

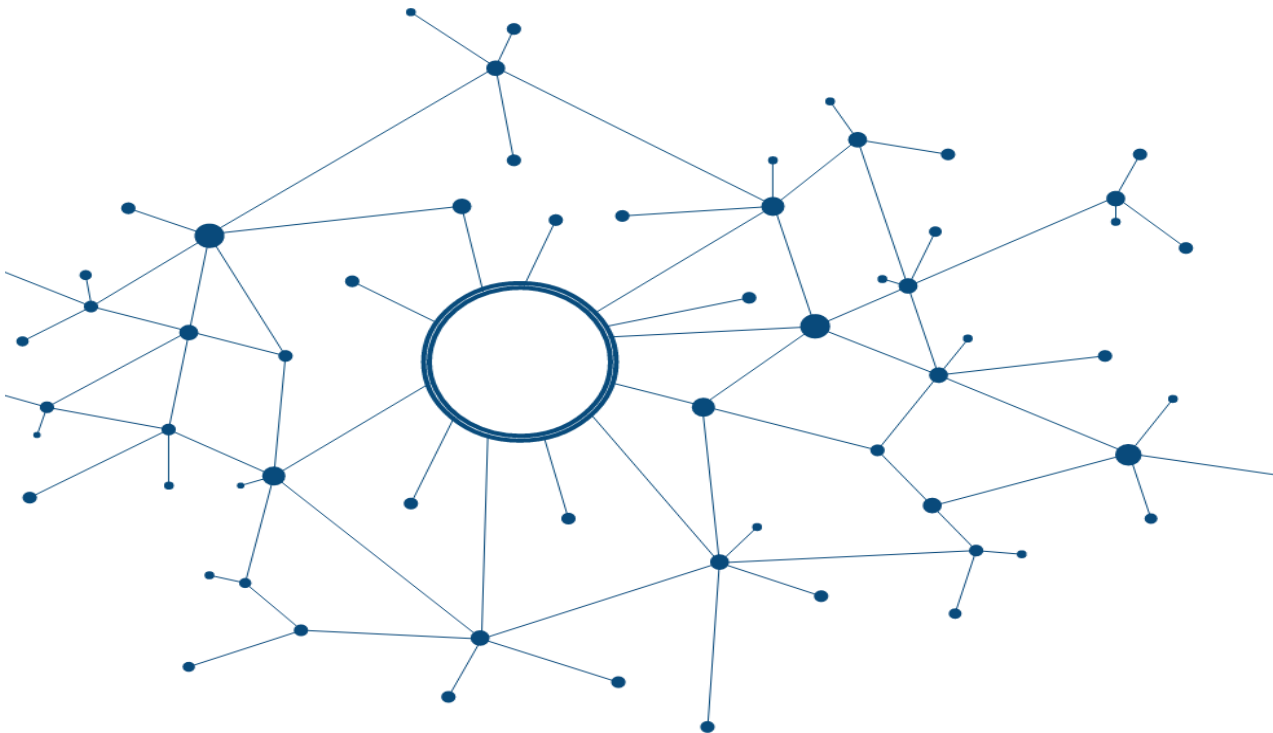


רשות ניירות ערך

הוועדה לבחינת אסדרה של הנפקת מטבעות קריפטוגרפיים מבוזרים לציבור

דו"ח סופי

מרץ 2019



הנדון: הגשת הדו"ח הסופי של הוועדה לבחינת אסדרה של הנפקות מטבעות קריפטוגרפיים מבוזרים לציבור

אנו מתכבדים להגיש לך בזאת את הדו"ח הסופי של הוועדה לבחינת אסדרה של הנפקות מטבעות קריפטוגרפיים מבוזרים לציבור (להלן: "הוועדה").

