

PHILIPP BAUER

Governance-Token

*Schriften zum
Recht der Digitalisierung*

33

Mohr Siebeck

Schriften zum Recht der Digitalisierung

Herausgegeben von

Florian Möslein, Sebastian Omlor und Martin Will

33



Philipp Bauer

Governance-Token

Ein dezentralisiertes und tokenisiertes
Mitgliedschaftspapier?

Mohr Siebeck

Philipp Bauer, geboren 1996; Studium der Rechtswissenschaften an der Universität Mannheim; 2022 Erste Juristische Prüfung; Promotionsstudium an der Universität Marburg; Wissenschaftlicher Mitarbeiter in einer amerikanischen Rechtsanwaltskanzlei in Frankfurt am Main; 2023 Rechtsreferendariat am OLG Frankfurt am Main; 2024 Promotion.

ISBN 978-3-16-164148-0 / eISBN 978-3-16-164149-7

DOI 10.1628/978-3-16-164149-7

ISSN 2700-1288 / eISSN 2700-1296 (Schriften zum Recht der Digitalisierung)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <https://dnb.dnb.de> abrufbar. Zugl.: Marburg, Philipps-Universität, Fachbereich Rechtswissenschaften, Diss., 2024.

2025 Mohr Siebeck Tübingen.

© Philipp Bauer

Dieses Werk ist lizenziert unter der Lizenz „Creative Commons Namensnennung – Nicht kommerziell – Keine Bearbeitungen 4.0 International“ (CC BY-NC-ND 4.0). Eine vollständige Version des Lizenztextes findet sich unter: <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/deed.de>. Jede Verwendung, die nicht von der oben genannten Lizenz umfasst ist, ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar.

Gedruckt auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier.

Mohr Siebeck GmbH & Co. KG, Wilhelmstraße 18, 72074 Tübingen, Deutschland
www.mohrsiebeck.com, info@mohrsiebeck.com

Für Opa

Vorwort

Die Arbeit wurde im Juli 2023 am Fachbereich Rechtswissenschaften der Philipps-Universität Marburg als Dissertation eingereicht. Das Promotionsverfahren endete mit mündlicher Prüfung im Juni 2024. Literatur und Rechtsprechung befinden sich auf dem Stand von August 2024; nach der Einreichung erschienene Publikationen wurden noch vereinzelt berücksichtigt.

Besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Florian Möslin LL.M. (London), dessen Rat, mit dem anzufangen, wovon ich die wenigsten Vorstellungen habe, den Inhalt der Arbeit maßgeblich bestimmt hat. Die Arbeit hätte es in dieser Form ansonsten nie gegeben. Die gewährten Freiheiten, das entgegengebrachte Vertrauen und jegliche Anmerkungen haben mich persönlich und juristisch gefördert und daher ganz entscheidend zum erfolgreichen Abschluss des Werkes beigetragen. Herrn Professor Dr. Sebastian Omlor LL.M. (NYU), LL.M. Eur. danke ich, dass er die Erstellung des Zweitgutachtens so zügig auf sich genommen hat. Beiden bin ich außerdem für die Aufnahme in den Sammelband „Blockchain und Recht“ sehr verbunden und möchte an dieser Stelle auf die weiteren, mindestens genauso spannenden, Beiträge meiner Kolleginnen und Kollegen des Instituts für das Recht der Digitalisierung hinweisen.

Der Kanzlei Sullivan & Cromwell LLP und insbesondere Herrn Dr. York Schnorbus LL.M. (Pennsylvania) danke ich für die Möglichkeit, während meiner Promotion als wissenschaftlicher Mitarbeiter wertvolle Erfahrungen zu sammeln. Grundlegende aktien- und kapitalmarktrechtliche Fragestellungen sind im Rahmen dieser Tätigkeit entstanden. Größtmöglicher Dank gilt außerdem der Alltreu Revision & Treuhand GmbH für die Übernahme der Druckkosten.

Mit diesem Vorwort endet eine kurze und intensive Promotionszeit, zu der es ohne die Förderung meiner Eltern seit der Kindheit niemals gekommen wäre. Ihre unermüdliche Unterstützung sowie der Rückhalt meiner Geschwister und meiner Großeltern bilden die Grundlage dafür, dass ich nun diese Arbeit in den Händen halten kann. Mehr als dankbar bin ich auch meiner Freundin Romy, die an den Höhen und Tiefen der Arbeit täglich teilgenommen hat, mir stets ein offenes Ohr schenkte und mich auf so manch wirren Satz hinwies.

Abschließend erinnere ich mich an die Person, welche mich wohl am häufigsten nach dem Stand der Arbeit fragte, leider aber ihre Veröffentlichung nicht mehr miterleben durfte. Ich denke, Du wärst stolz gewesen. Lieber Opa, die Arbeit ist Dir gewidmet.

Frankfurt, im September 2024

Philipp Bauer

Inhaltsübersicht

Vorwort.....	VII
Inhaltsverzeichnis.....	XI
Abkürzungsverzeichnis	XXI
<i>1. Kapitel: Einleitung – Genus proximum et differentia specifica</i>	1
§ 1 Einführung in die Thematik	1
§ 2 Konkretisierung der Untersuchung	4
<i>2. Kapitel: Grundlagen – Mitgliedschaft, Wertpapier und Governance-Token</i>	9
§ 3 Erste Grundlegung: Mitgliedschaft und	9
§ 4 Zweite Grundlegung: Governance-	33
<i>3. Kapitel: Differentia specifica – Dezentralisiert und tokenisiert?</i> ..	65
§ 5 Bedeutung der Dezentralisierung	65
§ 6 Bedeutung der Tokenisierung	102
§ 7 Folgerung für den weiteren Ablauf	128
<i>4. Kapitel: Genus proximum – Governance-Token als Teil der Mitgliedschaftspapiere?</i>	141
§ 8 Dezentralisierte und tokenisierte Mitgliedschaft?	141
§ 9 Dezentralisiertes und tokenisiertes Wertpapier	192
§ 10 Ergebnis des vierten Kapitels.....	289
<i>5. Kapitel: Schluss – Zusammenfassung und Folgerung</i>	293
§ 11 Zusammenfassung	293
§ 12 Folgerung	301
Literaturverzeichnis.....	309
Materialienverzeichnis	337
Sachregister.....	341

Inhaltsverzeichnis

Vorwort.....	VII
Inhaltsübersicht	IX
Abkürzungsverzeichnis	XXI

1. Kapitel: Einleitung – Genus proximum et differentia specifica..... 1

§ 1 Einführung in die Thematik 1

A. Fragestellung..... 2

B. Relevanz der Thematik..... 3

I. Wirtschaftliche Relevanz..... 3

II. Rechtliche Relevanz

§ 2 Konkretisierung der Untersuchung..... 4

A. Gang der Untersuchung..... 4

B. Differentia specifica

I. „Dezentrales“ Begriffsumfeld..... 5

II. „Tokenisiertes“ Begriffsumfeld

C. Genus proximum..... 7

2. Kapitel: Grundlagen – Mitgliedschaft, Wertpapier und Governance-Token

§ 3 Erste Grundlegung: Mitgliedschaft und Wertpapier 9

A. Die Mitgliedschaft

I. Begriffsumfeld..... 9

1. Zum Begriff des Verbandes..... 10

2. Zum Begriff der Mitgliedschaft..... 10

II. Rechtsnatur der Mitgliedschaft

III. Einheitlichkeit der Mitgliedschaft und Folgerung für den weiteren Ablauf	12
1. Abstrakte Merkmalsbildung	13
a) Merkmale des Verbandes	14
aa) Organisationsrechtliches Element	14
bb) Rechtsgeschäftliches Zweckelement	14
cc) Treurechtliches Element	15
b) Merkmale der Mitgliedschaft	16
aa) Dominierendes Befugniselement	16
bb) Materielles Zuordnungselement	17
2. Zwischenergebnis	18
B. Das Wertpapier	18
I. Zum Begriff des Wertpapiers	19
1. Bürgerlich-rechtlicher Sinn	19
2. Kapitalmarktrechtlicher Sinn	20
3. Zwischenergebnis	21
II. Wertpapier ohne Papier?	21
III. Merkmale und Funktionen der Wertpapiere	23
1. Bürgerlich-rechtliche Wertpapierfunktionen	23
2. Kapitalmarktrechtliche Merkmale	24
IV. Exkurs: Das Finanzinstrument nach Lehmann	25
1. Zum Begriff des Finanzinstruments	26
2. Zum Begriff der Emission	26
V. Vom Wertpapier über Kryptowerte hin zum kryptographischen Instrument	27
VI. Zwischenergebnis	28
C. Komposition der Einzelbegriffe	29
I. Das Mitgliedschaftspapier	29
1. Aktienrechtliche Merkmale und Funktionen	30
a) Bürgerlich-rechtliche Perspektive	30
b) Kapitalmarktrechtliche Perspektive	31
2. Zwischenergebnis	32
II. Folgerungen für den weiteren Ablauf	32
 § 4 Zweite Grundlegung: Governance-Token	33
A. Einordnungsumfeld: Technologie und Decentralized Finance	33
I. Technologisches Umfeld: DLT und Blockchain	33
1. Abstraktion: DLT und Blockchain	34
a) Oberbegriff: DLT	34
b) Unterbegriff: Blockchain	35
2. Konkretisierung: Ethereum-Blockchain	35
II. Inhaltliches Umfeld: Decentralized Finance	37

