

# Inhaltsübersicht

## *1. Kapitel*

<b>Einleitung – Zeitenwende in der Wagnisfinanzierung?</b>	<b>25</b>
A. Untersuchungsanlass und Untersuchungsgegenstand .....	26
I. Traditionelle Quellen der Wagnisfinanzierung .....	26
II. Token Sales als Finanzierungsphänomen .....	28
III. Einordnung in den Forschungsstand .....	35
IV. Themenbegrenzung .....	36
B. Methodischer Ansatz der Arbeit .....	46
C. Gang der Untersuchung .....	47

## *2. Kapitel*

<b>Technische und rechtliche Grundlagen von Token Sales</b>	<b>49</b>
A. Blockchain-Technologie .....	50
I. Mehrdeutigkeit des Blockchain-Begriffs .....	51
II. Ziel: Integrität in verteilten Peer-to-Peer-Netzwerken .....	52
III. Blockkettenmechanismus .....	57
IV. Authentifizierung durch digitale Signaturen .....	62
V. Verifikation durch anreizgesteuerte Konsensbildung .....	64
VI. Gestaltungsalternativen .....	70
B. Fungibilisierung von Rechtspositionen durch Token .....	72
I. Technische Funktionsweise .....	73
II. Token-Transaktionen aus zivilrechtlicher Perspektive .....	75
C. Automatisierung von Leistungsbeziehungen durch Smart Contracts .....	133
I. Ethereum als Smart Contract-Plattform .....	135
II. Code should obey the Law (but it does not necessarily do so) .....	142
III. Rechtsgeschäftliche Bedeutung im Rahmen der Token-Emission .....	143
IV. Implikationen für Token-Investoren .....	148
D. Kapitalmarktrechtliche Regulierung von STOs .....	149
I. Prospektpflicht nach Art. 3 Prospekt-VO .....	150
II. Subsidiäre Bedeutung des VermAnlG .....	151

III. Regulierung nach dem KAGB .....	152
IV. Marktfolgepflichten .....	153
V. Marktseitige Reaktion auf regulatorische Hürden und verbleibende Schutzdefizite .....	154
E. Ablauf eines Token Sales .....	155
I. Vorbereitungsphase .....	156
II. Durchführungsphase .....	159
III. Erfüllungsphase .....	161

### 3. Kapitel

#### **Potenziale und Hemmfaktoren der Token-basierten Wagnisfinanzierung aus dem Blickwinkel der Neuen Institutionenökonomik** 163

A. Interessenlage der Finanzierungsparteien .....	165
I. Kapitalnehmer .....	165
II. Investoren .....	167
B. Ökonomisches Potenzial .....	168
I. Reduktion von Transaktionskosten .....	168
II. Liquide Sekundärmärkte und die „Demokratisierung“ von Risikokapital .....	172
III. Implizite Annahmen .....	175
C. Ökonomische Hemmfaktoren .....	175
I. Ex ante: Unsicherheit und Informationsasymmetrie .....	175
II. Ex post: Prinzipal-Agent-Konflikte .....	195
III. Fazit: STOs als komplementäre Finanzierungsmethode .....	209

### 4. Kapitel

#### **Wechselbeziehungen zwischen STOs und Venture Capital** 211

A. Gestaltung, Qualifikation und Einsatzmöglichkeiten von STOs .....	212
I. Anforderungsprofil der zur Finanzierung im Venture Capital-Bereich eingesetzten Token .....	212
II. Finanzierung durch die Emission tokenisierter Gläubigerrechte .....	215
III. Beteiligungsfinanzierung mittels echter Equity Token .....	258
B. STOs als Mittel der Zwischenfinanzierung .....	275
I. Kompetenzverteilung und Token-Bezugsrecht .....	276
II. Zielkonvergenz durch Kicker-Vergütung .....	296
III. Anschlussfinanzierung, Exit-Fähigkeit und Adaptabilität .....	300
IV. Steuerungswirkung der Kapitalstruktur .....	331

