varighed, lånets størrelse, om der stilles sikkerhed af låntageren og andre forhold, der påvirker vurderingen af tilbagebetalingsgraden, herunder sandsynligheden for låntagers misligholdelse pga. sin finansielle situation, branchen, fremtidsudsigter og andre økonomiske forhold. Ved analysen bør det især være muligt at klassificere låntageren på grundlag af kreditrisikoen (kreditvurdering). Denne klassificering kan foretages af et internationalt anerkendt kreditvurderingsbureau, eller på grundlag af en eventuel intern kreditvurdering i den bank, der yder det underliggende lån. Der kan sammenlignes med garantiprovision betalt af virksomheder med en tilsvarende kreditvurdering.
15. I forhold til sammenlignelighed indebærer både first best- og second best-tilgangen, at der direkte eller indirekte foretages en klassificering af låntager på grundlag af kreditrisikoen (en kreditvurdering). Kreditvurderingen kan foretages af et internationalt anerkendt kreditvurderingsbureau eller af långiver.
16. Vi har forstået, at det, under de givne omstændigheder, vil være behæftet med betydelige administrative omkostninger og være praktisk udfordrende for VF Affaldsenergi at implementere first best- og second best-tilgangen som beskrevet i Kommissionens garantimeddelelse. Derfor ønsker VF Affaldsenergi en simplificeret og operationel tilgang til estimering af en markedsmæssig garantiprovision i form af en generel model, der reducerer behovet for omfattende analyser ved hver ny låneaftale, velvidende at en sådan simplificeret model indebærer en vis usikkerhed sammenlignet med en komplet analyse i overensstemmelse med kravene i Kommissionens garantimeddelelse. En estimeret garantiprovision fastsat efter en



Side:

4 af 7

sådan operationel tilgang svarer derfor ikke til den analyse, der er beskrevet i Kommissionens garantimeddelelse, og involverer derved en vis usikkerhed og risiko for statsstøtte.

17. Garantiprovisionen bør opkræves af det løb, der garanteres, hvilket beløb maksimalt må være 80 % af det udestående lån, og hvilket beløb skal justeres i nedadgående retning, hvis lånebeløbet mindskes (omvendt bør der ikke automatisk ske opjustering i tilfælde af udvidelse af lånet).
18. Garantiprovisionen bør fastsættes ud fra hele VF Affaldsenergis kreditvurdering/tilbagebetalingsrisiko, uanset hvilken aktivitet garantien omhandler, da selskabet som et ApS hæfter som helhed.

3 Drøftelser om fastsættelse af markedsmæssig garantiprovision på anden vis

19. Som alternativer til first best- og second best-tilgangene, som ifølge VF Affaldsforbrænding ikke er realistiske metoder, præsenterede vi på mødet den 16. december 2024 to alternative operationelle modeller til brug for opgørelsen af garantiprovision:
 - **Damodaran-modellen**, som bygger på en syntetisk kreditrating-tilgang (Model A)
 - **Altman Z-score-modellen**, der anvender en peer group-analyse som grundlag samt inddrager flere relevante nøgletal i den syntetiske kreditvurdering (Model B).
20. Formålet med begge modeller er at kvantificere VF Affaldsenergis default spread (marginen) til brug for fastsættelsen af garantiprovisionen med afsæt i udvalgte økonomiske nøgletal fra regnskabet. I Damodaran-modellen bliver marginen fastlagt baseret på forholdet mellem EBIT og renteomkostninger ("Interest Coverage Ratio" eller "ICR") og en dertilhørende "syntetisk credit rating" ved opslag i Damodarans tabeller, som er blevet opdateret årligt siden 2014. Altman Z-score-modellen inddrager flere nøgletal samt en peer group-analyse og er derfor også mere omstændelig at implementere i praksis.
21. Indledningsvist blev det aftalt, at vi skulle gennemføre en indledende peer-screening til brug for Model B. Resultaterne af denne analyse blev præsenteret på det opfølgende møde den 21. januar 2025. Her vurderede ejerkommunerne og VF Affaldsenergi, at Model B var for kompleks og administrativt tung. På den baggrund blev det besluttet at gå videre med Damodaran-modellen.
22. Den 24. januar 2025 modtog vi det langsigtede budget for VF, hvis nøgletal indgår i opgørelsen af ICR. Vi har ikke verificeret budgetopgørelsen. Med dette som grundlag præsenterede vi på mødet den 31. januar 2025 de første foreløbige resultater af garantiprovisionens estimat baseret på Model A. Her blev kreditvurderingen og usikkerheden ved VF Affaldsenergi vurderet generisk med udgangspunkt i VF Affaldsenergis ICR (som beregnet ud fra budgettet) samt Damodarans syntetiske kreditrating.
23. På mødet den 31. januar 2025 anbefalede vi, at der i forbindelse med en eventuel anvendelse af modellens resultater i forbindelse med konkret garantistillelse indhentes en vurdering fra en revisor, der indgående forholder sig til estimatet for garantiprovision sammenholdt med den konkrete risiko baseret på den konkrete garanti, lånets karakteristika, VF Affaldsenergis aktuelle økonomiske situation mv., for at vurdere, om estimatet svarer til markedsmæssig garantiprovision.
24. Endelig drøftede vi på mødet, at det kunne være relevant at inddrage kvalitative forhold, herunder hvorledes VF Affaldsenergi kategoriseres efter størrelse og risiko, samt hvor lang