1. Abstraktion: DeFi.....	38
2. Konkretisierung: MakerDAO	39
III. Zwischenergebnis	42
B. Begriffsbestimmung: Governance-Token	42
I. Erster Aspekt: Kryptotoken	43
1. Zum Begriff des Kryptotokens	43
2. Abstrakte Tokenmerkmale.....	44
a) Fehlende Körperlichkeit.....	44
b) Zuweisungsfunktion.....	44
c) Repräsentationsfunktion.....	45
d) Tokenisierungsfunktion.....	45
II. Zweiter Aspekt: Governance	45
1. Zum Begriff der Governance.....	45
2. Abstrakte Governance-Merkmale.....	46
a) Förderung nichthierarchischer Formen als Koordinations- mechanismus.....	46
b) Mechanismus der Interdependenzbewältigung	47
c) Förderung kooperativer Problemlösung.....	47
III. Kompositum: Governance-Token?	48
1. Wörtliche Begriffsbildung.....	48
2. Notwendige Konkretisierung: Maker-Token.....	48
a) Auswahlentscheidung	49
b) Grundlagen des Maker-Tokens	50
3. Verhältnis zu den Teilbereichen	51
a) Einfluss der abstrakten Governance-Merkmale?	51
aa) Förderung nichthierarchischer Formen als Koordinationsmechanismus	52
bb) Mechanismus der Interdependenzbewältigung.....	53
cc) Förderung kooperativer Problemlösung	54
dd) Beurteilung.....	55
b) Einfluss der abstrakten Tokenmerkmale?	55
aa) Fehlende Körperlichkeit und Zuweisungsfunktion.....	55
bb) Repräsentationsfunktion	56
cc) Tokenisierungsfunktion	57
dd) Beurteilung.....	57
c) Konkretisierung durch den Telos der Governance-Token.....	58
IV. Zwischenergebnis	60
V. Governance-Token und Kryptoaktien	60
C. Folgerung für den weiteren Ablauf.....	62

3. Kapitel: <i>Differentia specifica</i> – Dezentralisiert und tokenisiert?	65
§ 5 <i>Bedeutung der Dezentralisierung</i>	65
A. Zum Konzept der Dezentralität	65
I. Dezentraler Entwicklungsprozess	66
1. Einfluss durch die Blockchain-Technologie	66
a) Funktionaler Aufbau	66
aa) Abstraktion: Blockchain-Layer	67
bb) Konkretisierung: Ethereum und MakerDAO	68
b) Rechtliche Problematik?	69
2. Einfluss der dezentralen Finanzanwendungen	71
a) Strukturelle Entwicklung	71
aa) Finanzdienstleistung oder -produkt	72
bb) Vertrauensminimierter Betrieb und Preisfindung	72
cc) Grundsätzlich verwaltungsfreie und zugrifflose Gestaltung	73
dd) Programmierbare, offene und kombinierbare Architektur	74
b) Inhaltliche Entwicklung	75
aa) Losgrößentransformation	75
bb) Fristentransformation	76
cc) Risikotransformation	77
c) Rechtliche Problematik?	78
3. Beurteilung des Entwicklungsprozesses	80
II. Folgerungen: Intermediärs- und Vertrauensverschiebung	81
1. Intermediärsverschiebung	82
2. Vertrauensverschiebung	83
III. Zwischenergebnis	86
B. Einfluss der Governance-Token?	86
I. Grundfunktionen: Regelungsfunktion und Kapitalsammelfunktion	87
1. Regelungsfunktion	87
2. Kapitalsammelfunktion	88
II. Folgerungen: Abundanz und Relevanz	89
1. Abundanz	89
2. Relevanz	90
III. Rechtlicher Kontext	92
1. Zivilrechtliche Auswirkungen	92
2. Aufsichtsrechtliche Auswirkungen	93
IV. Beurteilung	95
C. Ausblick: Dezentralisierung und offene Problematiken (bei MakerDAO)	96
I. Problematiken des DeFi-Ökosystems	96

II. Problematiken von MakerDAO	98
D. Zwischenergebnis.....	100
<i>§ 6 Bedeutung der Tokenisierung</i>	<i>102</i>
A. Abstraktion: Kryptotoken im Privatrecht.....	102
I. Grundannahme: Typenbildung.....	102
II. Einordnungsströme: Trennungs- und Verknüpfungskonzept.....	103
1. Gedanken des Trennungskonzepts.....	104
a) Rechtsnatur und Rechtsverhältnis	105
aa) Besteht ein Rechtsobjekt außerhalb der Blockchain?	106
bb) In welchem Verhältnis steht der Token zu dem Rechtsobjekt?.....	107
(1) Kryptotoken als Schuldurkunde?.....	107
(2) Kryptotoken als Inhaberschuldverschreibung	109
b) Schuldrechtliche Lösungsmöglichkeiten	111
c) Token als funktionale Wertpapiere?.....	112
d) Zwischenergebnis	115
2. Gedanken des Verknüpfungskonzepts	116
a) Rechtsnatur extrinsischer Kryptotoken.....	117
b) Rechtsverhältnis extrinsischer Kryptotoken	118
aa) Kryptotoken im Blickfeld der Wertpapierfunktionen	119
bb) Numerus clausus der Wertpapiere.....	120
cc) Extrinsische Kryptotoken im Blickfeld des Numerus clausus der Inhaberpapiere.....	121
c) Zwischenergebnis	123
III. Notwendiger Streitentscheid?	123
IV. Kryptotoken als Wertrecht?	123
B. Konkretisierung: Folgerungen für Governance-Token?.....	124
I. Übertragbarkeit der bisherigen Abstraktion?.....	125
II. Ausblick: Zukünftig enge Typenbildung?.....	126
<i>§ 7 Folgerung für den weiteren Ablauf.....</i>	<i>128</i>
A. Implikation der differentia specifica.....	128
I. Merkmal der Dezentralität	128
1. Verwahr- und Umtragungspraxis.....	129
2. Implikation der Governance-Token	132
3. Zwischenergebnis.....	133
II. Merkmal der Tokenisierung.....	134
1. Verbriefungs- und Verfügungspraxis.....	134
2. Implikation der Governance-Token	136
3. Zwischenergebnis.....	138
B. Offene Rechtsfragen und praktische Bedeutung	138

I. Rechtsinhalt der Governance-Token?	138
II. Rechtsbeziehung der Governance-Token?	139
4. Kapitel: Genus proximum – Governance-Token als Teil der Mitgliedschaftspapiere?	141
§ 8 <i>Dezentralisierte und tokenisierte Mitgliedschaft?</i>	141
A. Ausgangslage	141
B. Abstrakte Implikation der Governance-Token	144
I. Repräsentationsfunktion	144
1. Wertbildung der Governance-Token	144
2. Rechtliche Einordnung von dezentralen Zusammenschlüssen	145
a) DAOs als ein Vertrag?	146
b) DAOs als Gesellschaft?	147
aa) Numerus clausus der Gesellschaftsformen	147
bb) (Herrschende) Einordnung in den Numerus clausus	148
cc) Beurteilung	150
dd) Ausblick: Haftungsgedanken de lege ferenda	153
c) Zwischenergebnis	155
II. Tokenisierungsfunktion	156
1. Governance-Token als privatrechtlicher Anknüpfungspunkt	156
2. Tokenisierte und dezentrale Verbandsmitgliedschaft	157
a) Einheitlichkeit der Mitgliedschaft	157
b) Mitgliedschaft als Gegenstand der Tokenisierung	158
aa) Verband als Bezugspunkt der dezentralen Mitgliedschaft	158
bb) Dezentrale Mitgliedschaft im Blickfeld der abstrakten Merkmale	159
(1) Merkmale des Verbandes	159
(a) Organisationsrechtliches Element	159
(b) Rechtsgeschäftliches Zweckelement	160
(c) Treurechtliches Element	161
(2) Merkmale der Mitgliedschaft	162
(a) Dominierendes Befugniselement	163
(b) Materielles Zuordnungselement	167
cc) Dezentrale Mitgliedschaft als subjektives und sonstiges Recht?	170
c) Zwischenergebnis	171
C. Konkrete Implikation des Maker-Tokens	172
I. Repräsentationsfunktion des MKR-Tokens	173
1. Wertbildung des Maker-Tokens	173

