

# Etableringen af Sunstone Capital

## De politiske intentioner

Sunstone Capital blev etableret som følge af Regeringens "Handlingsplan for risikovillig kapital" fra 16. januar 2005<sup>1</sup> og regeringsgrundlaget "Nye mål" fra februar 2005<sup>2</sup>. Regeringen ønskede med initiativet at styrke det danske marked for innovationsfinansiering ved at etablere en ny kapitalstærk venturefond med tilstrækkelige midler til at bære kapitalkrævende nye vækstvirksomheder ud på eksportmarkederne. Ambitionen var i partnerskab med private investorer at skabe en venturefond med et samlet kapitalgrundlag på 3-4 mia. kr.

Det lovgivningsmæssige grundlag for etableringen blev endeligt skabt ved vedtagelse af det lovforslag, som økonomi- og erhvervsministeren fremsatte 15. marts 2006. Venstre, Socialdemokratiet, Dansk Folkeparti, Det Konservative Folkeparti, Det Radikale Venstre og Socialistisk Folkeparti stemte for lovforslaget. Lovforslaget gjorde det muligt at udskille forvaltningen af Vækstfondens investeringer til private forvaltningsselskaber. De indledende bemærkninger til lovforslaget uddyber intentionerne med etableringen af Sunstone Capital:<sup>3</sup>

*"Regeringen har med en serie nye initiativer sat iværksætter og innovation højt på den politiske dagsorden. Målet er, at Danmark skal være blandt de lande i verden, hvor der startes flest vækstvirksomheder. Samlet set må det forventes, at disse initiativer i de kommende år vil føre til, at væsentligt flere nye ideer skal testes for kommerciel holdbarhed og mange siden hen finansieres i forbindelse med opstart af virksomhed og de senere vækstfaser. Det er en stor udfordring for et marked, der allerede i dag har betydelige vanskeligheder ved at fremskaffe den nødvendige kompetente kapital til de virksomheder, som bl.a. etableres med udgangspunkt i innovationsmiljøerne og i uddannelses- og forskningsinstitutionerne.*

*Sammenlignet med de bedste europæiske lande som fx England og Sverige er det danske marked for innovationsfinansiering relativt lille. I perioden 2001 til 2004 lå det gennemsnitlige investeringsniveau på lidt under 0,2 pct. af BNP, mens det i Sverige lå på omkring 0,6 pct. af BNP. Der har dog i de senere år været en ganske kraftig vækst på det danske marked. I perioden fra starten af 90'erne og frem til i dag er markedet for innovationsfinansiering mere end fordoblet. Det er en betydeligt kraftigere vækst end i lande som fx Tyskland, Finland og Irland. Den kraftige vækst har især fundet sted i de tidlige faser.*

*Den positive udvikling af markedet for innovationsfinansiering i de tidlige faser i de senere år har især været båret af det offentlige, herunder ikke mindst af Vækstfonden. Således står det offentlige i dag for ca. to tredjedele af investeringerne i de tidlige fa-*

<sup>1</sup> Se <http://www.oem.dk/graphics/oem/nyheder/Pressemeddelelser/HandlingsplanRisiko.pdf>.

<sup>2</sup> Se [http://www.stm.dk/publikationer/reggrund05/nye\\_%20maal\\_web.pdf](http://www.stm.dk/publikationer/reggrund05/nye_%20maal_web.pdf).

<sup>3</sup> Se [http://www.ft.dk/dokumenter/tingdok.aspx?samling/20051/lovforslag/L172/som\\_fremsat.htm](http://www.ft.dk/dokumenter/tingdok.aspx?samling/20051/lovforslag/L172/som_fremsat.htm).

*ser. Denne meget store offentlige andel er næppe holdbar i længden. Dels fordi der uden en betydelig tilstedeværelse af privat kapital ikke vil være tilstrækkelig kapital til rådighed til at finansiere de ideer og den viden, der udspringer af regeringens styrkede indsats inden for forskning, iværksætteri og innovation. Dels fordi det kan medvirke til, at private kompetencer ikke i tilstrækkelig grad opbygges, hvilket hindrer opbygningen af et privat og selv bærende marked.*

