

eWpG - neue  
Verordnung zu  
elektronischen  
Wertpapierregistern

# Inhalt

---

Elektronische Wertpapierregister	4
Gemeinsame Anforderungen an elektronische Wertpapierregister	5
Besondere Anforderungen an Kryptowertpapierregister	7
Ausblick	10
Ansprechpartner	11

Am 10. Juni 2021 trat das Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG) in Kraft. Seither ist die Begebung von Inhaberschuldverschreibungen und auf den Inhaber lautenden Anteilsscheinen an Sondervermögen auch in rein elektronischer Form möglich. An die Stelle der Ausstellung einer klassischen Wertpapierurkunde tritt dabei eine Eintragung in ein elektronisches Wertpapierregister. Einen ersten Referentenentwurf einer Verordnung über Anforderungen an elektronische Wertpapierregister („eWpRV-RefE“ oder „Referentenentwurf“) haben das Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz (BMJV) und das Bundesministerium der Finanzen (BMF) kürzlich vorgelegt. Der Entwurf soll elektronische Wertpapierregister angemessen regulieren, finanztechnologische Innovationen ermöglichen und den Anlegerschutz gewährleisten.

# Elektronische Wertpapierregister

---

Der Begriff der elektronischen Wertpapiere umfasst Zentralregisterwertpapiere und Kryptowertpapiere (vgl. § 4 Abs. 2 und Abs. 3 eWpG). Die beiden Wertpapierformen unterscheiden sich nur durch die Art des verwendeten elektronischen Wertpapierregisters. Während Zentralregisterwertpapiere in ein zentrales Register (§ 12 eWpG) eingetragen werden, erfolgt die Eintragung von Kryptowertpapieren in ein sogenanntes Kryptowertpapierregister (§ 16 eWpG).

Der Referentenentwurf gliedert sich im Wesentlichen in zwei Bereiche: Zunächst werden gemeinsame Anforderungen an alle Arten von elektronischen Wertpapierregistern benannt (§§ 2 ff. eWpRV-RefE), worauf besondere Anforderungen an Kryptowertpapierregister folgen (§§ 12 ff. eWpRV-RefE). Diese Anforderungen sind künftig von den registerführenden Stellen (§§ 12 Abs. 2, 16 Abs. 2 eWpG) zu erfüllen. Ist im Referentenentwurf von „Teilnehmern“ die Rede, sind im Wesentlichen Emittenten elektronischer Wertpapiere und die Anleger gemeint.