2. Rechtliche Einordnung von MakerDAO	173
a) Herrschende Einordnung	176
b) Eigene Beurteilung	177
II. Tokenisierungsfunktion des MKR-Tokens	180
1. Mitgliedschaft in der MakerDAO?	180
a) Erste Subsumtion: Merkmale des Verbandes	181
aa) Organisationsrechtliches Element	181
bb) Rechtsgeschäftliches Zweckelement	182
cc) Treurechtliches Element	182
b) Zweite Subsumtion: Merkmale der Mitgliedschaft	184
aa) Dominierendes Befugniselement	184
bb) Materielles Zuordnungselement	187
2. Folgerungen aus der Mitgliedschaft	189
D. Ergebnis des § 8	190
<i>§ 9 Dezentralisiertes und tokenisiertes Wertpapier?</i>	192
A. Ausgangslage	192
B. Bürgerlich-rechtliche Betrachtung	193
I. Abstrakte Implikation der Governance-Token	193
1. Numerus clausus der Wertpapiere und Folgerungen	193
a) DAOs als Aktiengesellschaft?	194
b) DAOs als Aktiengesellschaft der Blockchain?	195
aa) Grundsatz der Kapitalaufbringung	196
bb) Grundsatz der Kapitalerhaltung	197
c) Zwischenergebnis	198
2. Governance-Token als Ausdruck der privatautonomen Freiheit?	199
a) Bedeutung der Satzungsstrenge des Aktienrechts	201
aa) Governance-Token im Blicke des § 23 Abs. 5 AktG	202
bb) Zwischenergebnis	203
b) Notwendigkeit der Satzungsstrenge?	204
aa) Bedürfnisse des Kapitalmarktes	204
bb) Standardisierung ohne zwingendes Recht	206
c) Implikation der Governance-Token	207
aa) Einfluss des dezentralen Finanzumfeldes und unklares Rechtsverständnis	208
bb) Einfluss der Rechtsform	209
cc) Einfluss der Mitgliedschaft	211
d) Zwischenergebnis	213
3. Governance-Token im Blickfeld der Aktienfunktionen	214
a) Verfügungsfunktion	215
b) Formelle Zuordnungsfunktion	215

4. Governance-Token als sonstiges „Mitgliedschaftspapier“?	217
a) Namensaktien	217
b) Kuxe	220
c) Zwischenscheine	220
d) Wandelschuldverschreibungen	221
e) Aktienähnliche oder aktiengleiche Genussrechte	221
II. Konkrete Implikation des Maker-Tokens	222
1. MakerDAO als Aktiengesellschaft der Blockchain?	222
a) Grundsatz der Kapitalaufbringung	222
b) Grundsatz der Kapitalerhaltung	224
2. Maker-Token als Ausdruck der privatautonomen Freiheit?	226
a) Grenzen durch das Aktienrecht	227
b) Grenzen durch die Maker-Token	232
c) Zwischenergebnis	234
3. Maker-Token im Blickfeld der Aktienfunktionen	234
III. Zwischenergebnis	237
C. Kapitalmarktrechtliche Betrachtung	238
I. Abstraktion: Kryptotoken im Kapitalmarktrecht	238
1. Regelungsziele des Kapitalmarktrechts	238
a) Funktionsschutz durch das Kapitalmarktrecht	239
aa) Institutionelle Funktionsfähigkeit	240
bb) Operationale Funktionsfähigkeit	240
cc) Allokative Funktionsfähigkeit	240
dd) Zwischenergebnis	241
b) Anlegerschutz durch das Kapitalmarktrecht	241
2. Dezentrale Kryptotoken als Regelungsgegenstand des Kapitalmarktes?	242
a) Dezentrale Kryptotoken im Blickfeld der kapitalmarkt- rechtlichen Regelungsziele	243
b) Geltende Einordnung der dezentralen Kryptotoken	246
c) Kritik an der geltenden Einordnung	248
II. Konkretisierung: Maker-Token als kapitalmarktrechtliches Wertpapier	249
1. Wertpapierbegriff der MiFID II	250
a) Formelle Anforderungen	250
aa) Übertragbarkeit	250
bb) Standardisierung	251
cc) Handelbarkeit am Kapitalmarkt	253
dd) Zwischenergebnis	258
b) Materielle Anforderungen	258
aa) Keine Notwendigkeit des gutgläubigen Erwerbs	259
bb) Keine Notwendigkeit von eingeräumten Vermögensrechten	260

cc) Notwendige Anforderungen.....	262
(1) Vergleichbarkeit als kapitalmarktrechtliches Finanzprodukt	262
(2) Informationsasymmetrien und Agenturkonflikte	267
c) Zwischenergebnis	273
2. Rechtsfolgen der Einordnung als Wertpapier.....	274
a) Grundgedanke: Prospektpflicht	274
b) Problematiken des dezentralen Marktumfeldes	275
III. Governance-Token im Blicke der MiCAR.....	277
IV. Zwischenergebnis	280
D. Exkurs: Maker-Token als Finanzinstrument	281
I. Implikation der Maker-Token	281
1. Merkmale des Finanzinstruments	281
a) Handelbarkeit der Governance-Token?	282
b) Umlauffähigkeit der Maker-Token?	283
c) Massenhafte Ausstellung der Maker-Token?.....	285
d) Vertretbarkeit der Maker-Token?	285
e) Eignung für Clearing und Settlement der Maker-Token?	286
2. Emission der Maker-Token?.....	287
3. Maker-Token, ein Finanzinstrument, aber kein Mitgliedschaftspapier?	288
II. Ergebnis des Exkurses	288
E. Ergebnis des § 9.....	289
 § 10 Ergebnis des vierten Kapitels	289
 5. Kapitel: Schluss – Zusammenfassung und Folgerung	293
 § 11 Zusammenfassung.....	293
A. Grundlagen	293
I. Mitgliedschaft und Wertpapier	293
II. Governance-Token	294
B. Differentia specifica	295
I. Dezentralisiert	295
II. Tokenisiert.....	296
III. Implikation	297
C. Genus proximum.....	297
I. Dezentralisierte und tokenisierte Mitgliedschaft	297
II. Dezentralisiertes und tokenisiertes Wertpapier	299
 § 12 Folgerung.....	301

A. De lege lata	301
B. De lege ferenda	305
I. Mittelbarer Einfluss durch das eWpG	305
II. DAO-Grundmodelle	306
III. Unabhängige Dritte.....	306
IV. Kapitalmarktrecht und Klauselkontrolle	307
Literaturverzeichnis.....	309
Materialienverzeichnis.....	337
Sachregister.....	341

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere Ansicht
Abs.	Absatz
Absch.	Abschnitt
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AG	Die Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
ALJ	Austrian Law Journal
Anh.	Anhang
Art.	Artikel
AT	Allgemeiner Teil
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
Bd.	Band
Begr.	Begründer
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BMJV	Bundesministerium für Justiz und Verbraucherschutz
BRJ	Bonner Rechtsjournal
BSchuWG	Bundesschuldenwesengesetz
BSI	Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik
BTC	Bitcoin
BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichtes
bzw.	beziehungsweise
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CR	Computer und Recht
CRR	Kapitaladäquanzverordnung
CSDR	Verordnung über Wertpapierzentralverwahrer
DAI	DAI-Token
DAO	Decentralized Autonomous Organization
DB	Der Betrieb
DeFi	Decentralized Finance
DepotG	Depotgesetz
ders.	derselbe

dies.	Dieselben
DJT	Deutscher Juristentag
DLT	Distributed-Ledger-Technologie
DNNotZ	Deutsche Notar-Zeitschrift
DSiR	Deutsches Steuerrecht
ECFR	European Company and Financial Law Review
EGBGB	Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuch
E-Geld	Elektronisches Geld
ERC	Ethereum Request for Comments
ErwG.	Erwägungsgrund
ESMA	European Markets Securities Authority
ETF	Exchange-Traded Fund
ETH	Ether
EU	Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
eWpG	Gesetz zur Einführung elektronischer Wertpapiere
f.	folgende Seite/Fußnote
ff.	folgende Seiten/Fußnoten
FinmadiG	Gesetz über die Digitalisierung des Finanzmarktes (Finanzmarkt-digitalisierungsgesetz)
Fn.	Fußnote
FOMO	Fear of Missing Out
FS	Festschrift
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
GesR	Gesellschaftsrecht
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GRUR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht
HdB	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
h.M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
ICO	Initial Coin Offering
InsO	Insolvenzordnung
IPO	Initial Public Offering
i.S.d.	im Sinne des
i.V.m.	in Verbindung mit
JA	Juristische Arbeitsblätter
JuS	Juristische Schulung
JZ	Juristenzeitschrift
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
Kap.	Kapitel
KG	Kommanditgesellschaft
KWG	Kreditwesengesetz
LG	Landgericht
LP	Liquidity Pool
LTZ	Legal Tech – Zeitschrift für die digitale Anwendung