*Selv om det således i de senere år er lykkedes at styrke tilgangen af kapital til de tidlige faser, er det samlede danske marked for innovationsfinansiering imidlertid endnu umodent sammenlignet med de førende lande. I international målestok er de danske fonde/selskaber inden for innovationsfinansiering relativt små, og ofte fordeles investeringerne ud på mange virksomheder og i små portioner. Den gennemsnitlige venturefundsstørrelse i Danmark er på ca. 340 mio. kr. Til sammenligning ligger den gennemsnitlige fondsstørrelse i USA på 1 mia. kr. Sidste år modtog porteføljeselskaberne i danske venturefonde gennemsnitligt ca. 6 mio. kr. i innovationsfinansiering. På europæisk niveau er kapitalindskuddene gennemsnitligt 3-4 gange større.*

*En konsekvens af de små finansieringsrunder er, at nystartede virksomheder med relativt korte mellemrum skal søge ny kapital på markedet. Dette er en meget ressourcetrævendende proces, der kan tage alt fra 6-24 måneder. Det fører til et langsommere vækstforløb og i nogle tilfælde til, at det slet ikke lykkes at skabe væksten, fordi ressourcerne og tiden i højere grad bruges på at rejse kapital frem for at udvikle virksomheden. Da venturefinansierede virksomheder som hovedregel vil være aktører på det globale marked, betyder disse forskelle i finansieringsmuligheder og -vilkår en konkurrencemæssig svækkelse af de danske virksomheder.*

*Det danske marked for innovationsfinansiering er således især karakteriseret ved en betydelig mangel på kapacitet til at bære teknologibaserede vækstvirksomheder frem til globale vinderpositioner. Der er mangel på den helt afgørende kobling mellem kapacitet til at yde ledelsesmæssig sparring og styrke virksomhedernes netværk på den ene side og tilstrækkelig med kapital til at kunne bære virksomhederne frem til aftesting af markedsstrategien og ekspansion af virksomhedernes organisation til global skala på den anden side. Mange nystartede virksomheder sælges derfor også ganske tidligt til udenlandske firmaer og/eller kapitalfonde, som i nogle tilfælde flytter væksten og arbejdspladserne ud af Danmark.*

*For at hjælpe markedet på vej og udløse det vækstpotentiale, der ligger i et velfungerende marked for innovationsfinansiering, har regeringen med handlingsplanen for risikovillig kapital fra januar 2005 og senest i regeringsgrundlaget "Nye Mål" fra februar 2005 fremlagt en række nye initiativer, der skal videreudvikle markedet for innovationsfinansiering på markedsmæssige vilkår og bane vejen for flere risikovillige investeringer fra private og institutionelle investorer i Danmark. Målet er, at Danmark opbygger ét af Europas bedst fungerende markeder for risikovillig kapital.*

*Som et af de væsentligste initiativer vil regeringen i samarbejde med pensionsinstitutter og andre private investorer etablere en ny kapitalstærk venturefond, der kan sikre et løft i kompetencerne og investeringerne i de tidlige faser af det danske marked for innovationsfinansiering. Kapitalen tilvejebringes gennem et samarbejde med pensionsinstitutter og private investorer gennem en udskilning af Vækstfondens direkte investeringsenheder, hvilket forventes at skabe et samlet kapitalgrundlag på 3-4 mia. kr.*

*En forudsætning for at tilskynde pensionsinstitutter og andre private institutionelle investorer til at foretage investeringer i det danske marked for innovationsfinansiering er, at det forventede afkast herved er konkurrencedygtigt med alternative investeringsmuligheder i tilsvarende markeder i udlandet. Der er i Vækstfonden gennem de seneste 5 år inden for sektorerne Life Science (bioteknologi og medikoteknik) og Tech (informations- og telekommunikationsteknologi, software, hardware og materialeteknologi) skabt investeringsenheder, som har opbygget kompetencer, der gør det muligt for disse at tiltrække kapital fra private investorer. Dette skyldes, at Vækstfonden siden strategiskiftet i 2001 – hvor fondens produktportefølje bl.a. blev omlagt til egenkapitalinvesteringer i såvel vækstvirksomheder som i venturefonde – har fokuseret på at tiltrække de specialiserede kompetencer, der er nødvendige for at identificere og udvikle vækstvirksomheder med et attraktivt afkast. Det er netop denne kombination af investeringskompetencer og hidtidige resultater, som de private investorer efterspørger. Vækstfonden har således de seneste 5 år investeret i mere end 120 virksomheder og i 13 udviklingselskaber og har dermed været en af de mest aktive ventureinvestorer i Europa.*