Side:

5 af 7

referenceperioden bør være. Til brug herfor fremsendte VF Affaldsenergi den 10. februar 2025 en e-mail med et opdateret budget samt beskrivelse og vurdering af selskabets forretningsmæssige risici, ejerkreds og kapitalisering. VF Affaldsenergis budget samt beskrivelse og vurdering af disse forhold som angivet i e-mailen er lagt til grund for nærværende opsummering. Vi har ikke verificeret oplysningerne eller budgettet.

4 Estimat for garantiprovision

25. Anvendes Damodaran-modellen, der alene inddrager ICR, tilhører den årlige garantiprovision spændet 0,2-2,2 % af hovedstolen.² Det meget brede spænd reflekterer i en vis udstrækning i sig selv udfordringen ved en syntetisk tilgang til fastsættelsen af garantiprovisionen. En syntetisk model kan således ikke stå alene, men kan danne et forsigtigt udgangspunkt for niveauet, herunder med inddragelse af kvalitative input.
26. Ved fortolkning af spændet kan der tages højde for, at fjernvarmedelen af VF Affaldsenergis forretning er underlagt hvile-i-sig-selv-regulering, som kan lægge et nedadgående pres på ICR-nøgletallet. Et eventuelt nedadgående pres på ICR tilsiger, at garantiprovisionen skal findes i den nedre del af spændet.
27. Kvalitativt har VF Affaldsenergi fremhævet, at selskabets forretningsmæssige risici er ”meget lave”, og at betalingsevnen kan karakteriseres som ”Meget stærk til Stærk”. VF Affaldsenergi fremhæver til støtte herfor,³

at Nordea har foretaget en økonomisk due diligence, herunder en gennemgang af budgettet, og vurderet selskabets aktiviteter, konkurrenceposition, ejerskab og ledelse som værende ”særdeles stærkt”.

at selskabet historisk har haft markedets laveste affaldstakster, hvilket har sikret næsten fuld kapacitetsudnyttelse for 2025 til priser, der overstiger budgettet. På den

² Bemærk at garantiprovisionen skal omregnes til % af det garanterede beløb, når den sammenlignes med satserne i Kommissionens SMV-tabel. Den markedsmæssige rente er opgjort som den risikofri rente med tillæg af marginen baseret på den estimerede syntetiske credit rating. Under iagttagelse af investeringshorisonten for affaldsforbrændingsanlæggene er ICR opgjort over en budgetperiode på 15-20 år. Beregningerne tager desuden afsæt i en risikofri rente på ca. 2,2 % baseret på den effektive rente på danske statsobligationer med en restløbetid på ca. 10 år og en budgetteret lånerente på 3 %. Hvis det forudsættes, at VF Affaldsenergi kan kategoriseres som en ”større mindre risikofyldt virksomhed” i Damodarans opslagstabeller, udgør spændet 0,2-0,4 % af hovedstolen ved ICR opgjort over en budgetperiode på 15-20 år.

³ Se e-mail af 10. februar 2025 fra Vestforbrænding til Gorrissen Federspiel med opdateret budget for VF Affaldsenergi samt Vestforbrændings beskrivelse og vurdering af bl.a. forretningsmæssige risici, ejerkreds og kapitalisering.



Side:

6 af 7

baggrund vurderer selskabet, at det står stærkt i den kommende konkurrencesituation, og ser endda potentiale for øget indtjening over budgettet for 2025.

at den langsigtede afsætningsaftale med I/S Vestforbrænding sikrer en stabil omsætning.

at udbygningen af Vestforbrændingens fjernvarmenet og de konkurrencedygtige priser, som ligger betydeligt under substitutionsprisen, gør selskabets omsætning meget sikker.

at selskabet forventer at opnå en nettofortjeneste på 1,3 milliarder kroner over de kommende 20 år,

at VF Affaldsenergi har en egenkapital på 200 millioner kroner, svarende til en soliditet på 18 % i det første år, stigende til 30 % efter syv år i budgettet.