MAR	Marktmissbrauchsverordnung
MiCAR	Verordnung (EU) 2023/1114 über Märkte für Kryptowerte
MiFID I	Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente
MitbestG	Mitbestimmungsgesetz
MittBayNot	Mitteilungen des Bayrischen Notarvereins, der Notarkasse und der Landesnotarkammer Bayern
MKR	Maker-Token
MMR	Multimedia und Recht
MontanMitbestG	Montan-Mitbestimmungsgesetz
MopeG	Gesetz zur Modernisierung des Personengesellschaftsrechts
MTF	Multilaterales Handelssystem
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
NFT	Non-Fungible Token
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für das Gesellschaftsrecht
OHG	Offene Handelsgesellschaft
OTF	Organisiertes Handelssystem
OR	Obligationenrecht
PoS	Proof-of-Stake
PoW	Proof-of-Work
ProspektVO	Verordnung (EU) 2017/1129 (Prospektverordnung)
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RDi	Recht Digital
RdF	Recht der Finanzinstrumente
PVS	Politische Vierteljahresschrift
Ref-E. ZuFinG	Referentenentwurf Zukunftsfinanzierungsgesetz
Rn.	Randnummer
RNotZ	Rheinische Notar-Zeitschrift
S.	Seite
ScheckG	Scheckgesetz
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
sog.	sogenannte
StGB	Strafgesetzbuch
TL	Teillieferung
Transparenz-RL	Transparenzrichtlinie
UAbs.	Unterabsatz
USDT	Terra-US-Dollar
VermAnlG	Vermögensanlagegesetz
vgl.	vergleiche
WG	Wechselgesetz
WM	Wertpapiermitteilung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpG	Wirtschaftsprüfung
WpIG	Wertpapierinstitutsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

ZAG	Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfDR	Zeitschrift für Digitalisierung und Recht
ZfIR	Zeitschrift für Immobilienrecht
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Gesellschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZuFinG	Zukunftsfinanzierungsgesetzes

1. Kapitel

Einleitung – Genus proximum et differentia specifica

§ 1 Einführung in die Thematik

Decentralized Finance (DeFi)¹ gehört zu den meistdiskutierten Errungenschaften der modernen Finanzwelt.² Als Teilbereich des Kryptoökosystems soll diese disruptive³ Innovation mit dem von Intermediären geprägten Finanzsystem konkurrieren und es letztlich verdrängen.⁴ Diese Zukunftsvorstellung dezentraler Bank- und Finanzdienstleistungen wird insbesondere durch Kryptoprotokolle getragen. Diese sind wirtschaftlich interessant, technisch fortschrittlich und vor allem von rechtlicher Bedeutung.⁵ Eine Besonderheit sind sogenannte Governance-Token.⁶ Diese gehen mit einem bisher unbekanntem Mitwirkungsgedanken der Tokeninhaber einher und sind oftmals für die Interaktion der eigenen Kryptowerte mit den angebotenen Kryptodienstleistungen unerlässlich.⁷ Die Betrachtung und rechtliche Einordnung dieser Tokenart ist Inhalt und zugleich Aufgabe dieser Arbeit.

¹ Vgl. zu DeFi allgemein WEF, DeFi Policy-Maker Toolkit; Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juli 2021; *ZetzschelArner/Buckley*, J. Financ. Regul. 6 (2020), 172; *Schär*, Fed. Reserve Bank St. Louis Rev. 103 (2021), 153; zu den Problemen *Gudgeon et al.*, The Decentralized Financial Crisis; aus rechtlicher Sicht *Möslein/Kaulartz/Rennig*, RD*i* 2021, 517; *Omlor/Franke*, BKR 2022, 679; *Franke*, in: *Omlor/Möslein*, Blockchain und Recht, § 12.

² So etwa *ZetzschelArner/Buckley*, J. Financ. Regul. 6 (2020), 172.

³ Hierzu *Chen/Bellavitis*, JBV Insights 13 (2020), Art.-Nr. 00151 (1 ff.).

⁴ So zumindest die parteiische und damit vorsichtig zu betrachtende Sicht eines der größten Krypto-Vermögensverwalter, vgl. *Rasmussen/Lawant/Hougan*, Decentralized Finance (DeFi): A Primer for Professional Investors, S. 16.

⁵ So bereits *Möslein/Kaulartz/Rennig*, RD*i* 2021, 517.

⁶ Zur Begrifflichkeit des Governance-Tokens vgl. etwa *George*, What Is a Governance Token?, abrufbar unter: coindesk.com/learn/what-is-a-governance-token/ (letzter Abruf: 17.08.2024); explizite Erwähnung der Governance-Token aus rechtlicher Perspektive bei *Omlor/Franke*, BKR 2022, 679 (683); *Möslein/Kaulartz/Rennig*, RD*i* 2021, 517 (520); *Rennig*, BKR 2021, 402 (404); *Kaulartz*, in: *Möslein/Omlor*, FinTech-HdB, § 5 Rn. 58 ff.; weitestgehend auch *Wolf*, Initial Coin Offerings, S. 53. *Wolf* bezeichnet hierbei den Begriff der Governance-Token als ein Tokenmodell mit der „Ausübung von gesellschafterähnlichen Rechten“, beschreibt dem Grunde nach aber Governance-Token.

⁷ Zunächst *Chen/PereiraPatel*, J. Manag. 47 (2021), 1305 (1316); später dann die Ausführungen zur Abundanz und Relevanz der Governance-Token unter § 5 B. II.

A. Fragestellung

„Für die menschliche Einsicht gibt es nur einen Weg, Unbekanntes bekannt, Undeutliches deutlich zu machen: Das Unbekannte muß durch Bekanntes, das Undeutliche durch Deutlicheres – kurzum: das Verwickelte muß durch Einfacheres erklärt werden.“⁸

Governance-Token werden in hohen Stückzahlen ausgegeben, über einen Sekundärmarkt gehandelt und beziehen den Inhaber in die Ausgestaltung der dezentralen Anwendung ein. Bereits aus dieser kurzen Beschreibung erwachsen weitläufige Problematiken, die oftmals grundlegender und dennoch ungeklärter Natur sind. Ihre Betrachtung ist zunächst in drei Teilbereiche getrennt. Anschließend wird die übergreifende Ausgangsfrage formuliert:

(i) Governance-Token sind eine neuartige Erscheinung einer technologischen und scheinbar dezentralen Umgebung. Dennoch stehen sie zumindest augenscheinlich einem klassischen Instrument des Kapitalmarktes und des Aktienrechts nahe – der Aktie. Diese ist Ausdruck der Mitgliedschaftspapiere. Erster Teilbereich ist daher das technologisch-dezentralen Umfeld sowie die Begriffe der Mitgliedschaft und des Wertpapiers.

(ii) Daran knüpft die Frage nach dem Inhalt der Governance-Token an. Allein die Ausgabe eines Tokens gibt keine hinreichende Auskunft über das Verhältnis zwischen Ausgebendem und Empfänger, mehr noch dem Kreis der Empfänger untereinander. Neben den Tokenhandel selbst tritt die Partizipation durch und mit den Governance-Token. Es bilden sich in einem zweiten Teilbereich folglich Zusammenschlüsse dezentral-elektronisch verbundener Parteien.

(iii) Neben der Beziehung der Tokeninhaber sowohl zu der dezentralen Anwendung als auch den anderen Inhabern tritt die Verknüpfung zwischen Tokeninhalt und dem Token als Handelsobjekt. An dritter Stelle steht daher die Verbindung von inhaltlicher Partizipation und praktischer Umlauffähigkeit.

(iv) Orientiert an dem Gedanken, eine leitende Begriffsdefinition durch Angabe der nächsthöheren Gattung (*Genus proximum*) und der spezifischen Differenz (*differentia specifica*) zu bilden,⁹ münden diese Teilbereiche in der Thematik: Stellen Governance-Token ein *dezentralisiertes und tokenisiertes Mitgliedschaftspapier* dar?