*Med de seneste 5 års investeringserfaring fra Vækstfonden vurderes disse investeringsenheder i dag at være i stand til at generere afkast, som er konkurrencedygtige med investeringsalternativer i udlandet. Hvis private investorer imidlertid skal se Vækstfondens investeringsenheder som et attraktivt alternativ til forvaltningsselskaber/venturefonde i udlandet, kræver det dog, at kapitalforvaltningen sker på markedskonforme betingelser. I modsat fald kan det ikke forventes, at investeringsenhederne kan tiltrække kapital fra private investorer. Vækstfondens investeringsenheder udskilles på den baggrund i et privatejet forvaltningsselskab, som giver de investeringsansvarlige mulighed for at operere på markedsvilkår og dermed konkurrencedygtige betingelser.*

*Med lovforslaget tager regeringen endnu et vigtigt skridt i retning mod at skabe de bedst mulige rammer for innovative virksomheder i Danmark og opfylde visionen om at medvirke til skabe ét af Europas bedst fungerende markeder for risikovillig kapital. Da det er forudsat, at hovedparten af kapitalen til den nye kapitalstærke venturefond tilvejebringes fra private investorer, mens Vækstfondens investeringsenheder udgør fundamentet for forvaltningen, kræver det, at der foretages en række mindre justeringer*

ger i lov om Vækstfonden med henblik på at skabe det nødvendige lovmæssige grundlag for etableringen.

### **Modellen for etablering af den nye venturefond**

Den nye venturefond vil blive etableret ved at udskille Vækstfondens investeringsenheder inden for sektorerne Life Science og Tech i et privat forvaltningsselskab, der vil blive ejet af de investeringsansvarlige. Forvaltningsselskabet sigter på at rejse 1 mia. kr. på det private marked til nyinvesteringer bl.a. inden for de tidlige virksomhedsfaser i Life Science og Tech sektorerne. Disse midler suppleres af et tilsvarende beløb fra Vækstfonden, således at den nye fond kan foretage nyinvesteringer på op til 2 mia. kr. Der arbejdes dog på at opnå et investeringstilsagn fra den Europæiske Investeringsfond (EIF), og såfremt dette opnås, vil Vækstfondens kapitaltilførsel blive reduceret med et beløb svarende til investeringstilsagnet fra EIF. Endvidere kan anmodning fra de private investorer i fonden betyde en reduktion af Vækstfondens kapitalforpligtelse.

EIF, der investerer i venturefonde i hele Europa, skal sammen med private investorer sikre, at både formueforvaltningen og investeringerne sker på rent kommercielle vilkår uden statsstøtteelementer.

Samtidig med udskillelsen af Vækstfondens investeringsenheder indgås en formueforvaltningsaftale med det nye forvaltningsselskab vedrørende Vækstfondens eksisterende portefølje af direkte investeringer inden for Life Science og Tech. Denne portefølje består af investeringer i en række selskaber, der ikke længere har behov for en egentlig offentlig understøttelse, og hvor Vækstfondens fortsatte engagement og investering derfor alene skal tilgodese hensynet til at opnå et betryggende afkast på investeringerne for Vækstfonden.”

### **Indledende drøftelser med pensionskasser og øvrige private investorer**

På baggrund af ”Handlingsplan for risikovillig kapital” og regeringsgrundlaget ”Nye Mål” undersøgte Vækstfondens bestyrelse forud for fremsættelsen af lovforslaget, om der var private institutionelle investorer, som ville medvirke til at etablere en ny kapitalstærk venturefond. Udgangspunktet var regeringens ønske om at etablere en solid kapitalbase for fonden og ikke mindst tiltrække mere kapital til markedet fra institutionelle investorer. Bestyrelsen førte drøftelser med en række pensionskasser og øvrige private investorer, som fandt projektet interessant. Under drøftelserne fremlagde de en række forudsætninger for, at den nye fond ville være en attraktiv investering for dem, herunder:<sup>4</sup>

- At fondsstrukturen skulle være transparent og markedskonform
- At beslutninger om nye investeringer skulle foretages uafhængigt af staten

---

<sup>4</sup> Vækstfondens bestyrelsesformand havde en række møder med investorer, som efterfølgende viste sig ikke at være interesseret i at medvirke til at etablere den kapitalstærke venturefond. Meldingen fra investorerne vedrørende betingelserne for den endelige selskabskonstruktion var dog enslydende.