C. Gesetzlicher und privatautonomer Schutz von Token-Anlegern .....	332
I. Schutz des Werterhaltungsinteresses .....	333
II. Informationsrechte .....	363
III. An die traditionelle Wagnisfinanzierung angelehnte Schutzmechanismen .....	368
IV. Token Sale-spezifische Schutzmechanismen .....	391
V. Möglichkeiten und Grenzen der Etablierung eines privaten Ordnungsrahmens ..	395

### *5. Kapitel*

<b>Zusammenfassung</b>	399
------------------------	-----

<b>Literaturverzeichnis</b> .....	422
-----------------------------------	-----

<b>Stichwortverzeichnis</b> .....	462
-----------------------------------	-----

# Inhaltsverzeichnis

## *1. Kapitel*

<b>Einleitung – Zeitenwende in der Wagnisfinanzierung?</b>	<b>25</b>
A. Untersuchungsanlass und Untersuchungsgegenstand	26
I. Traditionelle Quellen der Wagnisfinanzierung	26
II. Token Sales als Finanzierungsphänomen	28
1. Verheißung und Realität der Token-basierten Finanzierung	30
2. Unklares Verhältnis zu Venture Capital und damit verbundene Untersuchungs- fragen	32
3. Gesetzgeberisches Tätigwerden	33
III. Einordnung in den Forschungsstand	35
IV. Themenbegrenzung	36
1. Kryptofondsanteile	36
2. DAOs	37
3. Typologische Eingrenzung	38
a) Currency Token	39
b) Utility Token	41
c) Security Token	43
aa) Debt Token	43
bb) Equity Token	44
cc) Interaktionspotential mit Venture Capital	45
B. Methodischer Ansatz der Arbeit	46
C. Gang der Untersuchung	47

## *2. Kapitel*

<b>Technische und rechtliche Grundlagen von Token Sales</b>	<b>49</b>
A. Blockchain-Technologie	50
I. Mehrdeutigkeit des Blockchain-Begriffs	51
1. Blockchain als Datenstruktur	51
2. Blockchain als Sammelbegriff	51
II. Ziel: Integrität in verteilten Peer-to-Peer-Netzwerken	52
1. Peer-to-Peer-Netzwerke	52

2. Verwaltung von Informationsgütern .....	53
3. Integrität als Systemvoraussetzung .....	55
III. Blockkettenmechanismus .....	57
1. Hashing .....	57
2. Verkettung von Datenblöcken .....	58
a) Intra-blockverkettung durch merkle trees .....	59
b) Interblockverkettung durch Referenzhashs .....	61
IV. Authentifizierung durch digitale Signaturen .....	62
V. Verifikation durch anreizgesteuerte Konsensbildung .....	64
1. Proof-of-Work-Verfahren .....	65
2. Pekuniäre Incentivierung .....	67
3. Konsensbildung auf spieltheoretischer Grundlage .....	68
4. Proof-of-Stake-Verfahren .....	69
VI. Gestaltungsalternativen .....	70
B. Fungibilisierung von Rechtspositionen durch Token .....	72
I. Technische Funktionsweise .....	73
1. Erzeugung von Kryptowerten .....	73
a) Coin-Erzeugung durch mining .....	73
b) Token-Erzeugung durch minting .....	73
2. Transaktion von Kryptowerten .....	74
II. Token-Transaktionen aus zivilrechtlicher Perspektive .....	75
1. Elektronische Schuldverschreibungen nach dem eWpG .....	76
a) Kontextualisierung .....	77
aa) Vorteile der wertpapiermäßigen Verbriefung .....	77
bb) Funktionsverlust der Wertpapierurkunde .....	78
(1) Girosammelverwahrung und Globalurkunden .....	79
(2) Registergestützte Wertrechte nach dem BuSchWG .....	81
b) Anwendungsbereich .....	83
c) Festhalten an der sachenrechtlichen Fundierung des Wertpapierrechts .....	84
d) Arten elektronischer Wertpapiere .....	84
aa) Zentralregister- und Kryptowertpapiere .....	85
bb) Sammel- und Einzeleintragung .....	85
e) Materielles Registerrecht .....	87
aa) Entstehung .....	87
bb) Übertragung .....	88
(1) Elektronische Wertpapiere in Sammeleintragung .....	88
(2) Elektronische Wertpapiere in Einzeleintragung .....	89
(a) Umtragung als konstitutiver Publizitätsakt .....	89
(b) Erforderlichkeit einer zentralen Weisungsstruktur? .....	89
(c) Gutgläubiger Erwerb vom Nichtberechtigten .....	91