⁸ *Schneider*, Logik für Juristen, S. 45.

⁹ Zurückgehend auf *Aristoteles*, (4. Jh. v. Chr.), *Topik*, übersetzt von: v. *Kirchmann*, S. 126 f.; aus rechtlicher Perspektive vgl. etwa *Wank*, Die juristische Begriffsbildung, S. 51 f.; *Schmalz*, Methodenlehre für das juristische Studium, S. 71 f.; *Schneider*, Logik für Juristen, S. 45 f.

B. Relevanz der Thematik

I. Wirtschaftliche Relevanz

Zu Beginn dieser Untersuchung taugt die Feststellung: Als Teilbereich des gesamten Kryptomarktes korreliert der Status quo der dezentralen Finanzanwendungen mit dem Grad der medialen Aufmerksamkeit, welche dem Kryptoökosystem entgegengebracht wird. Beispiele für einen Anstieg der Medienwahrnehmung wären etwa die Pläne für einen physisch basierten Ethereum-ETF oder der Einfluss von Kryptowährungen im Wahlkampf der Vereinigten Staaten.¹⁰ Diese daraus resultierende erhöhte Medienaufmerksamkeit auf dem breiteren Kryptomarkt führt dazu, dass der Bereich Decentralized Finance und damit auch der Governance-Token in das Blickfeld institutioneller Anleger rückt. Reporte von Großbanken, die das Thema DeFi aufarbeiten, sind keine Seltenheit mehr und bieten gleichzeitig einen ersten Einblick in verschiedene DeFi-Protokolle wie MakerDAO, Compound oder Uniswap und ihre zugehörigen Governance-Token.¹¹ Es ist daher fragwürdig, dass der Markt der Governance-Token mehrere Milliarden Dollar beträgt,¹² ihre Bedeutung innerhalb der dezentralen Anwendungen jedoch oftmals als bloße Mitbestimmungskomponente abgetan wird.

¹⁰ Bezüglich eines „Ether Spot ETF“ vgl. Reuters, Spot ether ETFs likely to begin trading July 23, industry sources say, abrufbar unter: [reuters.com/technology/spot-ether-etfs-likely-begin-trading-july-23-industry-sources-say-2024-07-15](https://www.reuters.com/technology/spot-ether-etfs-likely-begin-trading-july-23-industry-sources-say-2024-07-15) (letzter Abruf: 17.08.2024). Dies darf nicht verwechselt werden mit den bereits bestehenden „Future ETFs“, vgl. hierzu etwa die Unterscheidungen bei *Moeller*, Bitcoin spot vs. futures ETFs: Key differences explained, abrufbar unter: cointelegraph.com/explained/bitcoin-spot-vs-futures-etfs-key-differences-explained (letzter Abruf: 17.08.2024). Hinsichtlich des Einflusses von Kryptotoken im US-Wahlkampf, vgl. etwa Frankfurter Allgemeine Zeitung, Trump verspricht nationale Bitcoin-Reserve, abrufbar unter: [faz.net/aktuell/wirtschaft/wahlkampf-in-den-usa-donald-trump-verspricht-nationale-bitcoin-reserve-19884067.html](https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wahlkampf-in-den-usa-donald-trump-verspricht-nationale-bitcoin-reserve-19884067.html) (letzter Abruf: 17.08.2024). Die (politischen) Effekte solcher Versprechen bleiben abzuwarten.

¹¹ Vgl. beispielhaft J.P. Morgan, Institutional DeFi – The Next Generation of Finance?, abrufbar unter: [jpmorgan.com/onyx/documents/Institutional-DeFi-The-Next-Generation-of-Finance.pdf](https://www.jpmorgan.com/onyx/documents/Institutional-DeFi-The-Next-Generation-of-Finance.pdf) (letzter Abruf: 17.08.2024); Morgan Stanley, Decentralised Finance (DeFi): An Alternative Financial System?, abrufbar unter: advisor.morganstanley.com/brian.cumberland/documents/field/b/br/brian-cumberland/MSEU20211117638089.pdf (letzter Abruf: 17.08.2024); sowie zur eigenen praktischen Umsetzung der Banken auch *Kremer*, Fiat gegen BTC: Goldman Sachs vergibt durch Bitcoin besicherten Kredit, abrufbar unter: [btc-echo.de/schlagzeilen/fiat-gegen-btc-goldman-sachs-vergibt-durch-bitcoin-besicherten-kredit-140188/](https://www.btc-echo.de/schlagzeilen/fiat-gegen-btc-goldman-sachs-vergibt-durch-bitcoin-besicherten-kredit-140188/) (letzter Abruf: 17.08.2024).

¹² Allein [coinmarketcap.com/de/view/governance/](https://www.coinmarketcap.com/de/view/governance/) (letzter Abruf: 17.08.2024).

II. Rechtliche Relevanz

Die Mitgliedschaft und das Wertpapier waren wiederholt Gegenstand grundlegender (kritischer) Untersuchungen.¹³ Hinsichtlich der Bedeutung im dezentralen Begriffsumfeld kann jedoch ein allgemeiner Konsens über Wesen und Rechtsnatur dieser Verknüpfung nicht verzeichnet werden. Die Mitgliedschaft im dezentralen Verband wird höchstens beiläufig erwähnt.¹⁴ Die einhergehende Frage der Wertpapiereigenschaft wird oftmals gar nicht aufgeworfen. Ob dies darauf zurückzuführen ist, dass „das Wertpapier [...] seine einstige Bedeutung weitgehend verloren“¹⁵ hat oder Gedanken wie „wo Verband ist, ist Mitgliedschaft“¹⁶ tiefere Auseinandersetzungen von vorneherein obsolet wirken lassen, ist ungewiss. Womöglich mangelt es auch an einem notwendigen Begriffsverständnis, sodass weitergehende Fragestellungen nicht gesehen werden können. In beiden Fällen fehlt eine rechtliche Betrachtung der Governance-Token, die über eine oberflächliche Untersuchung hinausgeht.

§ 2 Konkretisierung der Untersuchung

Die aufgeworfene Fragestellung gilt es zu konkretisieren. Neben dem Gang der Untersuchung (A.) erfolgt dies anhand der *differentia specifica* (B.) und des *Genus proximum* (C.).

A. Gang der Untersuchung

Die Untersuchung wird geleitet durch die Gedanken der *Abstraktion* und *Konkretisierung*. Das dezentrale Kryptoumfeld selbst ist nämlich schwer greifbar und ebenso sind die einzelnen Ausgestaltungen nicht immer trennscharf möglich.

¹³ Zur Mitgliedschaft vgl. etwa *Habersack*, Die Mitgliedschaft; *Foerster*, Zuordnung der Mitgliedschaft; *Wiedemann*, Übertragung und Vererbung; *Müller-Erbach*, Das private Recht der Mitgliedschaft; *Lutter*, AcP 180 (1980), 84; *Müller-Erbach*, AcP 154 (1955), 299; *K. Schmidt*, ZGR 2011, 108; *Huber*, Vermögensanteil, Kapitalanteil und Gesellschaftsanteil an Personalgesellschaften des Handelsrechts; *Hadding*, in: FS Reinhardt, S. 249; *Zöllner*, Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht; zu wertpapierrechtlichen Fragestellungen, insbesondere einer wertpapierrechtlichen Reform vgl. etwa *Lehmann*, Finanzinstrumente; *Einsele*, Wertpapierrecht als Schuldrecht; *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht; zu Wertpapieren aus der Perspektive der Blockchain vgl. etwa *Scherer*, Blockchain im Wertpapierbereich; *Omlor/Möslein/Grundmann*, Elektronische Wertpapiere; *Topp*, Elektronische Aktien.

¹⁴ Vorausgesetzt bei *Wolf*, Initial Coin Offerings, S. 125; *Langheld/Haagen*, NZG 2021, 724 (725); *Vig*, BKR 2024, 183 (183); wohl auch *Gofferjel/Schreiner*, ZPG 2024, 168 (169); am deutlichsten die Frage betrachtend *Behmel/Zickgraf*, ZIPW 2019, 66 (78 ff.); sowie v. *Hülst*, Absoluter Schutz von Blockchain-Token, S. 163.

¹⁵ *Lehmann*, Finanzinstrumente, S. 1.

¹⁶ *K. Schmidt*, ZGR 2011, 108 (113).