- At forvaltningsselskabet skulle være ejet af de partnere, som foretog investeringsbeslutninger.

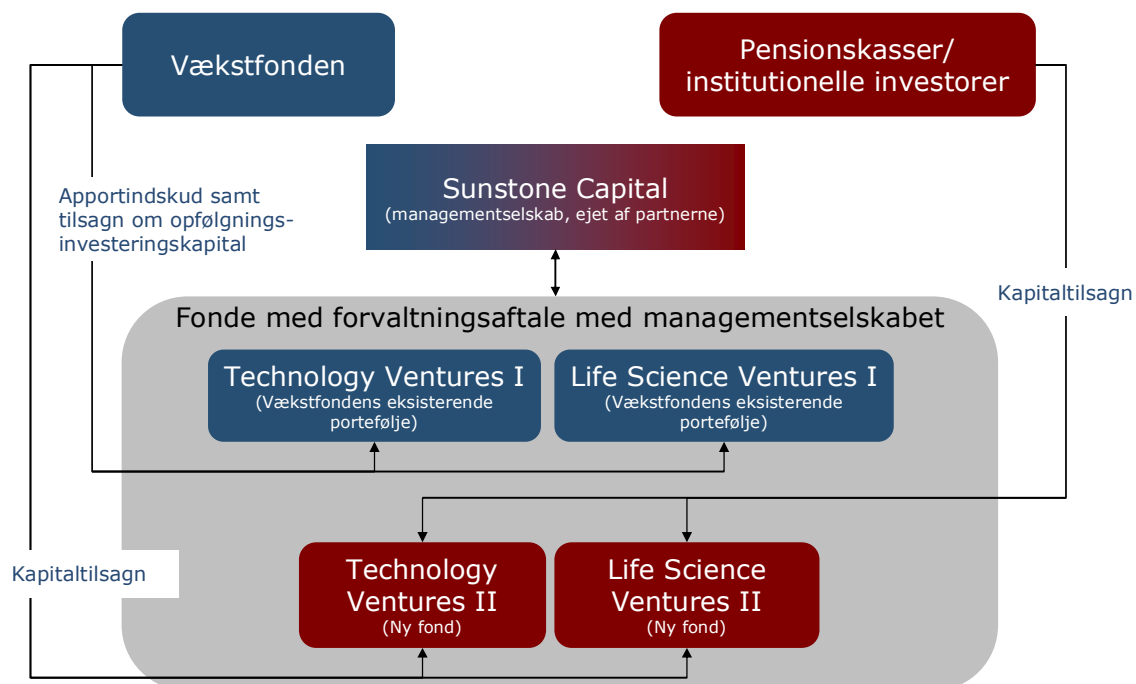
Investorerne gjorde det klart, at de i henhold til vanlig praksis ville foretage en grundig vurdering af de to investeringsteam, og at de kun ville investere i de to nye fonde, såfremt de fandt, at de respektive team var tilstrækkeligt kvalificerede. Desuden forbeholdt investorerne sig – ligeledes i henhold til vanlig praksis – retten til at udskifte et eller begge team, hvis de senere måtte vurdere, at det alligevel ikke fungerede.

### Proces og selskabskonstruktion

Det endelige lovforslag og processen for etableringen af Sunstone Capital blev udformet på baggrund af de private investorers anbefalinger og krav, som de fremkom under de indledende drøftelser.

Selskabskonstruktionen samt beskrivelsen af de to investeringsteam blev præsenteret i et Information Memorandum, der blev sendt bredt ud til danske og udenlandske investorer med tilbud om at deltage i den nye fond. Selskabskonstruktionen, som investorerne blev præsenteret for, så således ud:

## Selskabskonstruktion for Sunstone Capital



De to fonde Technology Ventures I og Life Science Ventures I – kaldet de primære fonde – indeholder de investeringer, som de to investeringsteam i Sunstone Capital forvaltede, da de var ansat i Vækstfonden. Her er Vækstfonden fortsat eneste investor. Der er således ikke i forbindelse med etableringen af de primære fonde inviteret nye investorer med ind i ejerkredsen af fondene. De to

øvrige fonde, Technology Ventures II og Life Science Ventures II – kaldet de sekundære fonde – modtog kapitaltilsagn fra såvel Vækstfonden som nye private investorer.