f) Abschließende Würdigung .....	91
2. Token-Transaktionen jenseits des Anwendungsbereichs des eWpG .....	93
a) Kollisionsrechtliche Einordnung einer Token-Transaktion .....	93
aa) Vertragsstatut nach der Rom I-VO .....	95
(1) Eröffnung des Anwendungsbereichs .....	96
(2) Subjektive Anknüpfung gem. Art. 3 Rom I-VO .....	98
(3) Objektive Anknüpfung gem. Art. 4 Rom I-VO .....	100
(4) Ausschluss von Finanzinstrumenten aus dem Anwendungsbereich der Sonderkollisionsnorm für Verbraucherverträge gem. Art. 6 Rom I-VO .....	102
(a) Abstrakte Merkmale eines übertragbaren Wertpapiers im Sinne von Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II .....	104
(aa) Übertragbarkeit .....	105
(bb) Standardisierung .....	105
(cc) Handelbarkeit im engeren Sinne .....	107
(b) Typologische Vergleichbarkeit mit den Regelbeispielen .....	114
(c) Zwischenergebnis .....	115
bb) Gesellschaftsstatut .....	115
cc) Abschließende Würdigung .....	116
b) Materiellrechtlicher Gehalt einer Token-Transaktion .....	117
aa) Keine Übertragung nach wertpapierrechtlichen Grundsätzen .....	118
(1) Reichweite des Sachbegriffs gem. § 90 BGB .....	119
(a) Keine starre Auslegungsgrenze durch den Wortsinn .....	120
(b) Funktionale Sichtweise: Beherrschbarkeit als maßgebliches Kriterium? .....	121
(c) Fiktionen mit dem sachenrechtlichen Normgefüge .....	122
(d) (Historischer) Gesetzgeberwille .....	123
(e) Zwischenergebnis .....	125
(2) Keine Regelungslücke .....	125
(3) Zwischenergebnis .....	126
bb) Token nicht als Zessionsgegenstand .....	127
cc) Token-Transaktion als Realakt mit (potentiell) rechtsgeschäftlicher Re- levanz .....	129
dd) Entwicklungsszenarien im Lichte des unvollkommenen Verkehrsschut- zes .....	131
C. Automatisierung von Leistungsbeziehungen durch Smart Contracts .....	133
I. Ethereum als Smart Contract-Plattform .....	135
1. Technische Voraussetzungen des Einsatzes von Smart Contracts im Rahmen eines Token Sales .....	136
2. Limitationen .....	138
3. Zwischenergebnis: Verbleibende Dependenz im Verhältnis zur Rechtsordnung	141

II. Code should obey the Law (but it does not necessarily do so) .....	142
III. Rechtsgeschäftliche Bedeutung im Rahmen der Token-Emission .....	143
1. Smart Contracts als Vertragsgegenstand .....	143
2. Smart Contracts als integraler Bestandteil des Vertragsschlusses .....	144
a) Deployment als konkludente offerierte ad incertas personas .....	144
b) Konkludente Annahme durch Transaktion an den Smart Contract .....	147
3. Geltung rechtsgeschäftlicher Grundsätze im Übrigen .....	147
IV. Implikationen für Token-Investoren .....	148
D. Kapitalmarktrechtliche Regulierung von STOs .....	149
I. Prospektpflicht nach Art. 3 Prospekt-VO .....	150
II. Subsidiäre Bedeutung des VermAnlG .....	151
III. Regulierung nach dem KAGB .....	152
IV. Marktfolgepflichten .....	153
V. Marktseitige Reaktion auf regulatorische Hürden und verbleibende Schutzdefizite	154
E. Ablauf eines Token Sales .....	155
I. Vorbereitungsphase .....	156
1. Ausgangslage .....	156
2. Formalisierung und Professionalisierung der Investorenansprache .....	157
II. Durchführungsphase .....	159
III. Erfüllungsphase .....	161