תפקידה העיקרי של הוועדה היה לבחון את תחולת חוק ניירות ערך על הצעות והנפקות לציבור בישראל המבוססות על רישום מבוזר (distributed ledger) והמסחר בהם. הוועדה התבקשה ללמוד ולאפיין מיזמים אלה, להכין סקירה השוואתית של הדין במדינות מפותחות ולהמליץ על מתווה מדיניות רגולטורית ביחס אליהם, בתחומים הנוגעים לרשות ניירות ערך, תוך חתירה לאיזון בין עידוד חדשנות טכנולוגית לבין הגנה על המשקיעים מהציבור.

במרץ 2018 פרסמה הוועדה את דו"ח הביניים להערות הציבור. מאז פרסום דו"ח הביניים קיימה הוועדה דיונים מקיפים בנוגע לכל הערות הציבור שהתקבלו, וערכה סבב פגישות נוסף עם גורמים פעילים בתעשייה ובאקדמיה בטרם גיבש דו"ח סופי זה. הוועדה המשיכה לעקוב גם אחר המגמות וההתפתחויות בתחום הנכסים הקריפטוגרפיים בעולם ובאופן התמודדותם של רגולטורים אחרים עם התופעה.

אכן, מאז פרסום דו"ח הביניים חלו תמורות רבות בתחום זה, הן בסביבה הרגולטורית בארץ ובעולם והן בסביבה העסקית והטכנולוגית. המגמה המשמעותית ביותר מנקודת מבטו של דו"ח זה היא ההתמתנות המשמעותית בגיוס ה-ICO (לאחר עלייה ניכרת בתחילת שנת 2018).

למעשה, הגיוסים בתחום זה בעולם המערבי נעשים כיום בעיקר ממשקיעים מתוחכמים ובהנפקה של נכסים קריפטוגרפיים הנכללים בהגדרת נייר ערך (STO) בהתאם לכללי הרגולציה. מגמות אלה מחזקות את התפישה כי הצלחתו של התחום תלויה בין היתר ביחסו לרגולציה ומעידות על כך שהפיקוח על התחום אינו מנוגד לתחום אלא יכול לתרום לקידומו.

להתפתחותן של טכנולוגיות חדשניות נודעת חשיבות רבה בתרומה לייעול ופיתוח השוק הפיננסי ולחיזוק הכלכלה הישראלית. תרומה זו יכולה לבוא לידי ביטוי בין היתר בחלקן של טכנולוגיות אלה בפיתוח אמצעי מימון חדשים עבור חברות ישראליות ובהנגשת אפיקי השקעה מגוונים לציבור הישראלי. לאור זאת ראתה הוועדה חשיבות בכך שהרשות תיקח חלק פעיל ביצירת תשתית רגולטורית ובנקיטת צעדים אקטיביים להטמעת קדמה טכנולוגית בשוק ההון. יחד עם זאת, תפקידה העיקרי של הרשות הוא הגנה על המשקיעים, ולפיכך על הרשות להבטיח כי השימוש בטכנולוגיה חדשנית מבוצע באופן הוגן המבטיח את שמירת עניינו של ציבור המשקיעים ואמונו בשוק ההון.

אחת השאלות בהן עסקה הוועדה הינה האם, ובאיזה אופן, יש להסדיר את תחום הנכסים הקריפטוגרפיים באופן ייחודי לנוכח מאפייניו. בעניין זה הוצגו בדו"ח הביניים מספר שאלות עקרוניות להערות הציבור וכן כמה אפשרויות אסדרה.