Möchte man dieses einer rechtlichen Betrachtung unterziehen, gilt es daher, abstrakte Merkmale und Prinzipien zu formulieren. Dadurch kann ein größtenteils unreguliertes Umfeld in rechtliche Bahnen eingeordnet werden. Daneben bedarf es aber stets einer Konkretisierung dieser Abstraktion durch die Betrachtung einer DeFi-Anwendung und des zugehörigen Governance-Tokens. Anderenfalls wäre die praktische Anwendbarkeit nicht gewährleistet. Die Konkretisierung dient daher vornehmlich der Überprüfung.

Gleichzeitig werden nicht alle Rechtsfragen abschließend beantwortet werden können. Für den Gang der Bearbeitung wird insbesondere die Anwendbarkeit des deutschen Rechts vorausgesetzt, wissend, dass eine Bestimmung dessen *de lege lata* schwierig bis unmöglich erscheint.¹⁷ Es sind jedoch die Besonderheiten des deutschen Rechts, wie etwa die Satzungsstrenge gemäß § 23 Abs. 5 AktG oder das grundsätzliche Festhalten an der Urkunde im Kontext der Wertpapiere, welche zur Diskussion anregen und grundsätzliche Fragen aufwerfen. Ferner fördert diese notwendige Prämisse die zukünftige Bedeutung der Arbeit. Nach einer ersten Gesamtschau gibt es nämlich aktuell keine relevante dezentrale Kryptoanwendung, die auch nach innovativen Lösungsvorschlägen¹⁸ der Anwendung des deutschen Gesellschaftsrechts unterliegt.¹⁹

B. *Differentia specifica*

Die Untersuchung erfolgt unter Berücksichtigung der Dezentralität und der Tokenisierung. Diese bilden hinsichtlich der Ausgangsfrage die in Betracht kommenden *differentia specifica*.

I. „Dezentrales“ Begriffsumfeld

Oftmals wird (vorschnell) angegeben, dass die Motivation der DeFi-Bewegung darin bestehe, „ein von klassischen Infrastrukturen unabhängiges und neues Finanzsystem [...] zu schaffen, das Zentralisierungsnachteile [...] beseitigen soll.“²⁰ Das gemeinsame Ziel der Teilnehmer sei es, an allen Arten von Finanzdienstleistungen ohne die Notwendigkeit von Intermediären partizipieren zu können.²¹ Die damit einhergehende „Decentralized Governance“ soll zur „Demokratisie-

¹⁷ Vgl. die Ausführungen zur Bestimmung des anwendbaren Gesellschaftsrechts einer dezentralen autonomen Organisation bei *Mienert*, DAOs und Gesellschaftsrecht, S. 81 ff.

¹⁸ Vgl. hierzu *Mienert*, DAOs und Gesellschaftsrecht, S. 95 ff.

¹⁹ Etwas anderes würde sich allein ergeben, wenn eine einzelfallabhängige Anknüpfung an die jeweilige *lex fori* in Betracht gezogen wird, vgl. hierzu *Mann*, NZG 2017, 1014 (1019). Dem ist jedoch bereits *Mienert* zutreffend entgegengetreten, sodass ein solches Vorgehen theoretischer Natur bleibt, vgl. *Mienert*, DAOs und Gesellschaftsrecht, S. 93 f.

²⁰ *Birrer/Majcen*, in: Behringer, CARF Luzern 2021, S. 266.

²¹ Vgl. *Grigo/Hansen/Patz/v. Wachter*, Decentralized Finance (DeFi) – A new Fintech Revolution?, S. 4; *Birrer/Majcen*, in: Behringer, CARF Luzern 2021, S. 264.

„rung“ des Finanzwesens führen.²² Im Zentrum einer solchen Behauptung stehen die positive Konnotation einer Disintermediation, der Rückgang des staatlichen Einflusses sowie die Kontrolle über das Finanzsystem.²³ Dies geht jedoch zu Teilen fehl und wurde bereits von *Rennig* zutreffend festgestellt.²⁴ Insbesondere würde ein vollständiger Verzicht auf Finanzintermediäre „zu massiven Effizienzverlusten“²⁵ im Rahmen der Finanzsysteme führen.

Auch darf man hinsichtlich des dezentralen Verständnisses nicht der Utopie eines rein durch Blockchain-Code gesteuerten Verhaltens unterliegen. Ein solches besteht nur dann, wenn kein Mittelsmann und keine Kontrollinstanz gegeben sind, sondern die Teilnehmer allein durch Peer-to-Peer-Transaktionen interagieren. Dies ist bisweilen nur im Bitcoin-Netzwerk der Fall – einem für diese Arbeit vernachlässigbaren Bereich von Decentralized Finance.²⁶

Dennoch ist die Entwicklung der Dezentralität zu beachten, da ansonsten die Gefahr besteht, einer Momentaufnahme zu verfallen. Die weitere Entwicklung und Bestrebung der DeFi-Akteure hat die Auflösung zentraler Parteien innerhalb dezentraler Finanzanwendungen zum Ziel. Eine Regulierung und damit auch ein notwendiges Ansetzen an greifbaren Strukturen soll vermieden werden. Möchte diese Arbeit und die Betrachtung der Governance-Token auch zukünftige Relevanz entfalten, ist es daher sinnvoll, einen Grad der Dezentralität vorzusetzen, der über das derzeitige Maß hinausgeht.

II. „Tokenisiertes“ Begriffsumfeld

Neben dem Gedanken der Dezentralisierung steht der Begriff der Tokenisierung. Es handelt sich um das „Aufladen“ eines Tokens mit der noch offenen „Verknüpfung“ zwischen Token und Rechtsobjekt.²⁷ Durch die Einführung des eWpG wurde die Tokenisierung erstmals in rechtliche Bahnen gelenkt. Dies könnte zu dem Gedanken verleiten, dass eine Tokenisierung außerhalb dieser Regelungen nicht vorliegen kann oder allein kraft schuldrechtlicher Vereinbarungen geschieht. Der Anwendungsbereich und Inhalt dieser Untersuchung ist in Anknüpfung an das Merkmal der Dezentralisierung jedoch ein anderer. Es sollen folgend allein solche Tokentransaktionen betrachtet werden, die ohne das Zutun einer regulierten und zentralen Stelle auskommen. Eine solche Stelle wird jedoch im Kryptowertpapierregister des eWpG vorausgesetzt, da dieses ein Aufzeichnungssystem gemäß § 4 Abs. 11 eWpG und demnach eine registerführende Stelle benötigt.²⁸ Im Gleichauf mit der Entwicklung der Dezentralität steht das Ver-

²² *Zetzschel/Arner/Buckley*, J. Financ. Regul. 6 (2020), 172 (183).

²³ *Zetzschel/Arner/Buckley*, J. Financ. Regul. 6 (2020), 172 (183).

²⁴ Vgl. *Rennig*, Finanztechnologische Innovationen, S. 118 ff.

²⁵ *Rennig*, Finanztechnologische Innovationen, S. 137.

²⁶ Vgl. allein die Nachweise auf defillama.com/chain/Bitcoin (letzter Abruf: 17.08.2024).

²⁷ Vgl. allein *Omlor/Möslein*, in: Ellenberger/Bunte, BankR-HdB, § 34 Rn. 39.

²⁸ Vgl. §§ 16 II; 4 X eWpG; hierzu auch später unter § 3 B. II; § 4. B. V.

ständnis der Tokenisierung dieser Arbeit daher neben dem Anwendungsbereich des eWpG und ist folglich offen für weitergehende Betrachtungen der Tokenisierung und damit verbundene Rechtsfragen.

C. *Genus proximum*

Als nächsthöhere Gattung – das *Genus proximum* – wurde die Wertpapierkategorie der Mitgliedschaftspapiere gewählt. Die Auswahl des Oberbegriffs ist das Ergebnis einer vorrangig empirischen Betrachtung.

Neben die Emission der Governance-Token tritt eine Partizipation durch und mit Hilfe dieser Tokenart. Infolgedessen entstehen dezentrale Zusammenschlüsse, deren Teilnehmer scheinbar allein durch Erwerb und Veräußerung der Governance-Token ein- und austreten. Gleichzeitig erinnert der Weg dorthin an den Kauf und die Verwendung eines klassischen Finanzprodukts.