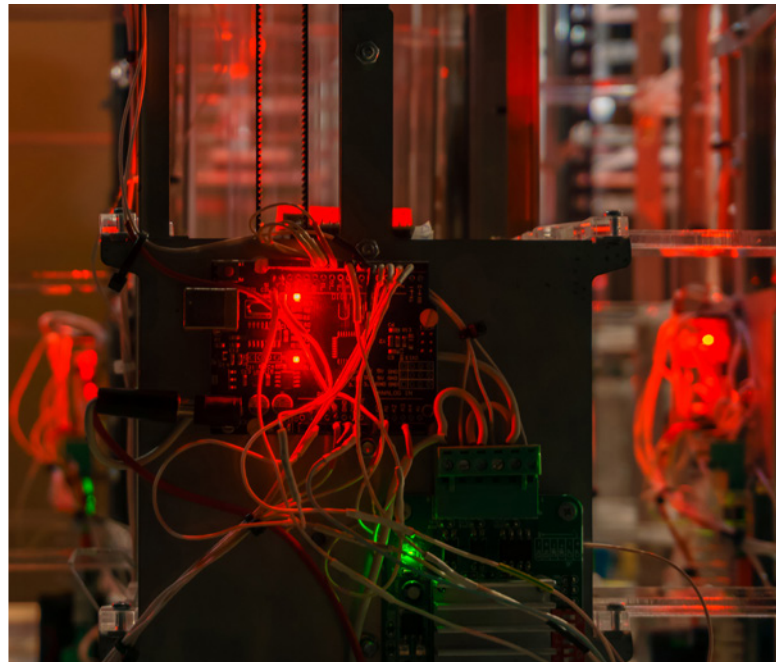


# Gemeinsame Anforderungen an elektronische Wertpapierregister

Für alle Arten elektronischer Wertpapierregister, also sowohl für zentrale Register als auch Kryptowertpapierregister, gelten bestimmte Festlegungs- und Dokumentationspflichten (§ 2 eWpRV-RefE). Es sind insbesondere Einzelheiten der Einrichtung und Führung des Registers, die Verfahrensanforderungen zur Übermittlung und Vollziehung einer Weisung an die registerführende Stelle und Regeln für die Übertragung eines elektronischen Wertpapiers auf einen neuen Inhaber festzulegen und zu dokumentieren. Die Anforderungen an die Dokumentation orientieren sich an den von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) veröffentlichten Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk).

Die Niederlegung von Emissionsbedingungen des Emittenten im elektronischen Wertpapierregister (§ 5 eWpG) hat in beständiger elektronischer Form zu erfolgen, sodass sie jederzeit unverändert wiedergegeben werden kann (§ 3 Abs. 1 eWpRV-RefE). Die Emissionsbedingungen sind jedermann zur beliebig wiederholbaren unmittelbaren Kenntnisnahme frei im Internet zugänglich zu machen und über gängige Verfahren leicht auffindbar zur Verfügung zu stellen (§ 3 Abs. 2 eWpRV-RefE). Dies gilt auch für etwaige Änderungen der Emissionsbedingungen, die zudem nachvollziehbar zu dokumentieren sind (§ 3 Abs. 3 eWpRV-RefE).

Die registerführende Stelle hat ein elektronisches Wertpapierregister vor allem so zu führen, dass Vertraulichkeit, Integrität und Authentizität der Daten gewährleistet sind und das Register die bestehende Rechtslage jederzeit zutreffend wiedergibt (§ 7 Abs. 1 und Abs. 2 eWpG).



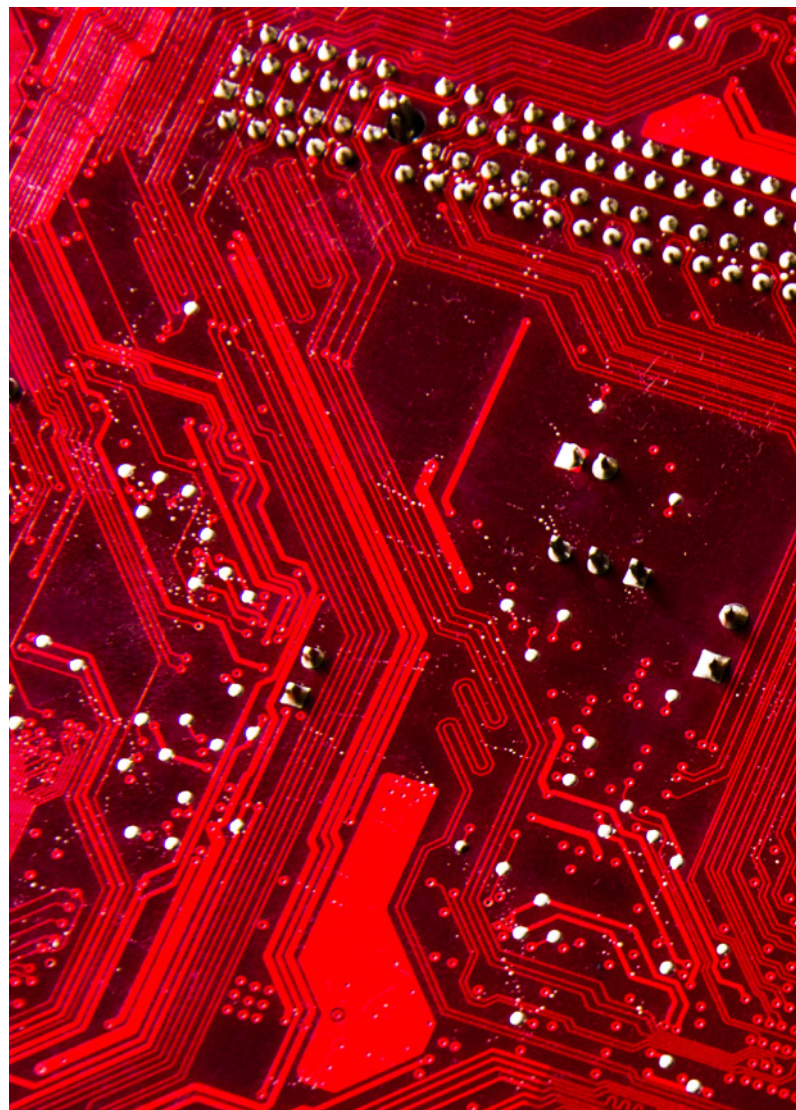
Konkrete Vorgaben zur technischen Ausgestaltung des elektronischen Wertpapierregisters finden sich im Referentenentwurf nicht. Allerdings sollte sich das Erfordernis der jederzeitigen, zutreffenden Wiedergabe ausweislich der Begründung des Referentenentwurfs an der technisch-organisatorischen Ausstattung nach den MaRisk (AT 7.2 MaRisk) orientieren. Danach sind für IT-Risiken angemessene Überwachungs- und Steuerungsprozesse einzurichten. Sie müssen unter anderem die Identifikation von Risiken, Schutzmaßnahmen sowie entsprechende Vorgehensweisen zur Risikobehandlung und -minderung umfassen. Für die Konkretisierung der Anforderungen kann auch auf die von der BaFin veröffentlichten Bankaufsichtlichen Anforderungen an die IT (BAIT) zurückgegriffen werden. Diese betreffen unter anderem Fragen der Verschlüsselung von Daten bei deren Speicherung und Übertragung oder den Schutz vor Datenverlust.