הוועדה סבורה כי בשלב זה יש להתמקד בקידום האפשרויות הבאות:

1. משטר גילוי ייעודי - אנו ממליצים על התאמת דרישות הגילוי למאפיינים הייחודיים של פעילותן של חברות אלה, בין היתר בהתאם לניסיון שיצטבר עם פניית מיזמים לרשות לצורך ביצוע הנפקת נכסים קריפטוגרפיים, או על בסיס ניסיונם של רגולטורים במדינות נוספות.
2. הקלות ותנאים לפעילות במסגרת "ארגז חול רגולטורי" (Regulatory Sandbox) - רשות ניירות ערך שותפה לצוות בין משרדי שהמליץ לאחרונה על הקמת סביבה רגולטורית מקלה ומותאמת לחברות שעושות שימוש בטכנולוגיה חדשה לצורך אספקת מוצרים ושירותים פיננסיים. אנו ממליצים לאפשר את השימוש במסגרת זו, לכשתוקם, כדי להתנסות בהנפקות נכסים קריפטוגרפיים וליווי יזמים במתכונת זו.
3. פלטפורמה ייעודית למסחר בנכסים קריפטוגרפיים שהינם ניירות ערך - יש מקום לבחון אפשרות לביצוע התאמות באסדרה הקיימת לצורך יצירת תשתית אסדרתית מתאימה יותר לפעילות המסחר הזאת, אשר תתמודד באופן המיטבי עם סיכונים הגלומים בפעילות זו.

כמו כן הוועדה ממליצה לבחון החלת מודל הדומה למימון המונים (Crowd Funding) עבור מיזמי נכסים קריפטוגרפיים שהינם ניירות ערך.

לאור החדשנות, המורכבות והדינאמיות של התחום, שההתייחסות הרגולטורית אליו עודנה בהתהוות, הן בארץ והן בעולם, עבודת הוועדה צריכה להיבחן בראי הזמן. כמו כן, סבורה הוועדה כי יש חשיבות לשיח ולשיתוף פעולה בין כלל הגורמים המאסדרים, כדי לעצב את האסדרה בתחום מתפתח זה. הוועדה סבורה גם כי קשר בלתי-אמצעי רציף ומתמשך ושיתוף פעולה בין הרשות לבין גורמים בתעשייה הוא הכרחי לצורך המשך ההתמקצעות של עובדי הרשות, הכרת התחום על-ידה, למידת מאפייניו הייחודיים, ומתן פתרון רגולטורי הולם.

בנוסף, הוועדה סבורה כי ככל שמיזמים יפנו לרשות לצורך ביצוע הנפקת נכסים קריפטוגרפיים יש לבחון את פעילותם באופן פתוח ובקבועי זמן קצרים ככל שניתן, תוך אימוץ פרשנות שמכירה בחשיבות אימוץ חדשנות טכנולוגית בשוק ההון, לצד הגנת המשקיעים בשוק ההון. ברצוני להודות לחברי הוועדה ולעובדים ומנהלים נוספים ברשות שהשקיעו ממרצם ומניסיונם לגיבוש הדו"ח, באופן מקצועי ומקיף. כמו כן, אני מבקשת להודות לכל אלו שהגישו חומרים לוועדה, הופיעו בפניה והגישו הערות לדו"ח הביניים.

בכבוד רב,

ד"ר גתית גור גרשגורן

יו"ר הוועדה (במשותף)

חברי הוועדה

ד"ר גתית גור גרשגורן, כלכלנית ראשית - יו"ר הוועדה

עו"ד מוטי ימין, מנהל מחלקת תאגידיים (לשעבר) - יו"ר הוועדה

עו"ד עדן לנג, המחלקה הבינלאומית – מרכז הוועדה

מר גיא סבח, המחלקה הכלכלית – מרכז הוועדה

מר אורי אזריהן, מחלקת תאגידיים (לשעבר)

עו"ד הלל בן דוד, מחלקת השקעות

עו"ד שהם בן רובי, המחלקה הבינלאומית

עו"ד גיא דביר, מחלקת הפיקוח על הבורסה וזירות מסחר

עו"ד אמיר הלמר, מחלקת תאגידיים

מר אראל מזוז, המחלקה הכלכלית (לשעבר)

עו"ד מאיה מרינוב שיפר, המחלקה הבינלאומית (לשעבר)

מר מתן עומר, המחלקה הבינלאומית (לשעבר)

