

v. Agarwal • B. Barber • S. Cheng •

A. Hameed • A. Yasuda

private company valuations by mutual funds

CFR working paper 21-09

In der Vergangenheit haben sich Startup-Unternehmen zur Finanzierung ihres Wachstums an spezielle Risikokapitalgeber gewandt, bevor sie sich mit einem Börsengang an die öffentlichen Märkte wandten. In den letzten Jahren haben sich jedoch große Startup-Unternehmen wie Uber, Airbnb und Pinterest dafür entschieden, nicht börsennotiert zu bleiben und gleichzeitig große Mengen an Kapital zu beschaffen, indem sie private Wertpapiere an Investmentfonds verkaufen, oft Jahre vor einem öffentlichen Börsengang.

Die Beteiligung von Investmentfonds an diesem neuen Modell der Startup-Finanzierung hat Auswirkungen auf das Vermögen von Kleinanlegern, die über Investmentfonds Zugang zu privaten Startups erhalten möchten. Einerseits ist es positiv, dass Kleinanlegern die Beteiligung an Startups durch Investmentfonds überhaupt erst ermöglicht wird. Andererseits entstehen dadurch auch Probleme: Erstens sind private Wertpapiere aufgrund des Mangels an Transaktionspreisen und der begrenzten Offenlegung von Informationen naturgemäß schwer zu bewerten. Zweitens haben die meisten Investmentfonds eine "open-end"-Struktur, d.h. sie sind so angelegt, dass sie den Liquiditätsbedarf ihrer Anleger jederzeit decken. Die Diskrepanz zwischen der liquiden Fondsstruktur und der illiquiden und schwer zu bewertenden Natur privater Wertpapiere stellt eine potenzielle Herausforderung für Investmentfonds dar. Insbesondere entsteht dadurch eine fragile Situation: Ziehen Anleger ihr Geld aus dem Fonds ab, können Fonds illiquide Wertpapiere nur mit hohen Abschlägen verkaufen, was die im Fonds verbliebenen Anleger besonders trifft. Daher ist zu erwarten, dass Fondsanleger in dieser Konstellation besonders sensibel auf eine schlechte Performance des Fonds reagieren und schneller ihr Geld abziehen, damit ihnen andere Anleger nicht zuvorkommen und sie als letzte im Fonds verbleiben.

Im vorliegenden CFR Working Paper analysieren die Autoren daher wie Investmentfonds private Investitionen bewerten und ob Fondsinvestoren auf schlechte Fondsrenditen besonders stark mit Kapitalabzügen reagieren. Die Untersuchungen zeigen, dass Investmentfonds private Wertpapierbestände zu sehr unterschiedlichen Preisen bewerten und ihre Bewertungen nur selten aktualisieren - und wenn doch, dann gleich sehr drastisch. Zudem reagieren Anleger in Investmentfonds mit hohem Engagement in privaten Wertpapieren besonders empfindlich auf eine schlechte Fondsperformance. Aus ihren Untersuchungen leiten die Autoren zudem noch eine Empfehlung für Kleinanleger ab, die sich über Investmentfonds an privaten Startups beteiligen wollen: Diese sollten nur in Fonds aus größeren Fondsfamilien investieren, die über mehr Ressourcen für Private-Equity-Investitionen verfügen, da es hier weniger Verwerfungen bei der Bewertung privater Startups gibt.