Über die Anmeldung bei einer Kryptobörse, den Erwerb eines Governance-Tokens und die letztliche Abstimmung im Rahmen einer Zusammenkunft der Teilnehmer ist der Vergleich zur traditionellen Aktie geschlagen. Es klingen die Worte von *Richard Patterson* im Ohr:

„The duck test works this way: suppose you see a bird walking around in a farm yard. This bird has no label that says ‚duck‘. But the bird certainly looks like a duck. Also, he goes to the pond and you notice that he swims like a duck. Then he opens his beak and quacks like a duck. Well, by this time you have probably reached the conclusion that the bird is a duck, whether he’s wearing a label or not.“²⁹

Ob jedoch Governance-Token letztlich tatsächlich mehr als eine allein augenscheinlich vergleichbare Betrachtung darstellen, bleibt abzuwarten. Allein der Wortlaut des Phänomens wirft bereits Fragen auf, die das Vorliegen eines Mitgliedschaftspapiers mit Fug und Recht problematisch erscheinen lassen. Ein Token ist schon begrifflich kein Wertpapier, die Mitgliedschaft grundlegend ein Institut bekannter Verbandsarten. Dennoch erscheint eine zumindest funktionale Vergleichbarkeit nicht gänzlich ausgeschlossen.

²⁹ Etwa *Cottam*, Images and intervention: U.S. policies in Latin America, S. 39.

2. Kapitel

Grundlagen – Mitgliedschaft, Wertpapier und Governance-Token

Ob Governance-Token ein dezentralisiertes und tokenisiertes Mitgliedschaftspapier sind, kann nur unter den Voraussetzungen in Betracht kommen, dass diese sowohl Mitgliedschaft als auch Wertpapier darstellen. Damit ist die Frage nach dem grundlegenden Verständnis dieser Teilbereiche aufgeworfen.

§ 3 Erste Grundlegung: Mitgliedschaft und Wertpapier

Auf die umfangreichen Darstellungen der Wertpapiere sowie der Mitgliedschaft in der rechtswissenschaftlichen Literatur wurde einleitend hingewiesen.¹ Heruntergebrochen bilden Mitgliedschaftspapiere das traditionelle Bereichsumfeld, in das Governance-Token eingeordnet werden sollen. Die zunächst abstrakte Betrachtung dieser Wertpapierkategorie bildet demnach die Grundlage der weiteren Untersuchung. Notwendig ist eine jeweilige Darstellung der Begriffsbestandteile. So ist das Vorliegen einer Mitgliedschaft denkbar, wohingegen eine Einordnung als Wertpapier und *vice versa* ausscheiden könnte.

A. Die Mitgliedschaft

Der erste Teil des § 3 widmet sich der Mitgliedschaft. Ziel ist es ein notwendiges Grundverständnis zu schaffen sowie abstrakte Wesensmerkmale herauszubilden. Diese sind die Grundlage der späteren *inhaltlichen* Betrachtung.

I. Begriffsumfeld

Der Begriff der Mitgliedschaft ist untrennbar mit dem Institut der Verbandsmitgliedschaft verbunden.² Letzteres bildet einen zentralen Baustein im Recht der privaten Verbände, was *Merkt* mit den Worten zum Ausdruck bringt: „Verband ist ohne Mitgliedschaft nicht denkbar, Mitgliedschaft ohne Verband ebenso wenig“.³ Der Geltungsbereich der Mitgliedschaft wird daher entscheidend vom Ver-

¹ Vgl. hierzu oben § 1 B. II.

² *K. Schmidt*, ZGR 2011, 108 (113); *Merkt*, ZfPW 2018, 300 (301).

³ *Merkt*, ZfPW 2018, 300 (301).

bandsbegriff bestimmt.⁴ Maßgeblich können daher allein beide Begrifflichkeiten sein: die Mitgliedschaft und der Verband.

1. Zum Begriff des Verbandes

Ein privatrechtlicher Verband ist eine durch Gesellschaftsvertrag oder Satzung verfasste, mithin auf organisationsrechtlichen Elementen sowie der Mitgliedschaft beruhende verselbständigte Organisation, die durch das gemeinsame Ziel ihrer Mitglieder gekennzeichnet ist.⁵ Der Verband ist Voraussetzung für die Existenz einer Mitgliedschaft, er bildet „Bezugspunkt und Grundlage“⁶.

Durch diesen Verbandsbegriff folgt die Einbeziehung über alle Verbandstypen hinweg. Dazu gehören etwa: der bürgerlich-rechtliche Verein, die handelsrechtlichen Körperschaften, die Personenhandelsgesellschaften, die Außengesellschaft bürgerlichen Rechts⁷ und die Partnerschaft.⁸

2. Zum Begriff der Mitgliedschaft

Der Gesetzgeber selbst trifft keine Entscheidung zum Begriff der Mitgliedschaft und der folgenden Frage der Rechtsnatur. Die Mitgliedschaft wird hingegen vielmehr durch das Gesetz als systematische Bezeichnung ohne weitere konkrete Ausgestaltung vorausgesetzt.⁹ So greift § 38 BGB punktuell auf die Begrifflichkeit zurück, eine nähere Bestimmung erfolgt jedoch nicht.

Losgelöst von der konkreten Betrachtung im Einzelfall und ihrer Bedeutungsbemessung beschreibt Mitgliedschaft die Stellung einer Person infolge ihrer Zugehörigkeit zu einem Verband.¹⁰ Konkreter bezeichnet *Lutter* die Mitgliedschaft als einen Zusammenschluss von Personen im Sinne einer Zweckgemeinschaft, welche zum einen über eine Organisation zur Bildung rechtserheblicher Entschlüsse und Sicherung der Handlungseinheit und zum anderen über eine Son-

⁴ Hierzu etwa *Habersack*, Die Mitgliedschaft, S. 16; *Lutter*, AcP 180 (1980), 84 (86); *Hadding*, in: FS Reinhardt, S. 262; *Merkt*, ZfPW 2018, 300 (306).

⁵ Vgl. *Wiedemann*, GesR Bd. I, S. 674; *Foerster*, Zuordnung der Mitgliedschaft, S. 47; *Habersack*, Die Mitgliedschaft, S. 17 f.; *K. Schmidt*, GesR, S. 176.

⁶ *Foerster*, Zuordnung der Mitgliedschaft, S. 47.

⁷ Auch vor dem MoPeG war die Außengesellschaft des bürgerlichen Rechts spätestens seit Bejahung der uneingeschränkten Rechtsfähigkeit unter den Verbandsbegriff zu subsumieren, vgl. BGH, NJW 2001, 1056 (1058); *K. Schmidt*, GesR, S. 176 ff. Unter der früher herrschenden Betrachtung als reines Schuldverhältnis der Gesellschafter sowie einem ihnen gemeinsam zugeordneten Sondervermögen hingegen zu verneinen, vgl. *Habersack*, Die Mitgliedschaft, S. 18; zum früheren Streit insbesondere *Flume*, ZHR 136 (1972), 177 (177 ff.), zur Rechtsentwicklung weiter *Schäfer*, in: MüKoBGB, Vor. § 705 Rn. 10 ff.

⁸ Hierzu etwa *Habersack*, Die Mitgliedschaft, S. 18.

⁹ So *Foerster*, Zuordnung der Mitgliedschaft, S. 44; *Lutter*, AcP 180 (1980), 84 (88); *Müller-Erzbach*, Das private Recht der Mitgliedschaft, S. 23; *Flume*, BGB AT I/1, S. 125 ff.

¹⁰ Grundlegend *Müller-Erzbach*, AcP 154 (1955), 299; genauer etwa *Lutter*, AcP 180 (1980), 84 (86); *Hadding*, in: FS Reinhardt, S. 262; *K. Schmidt*, GesR, S. 175 ff., 547; *Leuschner*, in: MüKoBGB, § 38 Rn. 2; *Wiedemann*, Übertragung und Vererbung, S. 23.