### 3. Kapitel

#### **Potenziale und Hemmfaktoren der Token-basierten Wagnisfinanzierung aus dem Blickwinkel der Neuen Institutionenökonomik** 163

A. Interessenlage der Finanzierungsparteien .....	165
I. Kapitalnehmer .....	165
II. Investoren .....	167
B. Ökonomisches Potenzial .....	168
I. Reduktion von Transaktionskosten .....	168
1. Theoretische Grundlagen .....	169
2. Transaktionskosten der Finanzintermediation .....	171
II. Liquide Sekundärmärkte und die „Demokratisierung“ von Risikokapital .....	172
III. Implizite Annahmen .....	175
C. Ökonomische Hemmfaktoren .....	175
I. Ex ante: Unsicherheit und Informationsasymmetrie .....	175
1. Unsicherheit .....	176
2. Informationsasymmetrie .....	177
3. Adverse Selektion .....	179

4. Irrationaler Überschwang	180
a) Verhaltensökonomik – Konzept und Kritik	180
b) Erklärungsansätze für die Blasenbildung auf dem Token-Markt	181
aa) Noise traders	182
bb) Professionelle Spekulanten	185
cc) Zwischenergebnis	185
5. Unzulängliche Eindämmung durch kapitalmarktrechtliche Offenlegungspflichten	186
6. Bewältigungsstrategien des Marktes und ihre Limitationen	189
a) Screening, insbesondere durch Finanzintermediäre	189
b) Signaling, insbesondere durch die Beteiligung institutioneller Investoren	191
aa) „Zertifizierung“ durch Venture Capital-Investoren	193
bb) Limitationen der Zertifizierungstheorie	194
7. Zwischenergebnis	195
II. Ex post: Prinzipal-Agent-Konflikte	195
1. Vertikale Konflikte im Verhältnis zwischen Investoren und Gründern	197
a) Für Wagnisfinanzierungen typische Agenturkonflikte	198
aa) Unterinvestition	198
bb) Asset stripping	199
cc) Hold-ups	199
dd) Verwässerung	200
ee) Risk-shifting	201
ff) Überinvestition	202
b) STO-spezifische Probleme	203
c) Privatautonome Konfliktbewältigung („private ordering“)	204
2. Horizontale Konflikte der Investoren untereinander	206
III. Fazit: STOs als komplementäre Finanzierungsmethode	209

#### *4. Kapitel*

<b>Wechselbeziehungen zwischen STOs und Venture Capital</b>	<b>211</b>
A. Gestaltung, Qualifikation und Einsatzmöglichkeiten von STOs	212
I. Anforderungsprofil der zur Finanzierung im Venture Capital-Bereich eingesetzten Token	212
1. Liquiditätsschonung	213
2. Einflusswahrung	214
3. Renditezielverträglichkeit und Anreizerhaltung	214
II. Finanzierung durch die Emission tokenisierter Gläubigerrechte	215
1. Ökonomische Einordnung als Mezzanine-Kapital	216



