

Start-up-Investments, Tokenisierung und Sekundärmarkte

Die Tokenisierung von Start-up-Beteiligungen wird zunehmend als Lösung für ein bekanntes Problem privater Kapitalmärkte dargestellt: die geringe Liquidität. Digitale Anteile, neue Sekundärmarkte und moderne technische Infrastrukturen sollen es Investoren ermöglichen, früher auszusteigen, Risiken zu senken und Kapital flexibler einzusetzen. Technologisch sind diese Konzepte heute erstaunlich weit entwickelt. Aus finanzökonomischer Sicht bleibt jedoch eine entscheidende Frage offen: Entsteht dadurch tatsächlich Liquidität – oder nur die Hoffnung darauf?

Diese Unterscheidung ist zentral, um Tokenisierung sachlich einzuordnen: als sinnvolles Werkzeug, aber nicht als automatische Lösung. Als konkretes Beispiel dient im Folgenden die von Tokenize.it angekündigte Sekundärmarkt-Infrastruktur, die hier nicht als Einzelfall, sondern stellvertretend für aktuelle Entwicklungen im Bereich tokenisierter Start-up-Beteiligungen betrachtet wird.¹

Was wird eigentlich tokenisiert?

Viele der vorgestellten Modelle beginnen mit einer wichtigen Klarstellung: Das Handelsregister bleibt unverändert. Die Gesellschafterstruktur einer GmbH wird nicht angetastet, Stimmrechte verbleiben bei Gründern und formellen Anteilseignern. Token repräsentieren keine Gesellschaftsanteile im rechtlichen Sinne, sondern wirtschaftliche Ansprüche – etwa auf Dividenden, Exit-Erlöse oder Liquidationserlöse. Häufig geschieht dies über Genussrechte oder virtuelle Beteiligungen.

Diese Trennung ist korrekt und wichtig. Sie verhindert falsche Erwartungen. Gleichzeitig bedeutet sie aber auch: Der Wert dieser Token hängt vollständig vom wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens ab. Weder die technische Form noch ein möglicher Sekundärmarkt ändern etwas am unternehmerischen Risiko.

Tokenisierung mit ERC-20: praktisch, aber missverständlich

Technisch greifen viele Plattformen auf den ERC-20-Standard zurück. Das ist nachvollziehbar, denn dieser Standard ist breit unterstützt und leicht in bestehende Wallets und Systeme integrierbar. Für den schnellen Aufbau eines Angebots ist das ein klarer Vorteil.

Problematisch wird es dort, wo die Nutzung des ERC-20-Standards mit freier Handelbarkeit gleichgesetzt wird. In der Praxis unterliegen tokenisierte Unternehmensbeteiligungen fast immer regulatorisch bedingten Einschränkungen: Übertragungen sind häufig nur für geprüfte Investoren möglich, es gelten Haltefristen, regionale Beschränkungen oder Zustimmungspflichten. Diese Regeln sind rechtlich notwendig, reduzieren jedoch die

¹ Vorstellung in LinkedIn-Webinar am 13.01.26

tatsächliche Handelbarkeit deutlich. Wie genau dies bei Tokenize.it gehandhabt wird, sollte extra untersucht werden.

Gleichwohl wird ERC-20 häufig gewählt, weil er der am weitesten verbreitete Token Standard ist und technisch die größte Nähe zu bestehenden Krypto-Infrastrukturen und Handelsplätzen bietet. Diese technische Kompatibilität wird jedoch leicht mit tatsächlicher Marktfähigkeit verwechselt.

Sicherheit und Wallets: ein echter Fortschritt – mit klarer Grenze

Ein großer Teil der vorgestellten Lösungen widmet sich der sicheren Verwahrung digitaler Beteiligungen. Im Mittelpunkt stehen dabei sogenannte Multisignatur-Wallets, bei denen Transaktionen nicht von einer einzelnen Person oder einem einzelnen Schlüssel freigegeben werden können, sondern mehrere unabhängige Freigaben erforderlich sind. Ergänzt wird dies häufig durch mehrstufige Genehmigungsprozesse, bei denen Zugriff, Freigabe und Wiederherstellung bewusst getrennt sind.

Hinzu kommen Recovery-Mechanismen, die den vollständigen Verlust eines Investments bei verlorenen Zugangsdaten verhindern sollen. Anders als in frühen Krypto-Modellen, in denen ein verlorener Private Key endgültig zum Totalverlust führte, lassen sich Zugriffsrechte heute wiederherstellen oder neu strukturieren, ohne die Kontrolle vollständig an einen zentralen Anbieter abzugeben.

Besonders relevant ist dabei die funktionale Trennung der Rollen: Der Nutzer behält die wirtschaftliche Kontrolle über seine Token, die Plattform organisiert Prozesse und Schnittstellen, während ein regulierter Verwahrer sicherheitsrelevante Aufgaben übernimmt. Diese klare Aufgabenteilung reduziert Abhängigkeiten, vermeidet unklare Zuständigkeiten und senkt operative Risiken erheblich.

Insgesamt adressieren diese Konzepte reale Schwachstellen früherer Krypto-Anwendungen – etwa unsichere Eigenverwahrung, fehlende Wiederherstellungsoptionen oder intransparente Verantwortlichkeiten. Sie erhöhen die technische und organisatorische Sicherheit deutlich und machen tokenisierte Beteiligungen für eine breitere Nutzergruppe praktikabler.