Änderungen des Registerinhalts bedürfen stets der Weisung eines Berechtigten (§ 14 eWpG). Zur Authentifizierung kann eine geeignete kryptografische Signatur oder ein vergleichbares geeignetes Authentifizierungsinstrument verwendet werden (vgl. § 10 eWpRV-RefE). Da kryptografische Signaturverfahren nicht nur bei Blockchain-basierten Systemen zur Anwendung kommen können, bezieht sich die Regelung auf alle Arten elektronischer Wertpapierregister. Ein Authentifizierungsinstrument ist gemäß dem Referentenentwurf als geeignet anzusehen, wenn die verwendeten Verfahren grundsätzlich den gängigen Standards entsprechen und die registerführende Stelle das verwendete Authentifizierungsinstrument zuverlässig dem Erteiler der Weisung zuordnen kann (§ 10 Abs. 1 eWpRV-RefE). Weitere technische Vorgaben enthält der Referentenentwurf allerdings nicht. Insbesondere bleibt offen, was unter „gängigen Standards“ zu verstehen ist. Die Formulierung ist augenscheinlich dem Ziel der Innovationsoffenheit geschuldet und findet sich an mehreren Stellen des Referentenentwurfs wieder, insbesondere bei den spezifischen Anforderungen an Kryptowertpapierregister. Als Orientierungshilfe wird dort etwa auf Veröffentlichungen des Bundesamtes für Sicherheit in der Informationstechnik (BSI) verwiesen (dazu nachfolgend).

Registerführende Stellen haben einen angemessenen, nicht näher bestimmten Zeitraum festzulegen, innerhalb dessen Weisungen zur Änderung des Registerinhalts, etwa des berechtigten Inhabers, vollzogen werden (§ 11 Abs. 1 eWpRV-RefE). Die Zeitspanne wird sich in der Regel an der verwendeten Technologie orientieren. Bei Verwendung einer

Blockchain kann es für die Gültigkeit einer Registeränderung beispielsweise auf die Zahl der Blöcke ankommen. Da sich die in einem Block zusammengefassten Registeränderungen umso schwerer manipulieren lassen, je mehr neue Blöcke auf den die Registeränderung enthaltenden Block folgen, der die Registeränderung enthält, kann die Gültigkeit einer Register-eintragung von einer bestimmten Anzahl nachfolgender Blöcke abhängig gemacht werden.

Anbieter, deren Systeme unangemessen lange benötigen, um Änderungen im elektronischen Wertpapierregister vorzunehmen, werden sich am Markt ohnehin nur schwer behaupten können.