2. Debt Token .....	217
a) Dogmatische Einordnung als Genussrecht .....	217
aa) Begriff und Ursprung .....	218
bb) Inhaltliche Ausformung .....	221
(1) Erfolgsbeteiligung .....	221
(a) Exkurs: Abzugsfähigkeit von Ausschüttungen trotz Teilhabe an den stillen Reserven? .....	225
(b) Zwischenergebnis .....	226
(2) Rückzahlbarkeit und Verlustbeteiligung .....	227
(3) Nachrangabrede .....	229
(4) Dauer der Kapitalüberlassung .....	232
(5) Gläubigerschützende Nebenpflichten und Mitwirkungsrechte .....	234
(6) Ergebnis .....	235
cc) Rechtsnatur .....	235
(1) Schuldverhältnis eigener Art? .....	236
(a) Abgrenzung von der Gewinnschuldverschreibung .....	238
(b) Abgrenzung vom partiarischen (Nachrang-)Darlehen .....	239
(c) Abgrenzung von der stillen Beteiligung .....	240
(aa) Vergleichbarkeit mit stillen Publikumsgesellschaften .....	241
(bb) Kein <i>numerus clausus</i> der vertraglichen Risikotragung .....	242
(cc) Notwendigkeit einer indizienorientierten Gesamtbetrachtung .....	243
(2) Ergebnis .....	246
dd) Kausales oder abstraktes Forderungsrecht? .....	247
ee) Zulässigkeit aktiengleicher Genussrechte .....	248
b) Venture Debt als funktionales Äquivalent? .....	249
aa) Komplementäre Finanzierungsfunktion .....	250
bb) Perspektive der Eigenkapitalgeber .....	251
cc) Strukturelle Unterschiede .....	253
(1) Vorlaufzeit .....	253
(2) Kapitalgeber .....	253
(3) Exit-Kanal für Venture Capital-Investoren .....	254
dd) Ergebnis .....	255
3. Unechte Equity Token .....	256
a) Dogmatische Qualifikation als (atypische) stille Beteiligung .....	256
b) Mitspracherechte als Störfaktor im Finanzierungsgefüge .....	257
III. Beteiligungsfinanzierung mittels echter Equity Token .....	258
1. Gestaltungshindernisse .....	258
a) Gestaltungshindernisse im Hinblick auf tokenisierte Aktien .....	258
aa) Zulässigkeit unverbriefter Aktien im Ausgangspunkt .....	260
bb) Formbedürftigkeit der Zeichnung .....	261

cc) Anspruch auf Globalverbriefung .....	262
(1) Rechtsfolgen verwehrter Verbriefung .....	264
(2) Zwischenergebnis .....	265
dd) Reformbedarf .....	265
b) Gestaltungshindernisse im Hinblick auf tokenisierte GmbH-Anteile .....	265
aa) Erschwerung der Anteilsübertragung durch Formzwang .....	266
bb) Rechtspolitischer Ausblick .....	267
2. Umgehungsgestaltungen .....	268
a) Umgehungsgestaltungen durch Emittenten im Rechtskleid der Aktiengesellschaft .....	268
aa) Verwahrungslösung .....	268
bb) Treuhandgestaltungen .....	269
b) Umgehungsgestaltungen durch Emittenten im Rechtskleid der GmbH .....	271
aa) Formbedürftigkeit der Übertragung der Treugeberstellung an GmbH-Anteilen .....	271
bb) Unterbeteiligungsmodell .....	272
(1) Abgrenzung von der Treuhand .....	273
(2) Zwischenergebnis .....	274
3. Einsatzpotenzial im Kontext der Wagnisfinanzierung .....	274
B. STOs als Mittel der Zwischenfinanzierung .....	275
I. Kompetenzverteilung und Token-Bezugsrecht .....	276
1. Konkurrenz zwischen Gläubigeransprüchen und Vermögensrechten der Mitglieder .....	277
2. Ausgabekompetenz und Bezugsrecht in der Aktiengesellschaft .....	277
a) Normativer Rahmen: § 221 AktG vs. §§ 291 ff. AktG .....	277
aa) Übereinstimmendes Telos, divergierende Rechtsfolgen .....	279
bb) Abgrenzung .....	280
(1) Typologischer Ansatz der herrschenden Meinung .....	280
(2) Rechtsfolgenkonsistenz durch Berücksichtigung der Größe des Kapitalgeberkreises .....	282
(3) Konkretisierung des Merkmals „massenweise“ .....	284
(4) Ergebnis .....	285
b) Behandlung „obligationsähnlicher“ Genussrechte .....	286
c) Zustimmungsvorbehalte zugunsten der Venture Capital-Investoren .....	287
d) Bezugsrecht der Aktionäre nach § 221 Abs. 4 i. V. m. § 186 AktG .....	287
3. Ausgabekompetenz und Bezugsrecht in der GmbH .....	289
a) Ausgabekompetenz .....	289
aa) Zustimmung der Gesellschafter als Wirksamkeitsvoraussetzung .....	290
(1) Keine Erstreckung der „Supermarkt-Grundsätze“ .....	290
(2) Keine Änderung des Verbandszwecks .....	292