Diese Architektur ist überzeugend und auch außerhalb von Token-Märkten sinnvoll einsetzbar, etwa bei Unternehmensfreigaben oder Vermögensverwaltung. Wichtig ist jedoch die Abgrenzung: Sie erhöht die Sicherheit des Zugriffs auf Tokens – nicht die Sicherheit des Investments selbst. Ein sicher verwahrter Token kann trotzdem stark an Wert verlieren oder nicht verkäuflich sein.

Stablecoins und Zahlungsabwicklung: effizient, aber kein Markt

Auch die Zahlungsseite hat sich stark verbessert. Regulierte Stablecoins und direkte Anbindung an das Bankensystem ermöglichen schnelle, kostengünstige und sichere Abwicklung. Zahlung und Token-Übertragung können gleichzeitig erfolgen, Abwicklungsrisiken sinken deutlich.

Das ist ein klarer Fortschritt. Dennoch sollte man auch hier realistisch bleiben: Eine gute Zahlungsinfrastruktur sorgt dafür, dass ein Handel sauber abgewickelt werden kann. Sie sorgt nicht dafür, dass Käufer und Verkäufer tatsächlich zueinanderfinden. Liquidität entsteht nicht durch Technik, sondern durch Nachfrage.

Das Kernproblem bleibt: Liquidität ist knapp

Der entscheidende Punkt ist die Liquidität selbst. Liquidität ist kein freies Gut, das sich beliebig vervielfältigen lässt. Sie ist begrenzt und konzentriert sich dort, wo viele Marktteilnehmer aktiv sind, Produkte vergleichbar sind und regelmäßig gehandelt wird.

Start-up-Beteiligungen erfüllen diese Voraussetzungen nur selten. Sie unterscheiden sich stark voneinander, sind schwer vergleichbar und hängen stark von der individuellen Unternehmensentwicklung ab. Wenn nun viele Plattformen jeweils eigene Sekundärmärkte aufbauen, verteilt sich die ohnehin knappe Liquidität auf zu viele Orte. Kein einzelner Markt erreicht ausreichend Tiefe, Preisbildung wird unsicher, und Vertrauen leidet.

Mehr Sekundärmärkte bedeuten unter diesen Bedingungen nicht mehr Liquidität, sondern eher das Gegenteil.

Warum Dauerhandel hier oft nicht funktioniert

Klassischer Börsenhandel setzt voraus, dass laufend Käufer und Verkäufer aktiv sind. Bei Start-up-Assets ist das selten der Fall. Viele Investoren möchten verkaufen können, aber nur wenige sind bereit, kontinuierlich zu kaufen. Professionelle Akteure, die dauerhaft Liquidität bereitstellen könnten, meiden solche Märkte wegen des hohen Risikos und der geringen Transparenz.

Die Folge sind leere Orderbücher und Preise, die schon bei kleinen Transaktionen stark schwanken. Der „letzte Preis“ sagt dann wenig über den tatsächlichen Wert aus.

Auktionen als realistische Alternative

Für solche Märkte gibt es ein bewährtes Instrument: Auktionen. Statt permanentem Handel wird Kauf- und Verkaufsinteresse über einen bestimmten Zeitraum gesammelt. Zu einem festen Termin entsteht ein Preis, der auf gebündelter Nachfrage beruht.

Auktionen sind in vielen illiquiden Märkten üblich, etwa bei Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Immobilien oder Kunst. Übertragen auf Start-up-Beteiligungen könnten regelmäßige Auktionsfenster – etwa quartalsweise – eine realistischere Form von Handel ermöglichen. Sie machen deutlich, dass Liquidität nicht ständig verfügbar ist, aber zu bestimmten Zeitpunkten entstehen kann.

OTC-Strukturen: Nähe zur finanziellen Realität

Noch näher an der Praxis liegen sogenannte OTC-Transaktionen, also außerbörsliche Geschäfte. Hier wird nicht über einen anonymen Markt gehandelt, sondern gezielt zwischen passenden Parteien. Preisfindung erfolgt durch Verhandlung und berücksichtigt Faktoren wie Unternehmensphase, Finanzierungshistorie oder individuelle Rechte.

OTC-Strukturen sprechen auch eine realistischere Käuferseite an: bestehende Investoren, strategische Partner oder spezialisierte Fonds. Diese Akteure handeln nicht häufig, aber gezielt und mit höherer Risikotragfähigkeit.

Besonders sinnvoll erscheint eine Kombination: OTC-Matching zur Identifikation realer Nachfrage, ergänzt durch gelegentliche Auktionen zur Preisfindung. Die Plattform fungiert dann nicht als Börse, sondern als Organisator von Transaktionen.

Fazit: Technik hilft – ersetzt aber keine Märkte

Tokenisierung, sichere Wallets und moderne Zahlungsinfrastrukturen sind wichtige Fortschritte. Sie schaffen die technischen Voraussetzungen für neue Marktformen. Sie erzeugen jedoch keine Liquidität und ersetzen keine sorgfältige Risikoeinschätzung.

Für Start-up-Beteiligungen sind realistische Modelle gefragt: gezielte OTC-Transaktionen, periodische Auktionen und eine klare Kommunikation darüber, was Sekundärmärkte leisten können – und was nicht. Als Diskussionsgrundlage verstanden, liegt genau darin der Wert der aktuellen Debatte: Technik nicht zu überschätzen, aber gezielt dort einzusetzen, wo sie zur wirtschaftlichen Realität passt.