מר אורי שקד, המחלקה הבינלאומית

עו"ד אורית שרייבר, ייעוץ משפטי

תוכן עניינים

6	1. מבוא
9	2. התפתחויות בתחום הנכסים הקריפטוגרפיים
9	2.1 התפתחויות בשוק הנכסים הקריפטוגרפיים
9	2.1.1 התפתחויות מרכזיות
17	2.1.2 גורמים עיקריים
19	2.1.3 מגמות בהתנהלות השוק
26	2.1.4 מגמות במאפייני הנכסים והמיזמים
29	2.2 מגמות רגולטוריות בזירה הבינלאומית
33	2.3 התפתחויות רגולטוריות בישראל
34	3. הערות הציבור שניתנו לדו"ח הביניים
35	3.1 נכסים קריפטוגרפיים כניירות ערך
37	3.2 פלטפורמות מסחר בנכסים קריפטוגרפיים
38	3.3 תגובות לסוגיות עקרוניות שהועלו לדיון
41	4. החזון - פיתוח הטכנולוגיה לצד הגנה על המשקיעים
42	5. הסדרת תחום הנכסים הקריפטוגרפיים בעתיד
44	נספחים
44	נספח א' - ריכוז הנושאים שהועלו בהערות ציבור שהתקבלו לדו"ח הביניים
47	נספח ב' - דין משווה - מגמות רגולטוריות בזירה הבינלאומית

1. מבוא

על רקע התהוותה של תופעת גיוסי הון מהציבור באמצעות הנפקת נכסים קריפטוגרפיים המבוססים על רישום מבוזר (ICOs) (להלן: "מטבעות", "מטבעות קריפטוגרפיים", "נכסים קריפטוגרפיים" או "טוקנים")¹, מינה יו"ר רשות ניירות ערך דאז פרופ' שמואל האוזר ביום 10 באוגוסט 2017 ועדה בין-מחלקתית לבחינת אסדרת הנפקות מטבעות קריפטוגרפיים מבוזרים לציבור (להלן: "הוועדה"). תפקידה העיקרי של הוועדה היה לבחון את תחולת חוק ניירות ערך על הצעות והנפקות לציבור בישראל המבוססות על רישום מבוזר (distributed ledger), והמסחר בהם. הוועדה התבקשה ללמוד ולאפיין מיזמים אלה, להכין סקירה השוואתית של הדין במדינות מפותחות ולהמליץ על מתווה מדיניות רגולטורית ביחס אליהם, בתחומים הנוגעים לרשות ניירות ערך (להלן: "הרשות"), תוך חתירה לאיזון בין עידוד חדשנות טכנולוגית ובין הגנה על המשקיעים מהציבור.

הוועדה שמה לה למטרה להגביר את הוודאות בכל הנוגע לתחולת חוק ניירות ערך על התחום, מתוך הבנה כי ודאות זו חיונית הן להתפתחות התעשייה בישראל והן לשמירה על אמון המשקיעים בשוק ההון. מטרה נוספת שהציבה הוועדה היא לבחון המלצות לעתיד ככל שידרשו לעניין החלת חוק ניירות ערך בכל הקשור לתחום זה. זאת מתוך ראייה כי תחום חדש זה מאתגר את כללי האסדרה הקיימים וכי יתכן שיש צורך להתאימם בהמשך. הוועדה התייחסה בעיקר לשאלת הנפקת נכסים קריפטוגרפיים, אך גם למסגרות דינים נוספות בתחום ניירות הערך החלות בנוגע לנכסים אלה.