28. Vi har ikke verificeret oplysningerne, men har ingen grund til at betvivle deres rigtighed.
29. I tillæg til ovenstående kan det desuden fremhæves, **at** markedet for affaldsforbrænding er kendetegnet ved betydelige adgangsbarrierer for nye aktører, der mindsker risikoen for fremtidige indtjeningsudsving for veldrevne etablerede aktører, herunder VF Affaldsenergi.
30. Med afsæt i ovenstående har VF Affaldsenergi opfordret til en beslutning om en garantiprovision på samlet 0,6 % for 2025 af hovedstolen (0,75 % af det garanterede beløb forudsat en garantistillelse på 80 %).
31. Med henblik på at undersøge robustheden af estimatet foretages nedenfor en sammenligning med **i)** "safe-harbour premiums" for SMV'er, **ii)** et estimat efter Damodaran-modellen baseret på historiske regnskabstal for I/S Vestforbrænding for 2019 til 2023 (det tidligere driftsselskab) og **iii)** de effektive renter på realkreditobligationer jf. Nationalbanken.
- **ad i)** ifølge Kommissionens garantimeddelelse, pkt. 3.3, udgør "safe-harbour premiums" for virksomheder med en "tilfredsstillende" eller "stærk" betalingsevne 0,55-0,8 % af det garanterede beløb.⁴ Safe-harbour premiums kan muligvis anses som et øvre benchmark for garantiprovisionen, da SMV'er typisk har mere risiko sammenlignet med større og mindre risikofyldte selskaber såsom VF Affaldsenergi.
 - **ad ii)** baseret på I/S Vestforbrændings regnskaber i perioden 2019-2023 udgør garantiprovisionen efter Damodaran-modellen 0,2-1 % af hovedstolen.
- Vi bemærker dog, at driftsresultatet i I/S Vestforbrænding fluktuerer betydeligt i perioden, og at det samlede resultat for perioden er særligt positivt påvirket af driftsresultatet i 2021. Derudover har I/S Vestforbrænding en række øvrige aktiviteter end de til VF Affaldsenergi udskilte affaldsforbrændings- og fjernvarmeaktiviteter, som ikke er direkte sammenlignelige med VF Affaldsenergis aktiviteter. Den estimerede garantiprovision

⁴ Baseret på en syntetisk kreditvurdering, jf. beregningen efter Damodaran-modellen på A3/Baa3.



Side:

7 af 7

baseret på I/S Vestforbrændings historiske resultater kan derfor ikke stå alene som benchmark.

- **Ad iii)** slutteligt kan garantiprovisionen opgjort med afsæt i realkreditobligationer for ikke-finansielle selskaber opgøres til ca. 0,7 % af hovedstolen.⁵
32. Baseret på ovenstående "sanity checks" virker satsen på 0,6 % af hovedstolen (0,75 % af det garanterede beløb forudsat en garantistillelse på 80 %) for 2025 foreslået af VF Affaldsenergi som et fornuftigt udgangspunkt for fastsættelse af en markeds-mæssig garantiprovision.
33. Det skal dog bemærkes, at den anvendte model til estimering af garantiprovision ikke svarer til den analyse, der er beskrevet i Kommissionens garantimeddelelse. Estimatet indebærer derfor en vis usikkerhed, og det kan ikke udelukkes, at det fastsatte niveau ikke fuldt ud afspejler en markeds-mæssig garantiprovision, herunder idet der ikke tages hensyn til konkrete lånevilkår mv. På den baggrund anbefaler vi fortsat, at der i forbindelse med en eventuel konkret garantistillelse indhentes en vurdering fra en revisor. Denne vurdering bør tage stilling til estimatet for garantiprovision i lyset af den konkrete risiko, herunder garantiens og lånets karakteristika, VF Affaldsenergis økonomiske situation mv.
34. Vi forstår, at VF Affaldsenergi og kommunernes hensigt også er, at satsen på 0,6 % af hovedstolen (0,75 % af det garanterede beløb forudsat en garantistillelse på 80 %) årligt skal revurderes i lyset af den aktuelle økonomiske situation og andre forhold, der potentielt kan påvirke risikoen.

⁵ Baseret på den gennemsnitlige effektive rente på nye indenlandske udlån i DKK fra realkreditinstitutter til ikke-finansielle selskaber på tværs af alle rentefikseringsperioder på over 7,5 mio. kr. opgjort i december 2024, der udgør 3,7%, jf. Nationalbankens Statistikbank, tabel "DNRNURI".