Sachregister

- Aktie 30 f., 193 ff., 217 f.
 - Bürgerlich-rechtliche Perspektive 30, 193 ff.
 - Eigenkapital 31, 260 ff.
 - Formelle Zuordnungsfunktion 31, 215 ff., 224 ff.
 - Funktionen 30 ff., 214 ff., 234 ff.
 - Gewinnverwendungsanspruch 31 f., 263 ff., 277
 - Kapitalmarktrechtliche Perspektive 31 f., 242 ff.
 - Liquidationserlös 31, 266
 - Namensaktie 61, 120, 217 ff.
 - Verfügungsfunktion 30 f., 215, 234
- Aktiengesellschaft 194 f., 222 f.
- Anlagevermittlung 79, 93
- Begebungsvertrag 27, 113, 287
- Bitcoin 33, 37, 40, 245
- Blockchain 34 f., 66 f.
 - Abwicklungsschicht 67 f.
 - Aggregationsschicht 67 ff.
 - Anwendungsschicht 67 ff.
 - Vermögenswerteschicht 67 f.
- Bundesschuldenwesengesetz (BSchuWG) 21, 124
- Decentralized Autonomous Organization (DAO) 90, 145 ff., 153 ff., 158, 173 ff.
 - Haftungsbeschränkung 153 ff., 191
- Decentralized Finance (DeFi) 1, 37 ff., 71 ff., 75 ff., 96
 - Fristentransformation 76, 132
 - Gefahren 41 f., 55, 189
 - Inhaltliche Entwicklung 75
 - Liquidity Mining 38, 41, 97, 209
 - Losgrößentransformation 75 f., 132
 - Money-LEGO 39, 41, 243
 - Risikotransformation 77 f., 132
 - Staking 38, 197, 209, 263 f.
 - Strukturelle Entwicklung 71
- Dezentralität 65 f., 80, 86, 100, 128
 - „Dezentrales“ Begriffsumfeld 5 f.
 - Entwicklungsprozess 66 f., 80 f.
- Differentia specifica 2, 5, 32, 65 ff., 128 ff.
- Disintermediation 6, 83, 86
- Distributed-Ledger-Technologie (DLT) 34
- ERC-20-Token 37, 56, 68, 253
- Ether (ETH) 35 ff., 40, 68
 - Ethereum-Blockchain 35 f., 39, 68 f.
- Finanzinstrument nach Lehmann 25 f., 281 ff.
 - Emission 26 f., 287
 - Merkmale 26
- Finanzintermediär 75, 82, 129 ff.
- Genus proximum 2, 7, 29, 141 ff., 238
- Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren (eWpG) 6, 21 f., 130 f., 135 f., 305
 - Einzeleintragung 135, 212
 - Krypto-Namensaktien 61, 130, 138, 305
 - Kryptowertpapierregister 6, 61, 122, 130, 283
 - Registerführende Stelle 6, 62, 122, 130
- Governance 45 f., 51
 - Governance-Merkmale 46 ff., 51 f.
- Governance-Token 33 ff., 48 ff., 86 ff., 124 ff., 132 f., 136 f., 144 ff., 193 ff.
 - Abundanz 89 f., 137
 - Decentralized Governance 5, 42

- Kapitalsammelfunktion 43, 58, 88 f., 95, 177, 196
- Regelungsfunktion 87 f., 95, 199
- Relevanz 90 f., 144
- Informationsasymmetrie 100, 129, 145, 208, 267 ff.
- Inhaberschuldverschreibung 109 ff., 112, 121 ff., 193
 - Leistungsbegriff 121, 126 f.
- Initial Coin Offering (ICO) 150, 172, 275
- Intermediärsverschiebung 81 ff., 86, 95, 122, 132
- Kapitalaufbringung 196 f., 222 ff.
- Kapitalerhaltung 197 f., 224 ff.
- Kapitalmarktrecht 20 f., 24 f., 238 ff.
 - Anlegerschutz 238 f., 241 ff.
 - Formelle Anforderungen 250 ff.
 - Funktionsschutz 238 ff.
 - Materielle Anforderungen 258 ff.
 - Prospektpflicht 242 f., 274 f.
 - Publizität 241 f., 279 f.
 - Regelungsziele 238 ff.
 - Wertpapierbegriff 20 f., 250 ff.
- Konsensbildung 51, 85 f., 185 f.
- Kryptotoken 44 f., 55 ff., 102 ff.
 - Currency Token 246
 - Extrinsisch 102 ff., 126 f.
 - Intrinsisch 102 f., 126 f.
 - Security Token 217 ff., 246 ff.
 - Token Generating Event 43, 88, 275
 - Token Sale Event 43, 88, 275
 - Tokenmerkmale 44 f., 55 ff.
 - Utility Token 246 ff., 270, 278 f.
- Kryptowert 27 f., 277 ff.
- MakerDAO 39 ff., 68 ff., 98 ff., 173 ff., 180 ff.
 - Aligned Delegates 174 ff., 178, 228 f., 285
 - DAI 40 ff., 68 f.
 - Dai Foundation 79, 174
 - Delegates 174 ff., 178, 183, 188, 228 f.
 - Emergency Shutdown 73, 93, 185
 - Endgame-Entscheidung 98 ff., 175, 232
 - Executive Voting 91, 230, 272
 - Maker Core 99
 - Maker Foundation 79, 174
 - Maker Representatives 179, 228 f.
 - Maker-Token 48 ff., 55 ff., 173 ff., 222 ff., 249 ff., 281 ff.
 - Problematiken 98 ff.
 - Shadow Delegates 175 f., 183
 - SubDAO 99
 - Treasury 180, 226, 231, 266
- MiCAR 27 f., 78 f., 93 f., 287 ff.
- MiFID II 21, 25 f., 27 f., 250 ff.
- Mitgliedschaft 9 ff., 16 ff. 157 ff., 162 ff., 180 ff., 189 f.
 - Abspaltungsverbot 17, 164, 185
 - Dominierendes Befugnisэлеment 16 f., 163 ff., 184 ff.
 - Einheitlichkeit 12 f., 157, 180
 - Formeller Tatbestand 31, 187, 211, 215 f., 236
 - Materieller Tatbestand *Siehe* Teilhabe
 - Materielles Zuordnungselement *Siehe* Teilhabe
 - Merkmale 13 ff., 159 ff., 181 ff.
 - Rechtsnatur 11, 170 f., 189 f.
 - Sonstiges Recht 11 f., 170 f., 189
 - Subjektives Recht 11 f., 170 f., 189
 - Teilhabe 17 f., 167 ff., 187 ff., 211 f.
- Mitgliedschaftspapier 2, 7, 29 ff., 128 ff., 192 ff., 238 f.
- Mitgliedschaftstoken 127, 134, 302
- Modifizierte Vertragstheorie 113 f.
- Non-Fungible Token 67 f., 253 f., 276 f.
- Numerus clausus
 - der Gesellschaftsformen 147 ff., 173 ff.
 - der Inhaberpapiere 121 f.
 - der Wertpapiere 113, 120 ff., 193 f.
- Offene Handelsgesellschaft 149, 177
- On-Chain-Governance 91, 94, 145, 159
- Prinzipal-Agenten-Konflikt 244, 269 f.

- Privatautonomie 17, 27, 111, 186, 199 ff., 226
- Proof-of-Stake 85, 93, 97
- ProspektVO 24, 27, 243, 274 ff.
- Publikumspersonengesellschaft 151 f., 153 f., 156, 158, 161, 177 ff., 306
- Repräsentationsfunktion 45, 56 f., 144 f., 173
- Satzungsstrenge 201 ff., 207, 211, 213, 227, 237, 288
- Schuldurkunde 107 f., 111
- Smart Contract 36, 48, 66 ff., 73 ff., 82 f.
- Terra-Luna-Crash 37, 96, 224, 268
- Tokenisierung 6 f., 102 ff., 134 ff.
- Rechtsnatur 102 ff., 117
 - Rechtsverhältnis 102 ff., 118 ff.
 - Schuldrechtliche Lösungsmöglichkeiten 111 f.
 - Trennungskonzept 104 ff., 141 f., 237 f.
 - Typenbildung 102, 126 f.
 - Verknüpfungskonzept 103, 116 ff., 192 f., 213 f., 234 ff.
- Tokenisierungsfunktion 45, 57, 102 ff., 156 ff., 180 ff.
- Verband 10, 158
- Merkmale 14 ff., 159 ff., 181 ff.
 - Organisationsrechtliches Element 14, 159 f., 181
 - Rechtsgeschäftliches Zweckelement 14 f., 160 f., 182
 - Treurechtliches Element 15 f., 161 f., 182 ff.
- Verbriefung 19 ff., 29 f., 134 ff.
- Digitale Verbriefung 118, 123, 136 f.
- Verein 152 f., 158, 177 ff., 191
- Vertragsnetze 69 ff., 92 f.
- Vertrauensverschiebung 81 ff., 100 f., 132
- Wertpapier 19 ff., 129 ff., 134 ff., 192 ff.
- Bürgerlich-rechtliche Wertpapierfunktionen 23 f., 119 f.
 - Bürgerlich-rechtlicher Sinn 19 f., 193 ff.
 - Enger Wertpapierbegriff 20, 24, 112, 119
 - Funktionale Wertpapiere 23, 112 f.
 - Funktionen *Siehe* Bürgerlich-rechtliche Wertpapierfunktionen
 - Kapitalmarktrechtliche Merkmale 24 f., 250 ff.
 - Legitimationsfunktion 23, 112 f., 119
 - Liberationsfunktion 24, 112 ff., 119
 - Moderner Wertpapierbegriff 20, 28
 - Schutz redlicher Erwerber 24, 119 f.
 - Transportfunktion 24, 119 f.
 - Weiter Wertpapierbegriff 19 f., 23 f., 113, 119
- Wertrecht 22, 123 f.
- Zukunftsfinanzierungsgesetz 60 f., 194, 305