ביום 19 במרץ 2018 הגישה הוועדה את דו"ח הביניים ליו"ר הרשות ענת גואטה (להלן: "דו"ח הביניים") ובמקביל פרסמה אותו להערות ציבור.² הערות הציבור שהתקבלו התייחסו לשאלות לדיון ולהמלצות שהובאו בדו"ח הביניים, ובעיקר לנושאים הבאים: תחולת דיני ניירות ערך (חוק ניירות ערך, חוק הקרנות וחוק הייעוץ), המבחנים להגדרת נייר ערך, חובת רישוי זירות סוחר והגדרת "נכס פיננסי" בחוק הייעוץ. מצ"ב ריכוז הערות הציבור **כנספח א'**

מאז פרסום דו"ח הביניים קיימה הוועדה דיונים מקיפים בנוגע לכל הערות הציבור שהתקבלו וערכה סבב פגישות נוסף עם גורמים פעילים בתעשייה ובאקדמיה.

בתוך כך המשיכה הוועדה לעקוב גם אחרי מגמות והתפתחויות בתחום הנכסים הקריפטוגרפיים בעולם, ואופן התמודדותם של רגולטורים אחרים עם התופעה מאז פרסומו של דו"ח הביניים.

מאז פרסום דו"ח הביניים חלו תמורות רבות בתחום זה, הן בסביבה הרגולטורית בארץ ובעולם והן בסביבה העסקית והטכנולוגית. המגמה המשמעותית ביותר מנקודת מבטו של דו"ח זה היא ההתמתנות המשמעותית בגיוס ה-ICO (לאחר עלייה ניכרת בתחילת שנת 2018). למעשה, הגיוסים בתחום זה בעולם המערבי נעשים כיום בעיקר ממשקיעים מתוחכמים ובהנפקה של נכסים קריפטוגרפיים הנכללים בהגדרת נייר ערך (STO) בהתאם לכללי הרגולציה. מנקודת מבטה של

¹ במטרה ליישר קו עם ההגדרות המקובלות בעולם, נעשה שימוש במונח "נכסים קריפטוגרפיים" כשם כולל לנכסים בתחום זה (חלופה למונח "מטבעות קריפטוגרפיים" בו נעשה שימוש בדו"ח הביניים). בכל מקום בדוח זה שבו מוזכר המונח "נכס קריפטוגרפי" או "מטבע קריפטוגרפי" משמעותו בהקשר הרחב ביותר, למעט אם נעשה שימוש באחת מהגדרות המשנה כפי שתוארו בהגדרות לדוח הביניים או במסמך זה.

² [דוח הביניים](#)

הרגולציה למגמה זו קיימת חשיבות רבה והיא מחזקת את התפישה שעתידי של התחום טמון ביכולתם של המיזמים לעמוד בדרישות הרגולציה ובאופן בו תתמודד הרגולציה עם מאפייניו החדשניים.

הירידה בגיוס באה על רקע ירידות משמעותיות של כ- 70% בשווי השוק של הנכסים הקריפטוגרפיים, וצינון ההתלהבות וההד התקשורתי שאפיינו את התחום אשתקד. מגמות אלה הושפעו בעיקר מהסביבה הרגולטורית המשתנה ומיכולתם של הטכנולוגיות והמיזמים בתחום לממש את הבטחתם בהתאם לציפיות השוק.

גישת הרגולציה לתחום במדינות השונות עדיין אינה אחידה, אך נראה שבחלוף הזמן מתחדדות העמדות ועמן גם ההבדלים והקווים המשותפים לגישות אלו. מדינות שונות בעולם, בראשן ארה"ב (ה- SEC) הביעו בשנה האחרונה עמדה תקיפה יחסית כלפי תחום הנכסים הקריפטוגרפיים והנפקתם, כפי שעולה מהתבטאויות שונות של גורמים בכירים ומהתגברות מאמצי האכיפה בתחום. מן הצד הנגדי ישנן מדינות בהן נמשכו הניסיונות למשוך יזמים לבצע ההנפקות ולהקים פלטפורמות מסחר, בין היתר ע"י דיאלוג שוטף עם יזמים, מתן הקלות מס וקביעת תחום רחב יותר של נכסים קריפטוגרפיים שאינם נדרשים לעמוד בכללי הרגולציה.