bb) Zuständigkeit im Innenverhältnis .....	293
(1) Keine Beschlusskompetenz analog § 221 Abs. 1 und 3 AktG .....	293
(2) Ungeschriebene Gesellschafterkompetenz .....	293
cc) Zustimmungsvorbehalte zugunsten der Venture Capital-Investoren ....	295
b) Token-Bezugsrecht .....	295
II. Zielkonvergenz durch <i>Kicker</i> -Vergütung .....	296
1. Typen und Funktionsweise .....	297
a) Equity Kicker .....	298
b) Non-Equity Kicker .....	298
2. Anlegerrisiken im Zusammenhang mit <i>Kicker</i> -Komponenten .....	299
III. Anschlussfinanzierung, Exit-Fähigkeit und Adaptabilität .....	300
1. STO als „Jugendsünde“ prosperierender Start-Ups? .....	301
2. Kautelarjuristische Ansätze zur Flexibilisierung der Finanzierungsbeziehung	302
a) Vorgezeichnete Vertragsanpassungen am Beispiel von Verwässerungsklauseln .....	302
b) Ad hoc-Maßnahmen am Beispiel der Beendigung der Token-Beteiligung	303
aa) Einseitige Beendigung .....	303
bb) (Mehrheitlich) Konsensuale Ablösung .....	304
c) Anpassungskosten .....	305
3. Kollektivierung der Token-Inhaber .....	307
a) Institutionelle Voraussetzungen einer Problemlösung .....	307
aa) Kollektivhandlungsprobleme .....	308
(1) Konsensuale Vertragsadjustierung .....	308
(a) Mobilisierungshindernisse .....	309
(b) Kooperationshindernisse .....	310
(aa) Hold-outs .....	310
(bb) Hold-ups .....	311
(2) Unilaterale Rechtsausübung .....	312
(a) Überwachung des Emittenten .....	312
(b) Unkoordinierte Geltendmachung von Leistungsstörungenrechten	313
bb) Hypothetischer <i>single owner</i> -Ansatz und seine Umsetzung .....	314
(1) Delegierte Rechtswahrnehmung .....	315
(2) Majorisierung der Minderheit .....	317
(3) Kombinierte Ansätze .....	318
b) Gesetzliche und/oder schuldvertragliche Verankerung .....	318
aa) Kollektivierung nach Maßgabe des SchVG .....	319
(1) Regelungsziel und -gegenstände .....	319
(2) Anwendung auf Debt Token-Emissionen? .....	321
bb) Privatautonome Vergemeinschaftung der Token-Inhaber .....	323
(1) Inhalt kautelarischer Gestaltungen .....	323

(2) Dogmatische Umsetzung .....	324
(a) Ausübungsschranken und Bindungswirkung als Inhalt des Gläubigerrechts? .....	325
(b) Einräumung rechtsgeschäftlicher Vertretungsmacht .....	326
(c) „Abtretung“ der Änderungszuständigkeit .....	327
(d) Bedingtes Leistungsbestimmungsrecht .....	328
(3) AGB-rechtliche Gestaltungsgrenzen .....	329
c) Schlussfolgerungen .....	331
IV. Steuerungswirkung der Kapitalstruktur .....	331
C. Gesetzlicher und privatautonomer Schutz von Token-Anlegern .....	332
I. Schutz des Werterhaltungsinteresses .....	333
1. Haftungsbewehrte Sorgfaltpflichten .....	334
a) Erweiterte Sorgfaltpflichten nach der <i>Klöckner</i> -Rechtsprechung .....	335
b) Sorgfaltsmaßstab .....	338
aa) Sorgfaltsanforderungen entsprechend dem verbandsrechtlichen Pflichtenmaßstab? .....	338
bb) Pflicht zur Einhaltung des statutarischen Unternehmensgegenstands und zur Unterlassung schlechthin unverantwortlicher unternehmerischer Entscheidungen .....	340
(1) Pflicht zur Einhaltung des statutarischen Unternehmensgegenstands .....	341
(2) Pflicht zur Unterlassung schlechthin unverantwortlicher unternehmerischer Entscheidungen .....	342
c) Verschuldensmaßstab .....	343
d) Anwendungsbereich .....	344
e) Haftungsinhalt und Geltendmachung .....	345
2. Pflichten in Bezug auf die leistungsbestimmenden Bemessungsfaktoren .....	346
a) Pflicht zur Ermittlung der Bezugsgrößen .....	347
b) Berechnungsfehler und Größenmanipulationen .....	348
c) Bilanzierungswahlrechte und Gewinnthesaurierung .....	349
3. Vermeidung von Wertverschiebungen durch Kapital- und Strukturmaßnahmen .....	351
a) Kapitalerhöhung .....	351
aa) Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln .....	352
bb) Kapitalerhöhung gegen Einlagen .....	352
(1) Analogieschluss zu § 216 Abs. 3 AktG bzw. § 57m Abs. 3 GmbHG .....	354
(2) Ergänzende Vertragsauslegung und § 313 BGB .....	355
b) Erhöhung des im Umlauf befindlichen Mezzanine-Kapitals .....	357
c) Umwandlung .....	358
d) Konzernrechtliche Maßnahmen .....	358
aa) Faktische Konzernierung .....	359
bb) Vertragskonzern .....	360
4. Ergebnis: Gesetzlicher Minimalschutz .....	363