### **Ny kapital – seks private investorer**

I første omgang fandt seks private investorer det attraktivt at investere i de nye fonde: Industriens Pension, Nordea Liv & Pension, MP Pension, Carnegie Private Banking, TryghedsGruppen og Lønmodtagernes Dyrtingsfond. På tidspunktet for fondenes endelige etablering havde yderligere to udenlandske investorer samt én dansk meldt sig på banen: Next Wave Funds fra Tyskland samt Finnish Industry Investment fra Finland og Sampension Private Equity fra Danmark.

Samlet modtog Sunstone Capital's sekundære fonde kapitaltilsagn på 766,0 mio. kr. fra private investorer samt 582,4 mio. kr. fra Vækstfonden. Den samlede kapital under forvaltning i de sekundære fonde er således 1,35 mia. kr., og i alt har Sunstone Capital 3,1 mia. kr. under forvaltning i de fire fonde.<sup>5</sup>

### **Generelle vilkår for venturefonde**

Normalt har en venturefond en levetid på ti år med mulighed for forlængelse i yderligere to til tre år. De første fire år anvendes til at foretage investeringer i relevante virksomheder (investeringsperioden), og den resterende tid udnyttes til at udvikle selskaberne og afhænde dem ved børsnotering eller industrielt salg (realiseringsperioden).<sup>6</sup>

Aflønningen af et managementteam for en venturefond sker almindeligvis via et fast, årligt forvaltningshonorar, som i investeringsperioden udgør en procentdel af kapitalen under forvaltning og i realiseringsperioden udgør en procentdel af den kapital, som er investeret i porteføljevirkomheder. Endvidere modtager managementteamet en andel af overskuddet fra forvaltningen af fonden, som udbetales ved fondens udløb. Denne overskudsdeling kaldes carry. Management opnår adgang til carry under forudsætning af, at investorerne forinden har fået tilbagebetalt deres kapitalindskud i fonden med tillæg af en fast årlig forrentning, der fastsættes ved fondens etablering. Rentesatsen, som denne forrentning udregnes på baggrund af, kaldes fondens hurdle rate. Formålet med at indgå en sådan aftale om overskudsdeling er at sikre, at der er sammenfald mellem managementteams og investorernes interesser i den løbende forvaltning af de investeringer, som er foretaget.

I Danmark varierer forvaltningshonoraret typisk fra 2,0 pct. til 2,5 pct. af den forvaltede/investerede kapital. Internationalt ligger det gennemsnitlige, procentvise forvaltningshonorar for en venturefond i omegnen af 2,35 pct.<sup>7</sup> Større fonde har typisk et lavere procentvist forvaltningshonorar end mindre fonde og fonde, som investerer i virksomheder i de tidlige udviklingssta-

<sup>5</sup> Den samlede kapital under forvaltning for en venturefond opgøres som summen af de investeringstilsagn, som oprindeligt er givet fra investorerne – uanset om der allerede er foretaget indbetalinger til fonden. For de primære fonde er den samlede kapital under forvaltning derfor beregnet som summen af Vækstfondens indbetalingsforpligtelse til de to fonde tillagt den allerede investerede kapital i fondenes porteføljeselskaber. Sunstone Capital har fra 1. januar 2010 overtaget forvaltningen af en række biotekselskaber fra BankInvest. Det bringer den samlede kapital under forvaltning i Sunstone Capital op på omkring 3,7 mia. kr.

<sup>6</sup> Se publikationen "Venturekapital i Danmark – Hvor går jeg hen?" udgivet af Danish Venture Capital and Private Equity Association (DVCA) for en karakteristik af venturefonde:

[http://dvca.inforce.dk/graphics/dvca/dokumenter/028907\\_PwC\\_Venturekapital.pdf](http://dvca.inforce.dk/graphics/dvca/dokumenter/028907_PwC_Venturekapital.pdf).

<sup>7</sup> Kilde: *Dow Jones Private Equity Partnership Terms & Conditions, 2009 edition*, side 30.

dier (hvilket er meget ressourcekrævende og dermed fordrer at managementteamet har en relativt stor organisation).