לצד מגמות אלה חלו התפתחויות נוספות בהיבטים רבים ובניהם: התפתחויות טכנולוגיות, מוצרים חדשים, הנגשה לשחקנים נוספים כמו גופים מוסדיים, שינויים מבניים באופן הגיוס, אימוץ סטנדרטים של רגולציה עצמית, ועוד.

לסקירה של מגמות והתפתחויות אלה ראו סעיף 2 לדו"ח זה להלן, וביתר פירוט **בנספח ב'** המצ"ב.

התמונה שעלתה מעבודת הוועדה היא כי ההתפתחות המואצת והדינמיות הרבה של התחום הן בפן העסקי והן בפן הרגולטורי, דורשת שיתוף פעולה בין התעשייה ובין הרגולטורים השונים. כמו כן, ההתמודדות עם תחום זה ממחישה את המידה שבה רגולציה צריכה להיות בעלת גמישות ויכולת להתאים את עצמה לשינויים בשוק תוך זמן קצר, כדי לאפשר חדשנות לצד הגנה על המשקיעים. על כן קיימת חשיבות רבה להעמיד בידי הרגולטורים את היכולות והכלים שיאפשרו גמישות כזו ללא הצורך בשינוי חקיקה הדורש זמן רב ותלוי בגורמים נוספים. ארגז חול רגולטורי מאפשר גמישות זאת אך היא מוגבלת רק לאותן חברות שיתקבלו לתכנית.

תחולתם של דיני ניירות ערך אינה תלויה בטכנולוגיה, והשימוש בטכנולוגיה חדשה כשלעצמו אינו משנה את הבחינה אם פעילות מסוימת נכללת במסגרת הפיקוח של דיני ניירות ערך. בד בבד, טכנולוגיה עשויה לשנות את האופן בו מיושמים דיני ניירות ערך,³ והוועדה מכירה בצורך לבחון ביצוע התאמות בדיון, בין במסגרת האסדרה הקיימת בין בדרך של אסדרה חדשה.

בחינה כאמור תתבצע על בסיס התפתחויות בשוק, ניסיון מצטבר ברשות ובגופים רגולטוריים נוספים ושינויים רגולטוריים במדינות נוספות, ככל שיהיו, ובשים לב למאפייניהם ולסיכונם העולים מהם.

בחינה שכזו תעסוק בין היתר בשאלת הרחבת מנדט הרשות גם לנכסים קריפטוגרפיים שאינם נכנסים לתחולת חוקי ניירות ערך כיום. יתכן שהתפתחויות כאלה ואחרות יובילו לכך שקיום

³ ראו לשם השוואה: [הוראת הרשות לבעלי רישיון בקשר למתן שירותים תוך שימוש באמצעים טכנולוגיים](#) (23 ביוני 2016).

תכליות החוק ובראשן השמירה על ענינו של ציבור המשקיעים תחייב חקיקה שתרחיב את מנדט הרשות גם לקבוצה זו. הרחבת המנדט יכול שתבצע על ידי תיקונים והתאמות לחקיקה הקיימת או על ידי יצירת הגדרה מסגרת אסדרה ייחודית עבור נכסים מסוג זה.

כאמור, ההמלצות המובאות בדו"ח הסופי גובשו לאחר בחינת הערות הציבור ועל בסיס סקירה מקיפה של המצב המשפטי בעולם ודרכי התמודדות של רגולטורים אחרים עם התופעה, וכן אפיון הפעילות הן של יזמים והן של משקיעים בתחום הנכסים הקריפטוגרפיים בישראל.