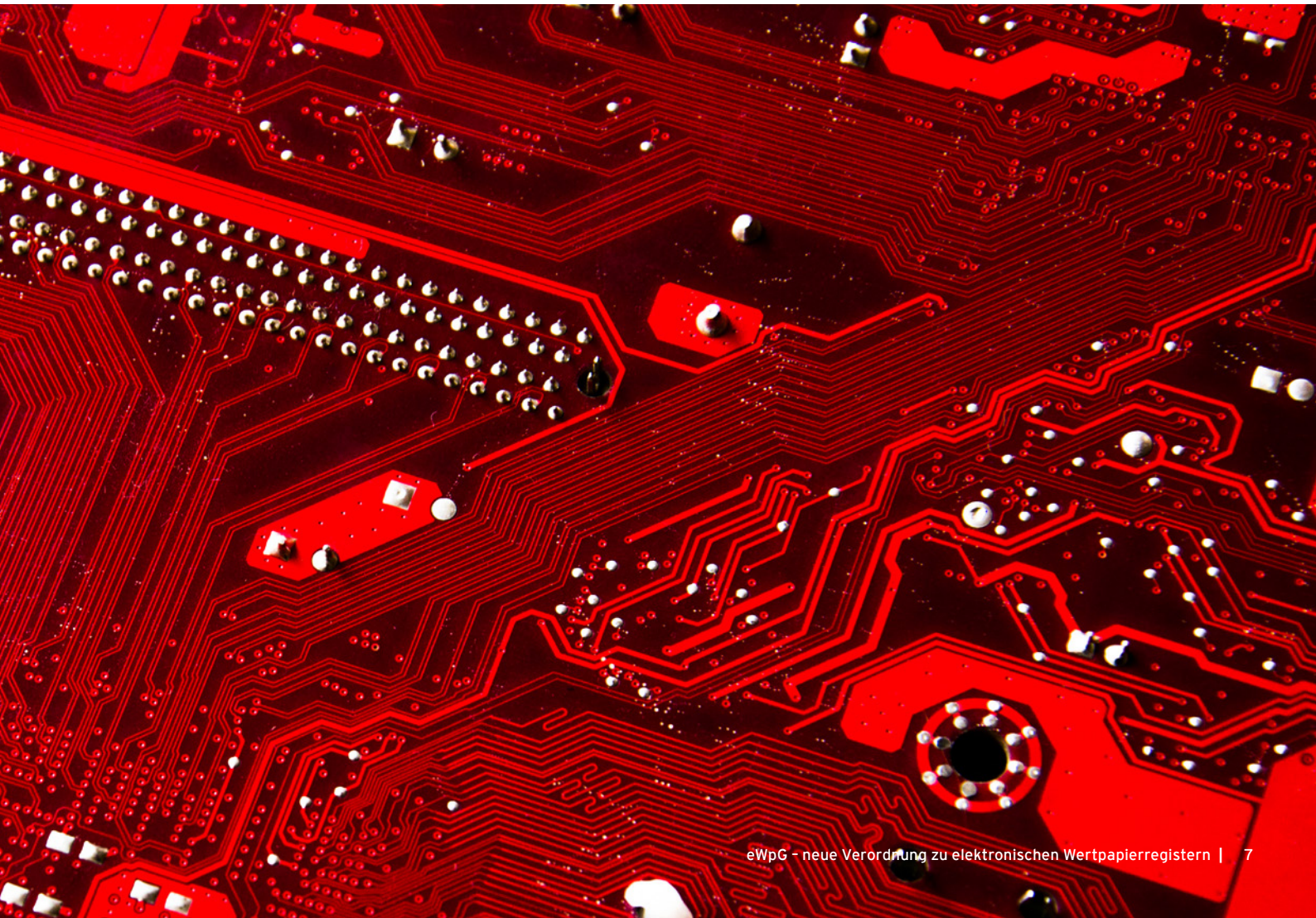
# Besondere Anforderungen an Kryptowertpapierregister

Aus der Dezentralität des für Kryptowertpapiere verwendeten Aufzeichnungssystems (vgl. § 4 Abs. 11 eWpG) ergeben sich besondere Anforderungen an Kryptowertpapierregister.