For carry er den internationale standard, at managementteamet får tildelt 20 pct. af det eventuelle overskud fra forvaltningen af fonden, som ligger ud over fondens hurdle rate. For hurdle rate ligger den internationale standard på 8 pct.<sup>8</sup> Det er værd at bemærke, at investorerne, inden der udbetales carry til managementteamet, skal have følgende tilbageløb fra fonden:

1. Deres samlede kapitalindskud i fonden, inklusive kapitalindskud, som er gået til at betale forvaltningshonorar og øvrige omkostninger afholdt af fonden.<sup>9</sup>
2. En årlig forrentning af alle kapitalindskud, inklusive kapitalindskud, som er gået til ovenstående omkostningsdækning, svarende til fondens hurdle rate.

Som det fremgår af ovenstående skal managementteamet altså tilbagebetale alle kapitalindskud i fonden, inklusive en forrentning svarende til den årlige hurdle rate, før de opnår adgang til at modtage carry.

Som ovenstående illustrerer udbetales der ikke carry på baggrund af de løbende værdiansættelser af fondenes investeringer i porteføljeselskaber. Det skyldes, at investeringerne i sagens natur er meget illikvide og derfor ikke kan omsættes på det tidspunkt, de værdiansættes. Beregningen af carry tager derfor kun udgangspunkt i de faktiske indbetalinger til fonden og de faktiske (kontante) tilbageløb til investorerne. Dette princip gælder naturligvis også for de primære og sekundære fonde forvaltet af Sunstone Capital, jf. nedenfor.

### **Investeringsvilkårene for de primære og sekundære fonde**

Investeringsaftalerne for de primære og sekundære fonde forvaltet af Sunstone Capital opererer med vilkår, som er markedskonforme, men som dog er mindre gunstige for managementteamet end tilfældet er for gennemsnittet af andre danske og internationale fonde.

I de primære fonde var porteføljerne allerede dannet på etableringstidspunktet for Sunstone Capital. I henhold til markedsnormen fik fondene derfor en tilsvarende kortere levetid – i alt seks år med mulighed for forlængelse i tre år. De sekundære fonde med nye porteføljer blev oprettet med den typiske levetid.

Det procentvise forvaltningshonorar i Sunstone Capital er 2 pct. for de primære fonde, hvilket er i den lave ende af markedsspændet sammenlignet med andre danske og udenlandske fonde. Forvaltningshonoraret beregnes med udgangspunkt i den kapital, der er investeret i porteføljevirkomhederne, da fondene befinder sig i realiseringsperioden.

Managementteamet i Sunstone Capital vil kunne få udbetalt carry i overensstemmelse med markedstandard. Da Vækstfonden er den eneste investor i de primære fonde, og da fondene blev

---

<sup>8</sup> Kilde: *Dow Jones Private Equity Partnership Terms & Conditions, 2009 edition, side 41.*

etableret med selskaber fra Vækstfondens portefølje, får Vækstfonden i overensstemmelse med international praksis en andel af managementteamets carry. Vækstfondens andel kan løbe op i et beløb svarende til knap halvdelen af, hvad der normalt tildeles managementteamet. Fondenes hurdle rate er på 9 pct. Skal managementteamet opnå adgang til at få udbetalt carry, skal Vækstfonden sikres et årligt afkast på 9 pct. af den indbetalte kapital i fondene, herunder kapital indbetalt til at dække forvaltningshonorarer og øvrige omkostninger. De to fonde skal således levere et beløb på op mod 2,5 mia. kr. tilbage til Vækstfonden inden udløb, før managementteamet opnår adgang til at få udbetalt carry.

For de sekundære fonde er forvaltningshonorar, carry og øvrige vilkår fastsat af de private investorer.

### **Yderligere oplysninger**

For oplysninger om Sunstone Capital's aktuelle portefølje, nyheder og detaljer om selskabets managementteam, se [www.sunstonecapital.com](http://www.sunstonecapital.com).

For yderligere information om de politiske intentioner og processen bag etableringen af Sunstone Capital, kontakt Vækstfondens direktør Christian Motzfeldt på [cm@vf.dk](mailto:cm@vf.dk) eller på 35 29 86 70.

---

<sup>9</sup> Fx omkostninger til revision af fonden samt aflønning af en eventuel bestyrelse.