2. התפתחויות בתחום הנכסים הקריפטוגרפיים

בתקופה שחלפה מאז פרסום דו"ח הביניים חלו התפתחויות משמעותיות בתחום הנכסים הקריפטוגרפיים. התפתחויות אלה נוגעות הן למצבו של שוק הנכסים הקריפטוגרפיים והן למישור הרגולטורי בעולם ובישראל. בחלק זה נתאר התפתחויות אלה.⁴

2.1 התפתחויות בשוק הנכסים הקריפטוגרפיים

דו"ח הביניים שפורסם במרץ 2018 סקר את תעשיית הנכסים הקריפטוגרפיים, ועסק בהתפתחויות שאירעו עד לסוף שנת 2017. כמצופה בתחום חדש ומתפתח המבוסס על טכנולוגיות חדשות, בתקופה שחלפה מאז פרסום דו"ח הביניים חלו התפתחויות ותמורות בשוק זה, החל בטכנולוגיות עצמן, דרך אופי ומגוון השירותים המוצעים, הרכב הפעילים והשחקנים בתחום, דפוסי הפעילות והמימון ותעשיות הלוויין שהתפתחו סביבו. בחלק זה נסקור את המגמות המרכזיות לדעתנו ואת ההתפתחויות הנגזרות מהן.

המגמה המרכזית לה קיימת חשיבות רבה מנקודת מבטו של דוח זה הינה העובדה כי ניתן לראות ירידה ניכרת בגיוסים בשיטה של ICO וכי הגיוסים לתחום זה בעולם המערבי נעשים כיום בעיקר ממשקיעים מתוחכמים ובהנפקה של נכסים קריפטוגרפיים הנכללים בהגדרת נייר ערך (STO) בהתאם לכללי הרגולציה. מגמה זו לוותה גם בירידות חדות בשווי השוק של הנכסים הקריפטוגרפיים ובמגמות נוספות.

להלן יפורטו ההתפתחויות העיקריות בשוק בשנה האחרונה ולאחריהן הגורמים העיקריים להתפתחויות אלה ומגמות נוספות המאפיינות את התחום.

2.1.1 התפתחויות מרכזיות

- **ירידה בשווי השוק ובהיקפי המסחר בנכסים קריפטוגרפיים** - בסוף שנת 2017 שווי שוק הקריפטו הגיע לשיא של מעל 800 מיליארד דולרים (ביטקוין היווה אז 30-40% משווי שוק זה). בימים אלה שווי השוק נמצא ברמות נמוכות בהרבה, ונע סביב 100 מיליארד דולרים (ביטקוין מהווה 55% ממנו)⁵. אחד ממאפייני ירידה זו היה ירידות גורפות של רוב הנכסים עם קורלציה גבוהה ביניהם. יש הרואים בכך "התפוצצות בועה" כלומר התפקות השוק לאחר התנפחות בערכם של הנכסים הקריפטוגרפיים הרבה מעבר לשוויים האמיתיים. גם במחזורי המסחר ניכרת ירידה, כאשר בתקופת השיא מחזורים אלה היו כמה עשרות מיליארדי דולרים ביום ואילו כיום הם עומדים על כ- 10-20 מיליארד. ניתן לראות גם עלייה בתנודתיות המחירים, שהיא גם גבוהה משמעותית ביחס לרוב הנכסים המסורתיים.