II. Informationsrechte .....	363
1. Kapitalmarktrechtliche Informationspflichten .....	364
2. Gesetzliche Auskunft- und Kontrollrechte kraft schuldvertraglicher Bindung .....	364
a) Rechenschaftspflicht .....	364
b) Allgemeiner Auskunftsanspruch .....	365
3. Ergänzende Informations- und Kontrollrechte auf vertraglicher Grundlage .....	366
4. Technische Umsetzung von Informationskanälen .....	367
III. An die traditionelle Wagnisfinanzierung angelehnte Schutzmechanismen .....	368
1. Gestaffelte Kapitalüberlassung .....	368
a) Gestaltungsmöglichkeiten im STO-Kontext .....	369
b) Beurteilung der Implementierungswürdigkeit .....	371
2. Vesting .....	372
a) Gestaltungsmöglichkeiten im STO-Kontext .....	373
b) Beurteilung der Implementierungswürdigkeit .....	376
3. Covenants .....	376
a) Zulässigkeit am Beispiel eines negative covenant in Bezug auf konkurrierende Mezzanine-Finanzierungen .....	377
aa) Schuldrechtliche Verzichtserklärungen und Zustimmungsvorbehalte in der Aktiengesellschaft .....	378
(1) Die Unveräußerlichkeit von Leitungsmacht und das Verbot der Vorwegbindung .....	379
(2) § 23 Abs. 5 AktG als Quell schuldrechtlicher Gestaltungsgrenzen? .....	382
(3) Regelung im Zuständigkeitsbereich der Hauptversammlung? .....	383
bb) Schuldrechtliche Verzichtserklärungen und Zustimmungsvorbehalte in der GmbH .....	385
b) Beurteilung der Implementierungswürdigkeit .....	386
4. Verwässerungsschutzklauseln .....	387
a) Gestaltungsmöglichkeiten im STO-Kontext .....	388
b) Beurteilung der Implementierungswürdigkeit .....	390
5. Ergebnis: Abweichende Gestaltungsbedingungen als limitierender Faktor .....	390
IV. Token Sale-spezifische Schutzmechanismen .....	391
1. Soft caps und hard caps .....	391
2. Maßnahmen zur Eindämmung von Volatilitätsrisiken .....	392
3. Lock-ups .....	392
4. Vertragliche Bezugsrechte .....	393
5. Schutz vor Code-Manipulation .....	394
V. Möglichkeiten und Grenzen der Etablierung eines privaten Ordnungsrahmens .....	395
1. Race to the top .....	396
2. Standardisierung durch Plattformbetreiber .....	396
3. Institutionelle Investoren als Garanten eines angemessenen Anlegerschutzes? .....	397
4. Verbleibende Vulnerabilität .....	397

Inhaltsverzeichnis	23
--------------------	----

*5. Kapitel*

<b>Zusammenfassung</b>	399
------------------------	-----

<b>Literaturverzeichnis</b> .....	422
-----------------------------------	-----

<b>Stichwortverzeichnis</b> .....	462
-----------------------------------	-----