Das Kryptowertpapierregister muss auf einem fälschungssicheren Aufzeichnungssystem geführt werden, in dem Daten in der Zeitfolge protokolliert und gegen unbefugte Löschung wie auch nachträgliche Veränderung geschützt gespeichert werden (§ 16 Abs. 1 eWpG). Der Begriff des Aufzeichnungssystems wird im eWpG als ein dezentraler Zusammenschluss definiert, in dem die Kontrollrechte unter den das jeweilige System betreibenden Einheiten nach einem im Vorhinein festgelegten Muster verteilt sind (§ 4 Abs. 11 eWpG). Der

Gesetzgeber hatte nach derzeitigem Stand in erster Linie Aufzeichnungssysteme auf Basis der Blockchain-Technologie im Blick. Der Begriff des Kryptowertpapierregisters ist jedoch bewusst technologieneutral bestimmt, um auch zukünftige Technologien mit dezentraler Datenstruktur zu erfassen. Festzuhalten ist dabei aber, dass nicht jedes auf einer Distributed-Ledger-Technologie (DLT) basierende Aufzeichnungssystem auch automatisch den Anforderungen eines Kryptowertpapierregisters genügt. Vielmehr hat ein Kryptowertpapierregister bestimmte Mindestanforderungen zu erfüllen:

Kryptowertpapierregister müssen manipulationssicher sein und Datenänderungen jeglicher Art in ihrer Zeitfolge nach-





vollziehbar speichern. Dabei ist es unerheblich, ob das Kryptowertpapierregister öffentlich einsehbar ist (public, permissionless) oder nur berechtigten Teilnehmern (private, permissioned) offensteht.

Wie die Fälschungssicherheit des Kryptowertpapierregisters herzustellen ist, wird im eWpG nicht näher geregelt. Auch der Referentenentwurf lässt für die Umsetzung der Anforderungen an kryptografische Verfahren und sonstige Methoden der Transformation von Daten weiten Spielraum. Kryptografische Verfahren müssen nach dem Referentenentwurf den „gängigen Standards“ entsprechen (§ 15 eWpRV-RefE). Konkrete technische Vorgaben zur Verwirklichung der Schutzziele der IT-Sicherheit (Integrität, Verfügbarkeit, Authentizität und Vertraulichkeit) gibt es nicht. Ausweislich der Begründung des Referentenentwurfs können sich Registerführer aber unter anderem an den Veröffentlichungen des BSI - insbesondere an der technischen Richtlinie TR-02102 zu kryptografischen Verfahren - orientieren. Diese gelten jedoch nur als Orientierungshilfe. So weist das BSI ausdrücklich darauf hin, dass nicht benannte Verfahren vom BSI nicht unbedingt als unsicher beurteilt werden.

Insgesamt ergibt sich damit zwar ein innovationsfreundlicher, offener Rahmen für Entwickler, jedoch fehlt es an einer rechtssicheren Bestimmung der Sicherheitsanforderungen.

Teilnehmern eines Kryptowertpapierregisters ist zudem ein fairer und offener Zugang zum Kryptowertpapierregister zu ermöglichen. Die vom Registerführer diesbezüglich festzulegenden Teilnahmekriterien müssen transparent, objektiv, nicht-diskriminierend und im Internet veröffentlicht sein (§ 17 Abs. 1 eWpRV-RefE). Eine Beschränkung des Zugangs ist allerdings dann zulässig, wenn dies zur Gewährleistung der Sicherheit des Kryptowertpapierregisters erforderlich ist. Wird der Zugang verweigert, kann bei der BaFin Beschwerde eingereicht werden, die bei unberechtigter Zugangsverweigerung die Gewährung des Zugangs durch Verwaltungsakt anordnen kann.

Insbesondere für die Kommunikation mit den Teilnehmern des Kryptowertpapierregisters wird auf die gängigen Standards und Normen für Kommunikationsverfahren und den Datenaustausch verwiesen (§ 18 Abs. 1 eWpRV-RefE). Gemeint sind damit diejenigen Formate, die allen Teilnehmern auf faire, offene und nicht diskriminierende Weise zur Verfügung stehen. So muss insbesondere eine diesen Anforderungen entsprechende Schnittstelle zum Export der Eintragungen in einem gängigen Datenformat bestehen (§ 18 Abs. 2 eWpRV-RefE).





