

**vikas agarwal • brad barber • si cheng •
allaudeen hameed • harshini shanker • ayako yasuda**

do investors overvalue startups? evidence from the junior stakes of mutual funds

CFR working paper 23-04

In den zehn Jahren nach der Finanzkrise von 2008-2009 stieg der jährliche Investitionsfluss in private Start-up-Unternehmen in den USA dramatisch an. Dies wurde begleitet von beispiellosen Direktinvestitionen in Start-ups durch nicht-traditionelle Investoren. Im Jahr 2021 waren nicht-traditionelle Investoren, wie z.B. Investmentfonds, an 41% aller Transaktionen (82% der bereitgestellten Mittel) beteiligt.

In den USA werden bei der Finanzierung von Start-ups fast immer Vorzugsaktien eingesetzt. Diese werden bei Liquidation gegenüber Stammaktien bevorzugt und können optional in Stammaktien umgewandelt werden. Wenn der Wert eines Unternehmens beim Ausstieg des Investors niedrig ist, werden Vorzugsaktien als vorrangige Wertpapiere eingelöst, wenn der Wert hoch ist, in Stammaktien umgewandelt. Außerdem gibt es meist mehrere Serien von Vorzugsaktien, wobei Vorzugsaktien einer späteren Serie (Senior-Aktien) gegenüber früheren Serien (Junior-Aktien) bei der Liquidation des Unternehmens bevorzugt werden und somit einen höheren Schutz vor Kursverlusten bieten. Der Wert von Junior- und Senior-Aktien wird sich also unterscheiden - außer man nimmt an, dass alle Vorzugsaktien letztlich in Stammaktien umgewandelt werden und dann den gleichen Wert haben. Dies ist in der Praxis jedoch bei weitem nicht immer der Fall.

Die Frage ist daher, ob nicht-traditionelle Investoren diese Unterschiede zwischen Senior- und Junior-Aktien von privaten Start-ups erkennen und in ihrer Bewertung dieser Aktien berücksichtigen. Dieser Frage gehen die Autoren in der vorliegenden Studie nach. Dazu bestimmen sie zunächst den theoretischen fairen Wert der Aktien. Sie stellen fest, dass die zuletzt emittierte und höchstrangige Senior-Aktie im Durchschnitt 48,5% mehr wert ist als die nachrangigen Aktien. Anschließend vergleichen sie den Wert, den Investmentfonds Junior-Aktien zuweisen, mit dem theoretisch fairen Wert. Im Durchschnitt setzen sie den Wert von Junior-Aktien um 43,3% zu hoch an - und damit ungefähr gleich zum Wert von Senior-Aktien. In weiteren Analysen untersuchen die Autoren außerdem, ob es Faktoren gibt, die diese Bewertung beeinflussen.

Zusammengenommen deuten die Ergebnisse darauf hin, dass Investmentfonds die Wahrscheinlichkeit erfolgreicher Exits, bei denen alle Wertpapiere in Stammaktien umgewandelt werden, übergewichten und die Wahrscheinlichkeit negativer Ergebnisse, bei denen für nachrangige Wertpapiere weniger gezahlt wird, herunterspielen. Dies kann sich bei Marktabschwüngen als teurer Fehler erweisen, wenn negative Ausstiegsergebnisse für private Start-ups wahrscheinlicher werden und/oder Anleger Liquidität von Fonds verlangen, die Junior-Aktien von diesen Start-ups halten und sie zum gleichen Preis wie die vorrangigen Aktien bewerten.