Ebenfalls zu beachten ist, dass der Quellcode des Aufzeichnungssystems jedem mit einem besonders berechtigten Interesse in einem maschinenlesbaren Format zugänglich zu machen ist (§ 13 eWpRV-RefE). Ein solches Interesse wird insbesondere dann regelmäßig vorliegen, wenn es um die Geltendmachung von Rechten geht.

Der Kryptowertpapierregisterführer ist weiter dazu verpflichtet, Änderungen des Registerinhalts, die ohne berechtigten Grund vorgenommen wurden, unverzüglich rückgängig zu machen (§ 18 Abs. 5 eWpG). Dies setzt eine grundsätzliche technische Änderungsmöglichkeit voraus (§ 14 Abs. 1 eWpRV-RefE). Wie eine solche Änderung vorzunehmen ist, wird durch den Referentenentwurf konkretisiert. So muss der Inhalt einer weisungslos erfolgten Änderung auch im Nachgang feststellbar und der Zeitpunkt der Vornahme der Änderung erkennbar sein (§ 14 Abs. 2 eWpRV-RefE). „Änderung“ ist damit nicht als eine vollständige und unwiederbringliche Unkenntlichmachung misszuverstehen. Ein „Überschreiben“ von Registerinhalten ist unzulässig, da die davorstehenden Eintragungen lesbar bleiben müssen. Vielmehr wird eine Art Korrekturbuchung verlangt, ähnlich den Grundsätzen der Führung von Handelsbüchern. Wie die technische Umsetzung einer solchen Änderung zu erfolgen hat, steht dem Registerführer frei.

Der Referentenentwurf enthält zudem Konkretisierungen zur Übertragungsmöglichkeit von Kryptowertpapieren von einem Kryptowertpapierregister zu einem anderen elektronischen Wertpapierregister (§ 22 eWpG). Die Möglichkeit des Registerwechsels ist technisch jederzeit sicherzustellen (§ 19 Abs. 1 eWpRV-RefE). Technische Vorgaben für die Umsetzung des Registerwechsels sind im Referentenentwurf nicht enthalten, ein Wechsel muss allerdings auch unter krisenartigen Bedingungen möglich sein. Vorkehrungen und Verfahren zur Gewährleistung der Möglichkeit des Registerwechsels einschließlich etwaiger Änderungen sind schriftlich zu dokumentieren und der BaFin vorzulegen (§ 19 Abs. 2 und Abs. 3 eWpRV-RefE).

Kryptowertpapierregisterführer treffen zudem weitreichende Dokumentationspflichten hinsichtlich der dem Kryptowertpapierregister zugrunde liegenden Technologien (§ 20 eWpRV-RefE). Die Dokumentation hat insbesondere Folgendes zu enthalten:

- ▶ eine Beschreibung der verwendeten Speichersysteme
- ▶ eine Darstellung des auf dem dezentralen Aufzeichnungssystem angewandten Konsensverfahrens
- ▶ eine Beschreibung und Bewertung der damit einhergehenden Risiken

# Ausblick

---

Es ist zu erwarten, dass die Registerführung künftig an Bedeutung gewinnen wird. Mit steigender Praxiserfahrung sind auch weitere Konkretisierungen des eWpG auf dem Verordnungswege wahrscheinlich. So wird im Referentenentwurf ausdrücklich darauf hingewiesen, dass die Vorgaben zum jetzigen Zeitpunkt nicht zu eng gefasst werden sollen. Man wolle zunächst die Marktentwicklung der zugrundeliegenden Technologien abwarten.

Insgesamt lässt sich feststellen, dass zwar Mindestanforderungen an elektronische Wertpapierregister durch den Referentenentwurf konkretisiert werden, deren technische Umsetzung aber weitgehend den registerführenden Stellen überlassen wird. Dies steht einerseits im Einklang mit dem zu begrüßenden Ziel der Innovationsoffenheit, andererseits ist mit diesem Spielraum jedoch eine Rechtsunsicherheit bei der Beurteilung verbunden, ob ein elektronisches Wertpapierregister tatsächlich den technischen Anforderungen genügt. Hier werden sich erst noch Marktstandards etablieren müssen. Ein steigendes Interesse an der Beantragung einer Kryptowertpapierregisterführerlizenz lässt sich allerdings schon jetzt im Markt beobachten.

Da die eWpRV nicht der Zustimmung des Bundesrats bedarf und entsprechend dem Referentenentwurf bereits am Tag nach ihrer Verkündung in Kraft treten soll, ist mit einer kurzfristigen Umsetzung zu rechnen. Insbesondere Interessenten der Kryptowertpapierregisterführung sind daher bereits jetzt angehalten, sich ausführlich mit den angekündigten Registeranforderungen auseinanderzusetzen. Wir unterstützen Sie dabei in allen rechtlichen Fragen. Gemeinsam mit Ihnen kümmern wir uns um die Einhaltung der regulatorischen Anforderungen an Kryptowertpapierregister und an die Kryptowertpapierregisterführung.

# Ansprechpartner

---



## **Dr. Ansgar Becker**

Partner

Ernst & Young Law GmbH

Rechtsanwaltsgesellschaft

Steuerberatungsgesellschaft

Telefon +49 6196 996 27834

Mobil +49 160 939 27834

[ansgar.becker@de.ey.com](mailto:ansgar.becker@de.ey.com)



## **Dr. Johannes Blassl**

Manager

Ernst & Young Law GmbH

Rechtsanwaltsgesellschaft

Steuerberatungsgesellschaft

Telefon +49 6196 996 13850

Mobil +49 160 939 13850

[johannes.blassl@de.ey.com](mailto:johannes.blassl@de.ey.com)

## EY | Building a better working world

Mit unserer Arbeit setzen wir uns für eine besser funktionierende Welt ein. Wir helfen unseren Kunden, Mitarbeitenden und der Gesellschaft, langfristige Werte zu schaffen und das Vertrauen in die Kapitalmärkte zu stärken.

In mehr als 150 Ländern unterstützen wir unsere Kunden, verantwortungsvoll zu wachsen und den digitalen Wandel zu gestalten. Dabei setzen wir auf Diversität im Team sowie Daten und modernste Technologien in unseren Dienstleistungen.

Ob Assurance, Tax & Law, Strategy and Transactions oder Consulting: Unsere Teams stellen bessere Fragen, um neue und bessere Antworten auf die komplexen Herausforderungen unserer Zeit geben zu können.

„EY“ und „wir“ beziehen sich in dieser Publikation auf alle deutschen Mitgliedsunternehmen von Ernst & Young Global Limited (EYG). Jedes EYG-Mitgliedsunternehmen ist rechtlich selbstständig und unabhängig. Ernst & Young Global Limited ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach englischem Recht und erbringt keine Leistungen für Mandanten. Informationen darüber, wie EY personenbezogene Daten sammelt und verwendet, sowie eine Beschreibung der Rechte, die Einzelpersonen gemäß der Datenschutzgesetzgebung haben, sind über [ey.com/privacy](https://ey.com/privacy) verfügbar. Weitere Informationen zu unserer Organisation finden Sie unter [ey.com](https://ey.com).

In Deutschland finden Sie uns an 20 Standorten.

© 2021 Ernst & Young Law GmbH  
Rechtsanwaltsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft  
All Rights Reserved.

Creative Design Germany | BKR 2109-404  
ED None

Diese Publikation ist lediglich als allgemeine, unverbindliche Information gedacht und kann daher nicht als Ersatz für eine detaillierte Recherche oder eine fachkundige Beratung oder Auskunft dienen. Es besteht kein Anspruch auf sachliche Richtigkeit, Vollständigkeit und/oder Aktualität. Jegliche Haftung seitens der Ernst & Young Law GmbH Rechtsanwaltsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft und/oder anderer Mitgliedsunternehmen der globalen EY-Organisation wird ausgeschlossen.

[ey.com/de](https://ey.com/de)