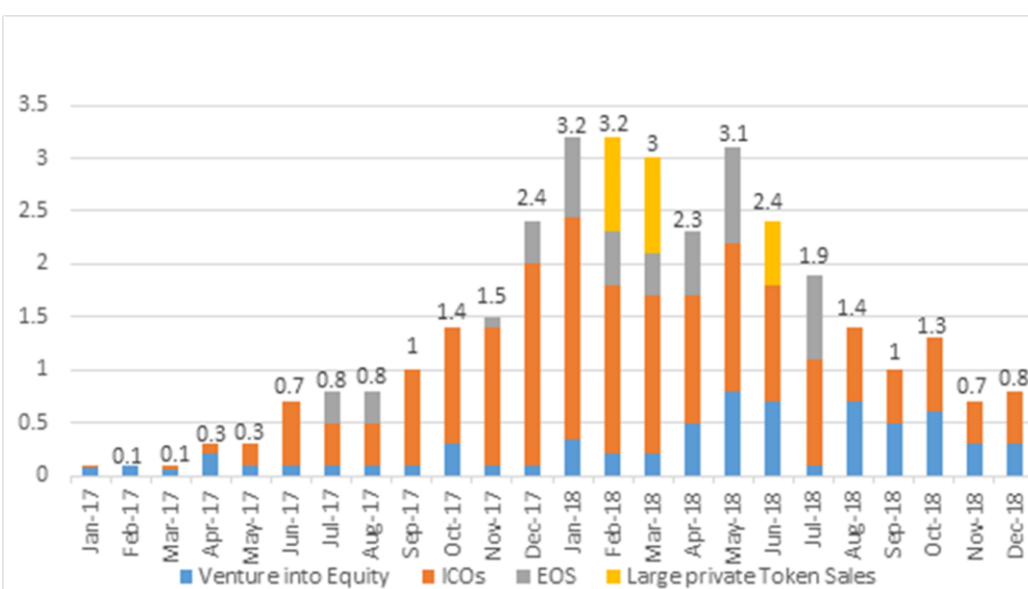
⁴ במהלך השנה האחרונה פורסמו דוחות ונתונים רבים המספקים מידע על תחום זה. יחד עם זאת, קשה להעריך את טיב הנתונים ויתכנו סתירות בין המקורות השונים. פרק זה מבוסס על מידע שנאסף מהמקורות השונים ומעדויות שהובאו בפני הועדה.

⁵ לפי CoinMarketCap

כך למשל סטיית התקן של השינוי היומי בביטקוין (במונחים שנתיים) עלתה מ-75% בשנת 2017 ל-85% בשנת 2018 (למרות תקופה מסוימת בה המחירים היו יציבים יחסית).⁶

● **ירידה בהיקפי הגיוסים** – בתחילת שנת 2018 נמשכה מגמת ההתגברות שהחלה במחצית השנייה של 2017. סך הגיוסים שהושלמו בשנת 2018 עמד על כ-20 מיליארד דולר במעל 1,000 הנפקות (מקורות שונים דיווחו על סכומים שונים בהתאם למתודולוגיית החישוב), שרובן הושלמו במחצית הראשונה של השנה (חלקן החלו עוד ב-2017).⁷ נתון זה כולל מכירות פרטיות ו pre-ICOs המהווים חלק ניכר מהיקפי הגיוס. כמו כן הנתון מורכב מכמה גיוסים גדולים במיוחד כמו EOS (4.2 מיליארד שגויסו לאורך כשנה) וטלגרם (1.7 מיליארד במכירה פרטית). במחצית השנייה של שנת 2018 הדיווחים מעידים על ירידה משמעותית בהיקפי הגיוס, אם כי עדיין מדובר במאות מיליוני דולרים בחודש (מעדויות עולה כי מרבית גיוסים אלה מתבצעים בפועל באסיה). מעבר לכך נראה כי בעת האחרונה גיוסי ה-ICO במדינות המערב התמעטו באופן ניכר ורובם חסומים למשקיעים בארה"ב או מיועדים למשקיעים כשירים בלבד. לצד זאת קיימת התגברות בגיוסים של נכסים קריפטוגרפיים הנכללים בהגדרת נייר ערך (STO) עליהם יורחב בהמשך. כמו כן, במהלך השנה האחרונה דווח על גידול בהיקף גיוסי ה-Equity מקרנות הון סיכון והם תופסים נתח נכבד יותר מהיקפי הגיוס לחברות בלוקצ'יין. לפי נתוני חברת Autonomous Next גויסו בשנת 2018 מעל 5 מיליארד דולרים בגיוסי Equity מקרנות הון סיכון לעומת כ-2 מיליארד דולר בשנת 2017.

תרשים 1: היקפי גיוסים לתחום הבלוקצ'יין, 2017-2018

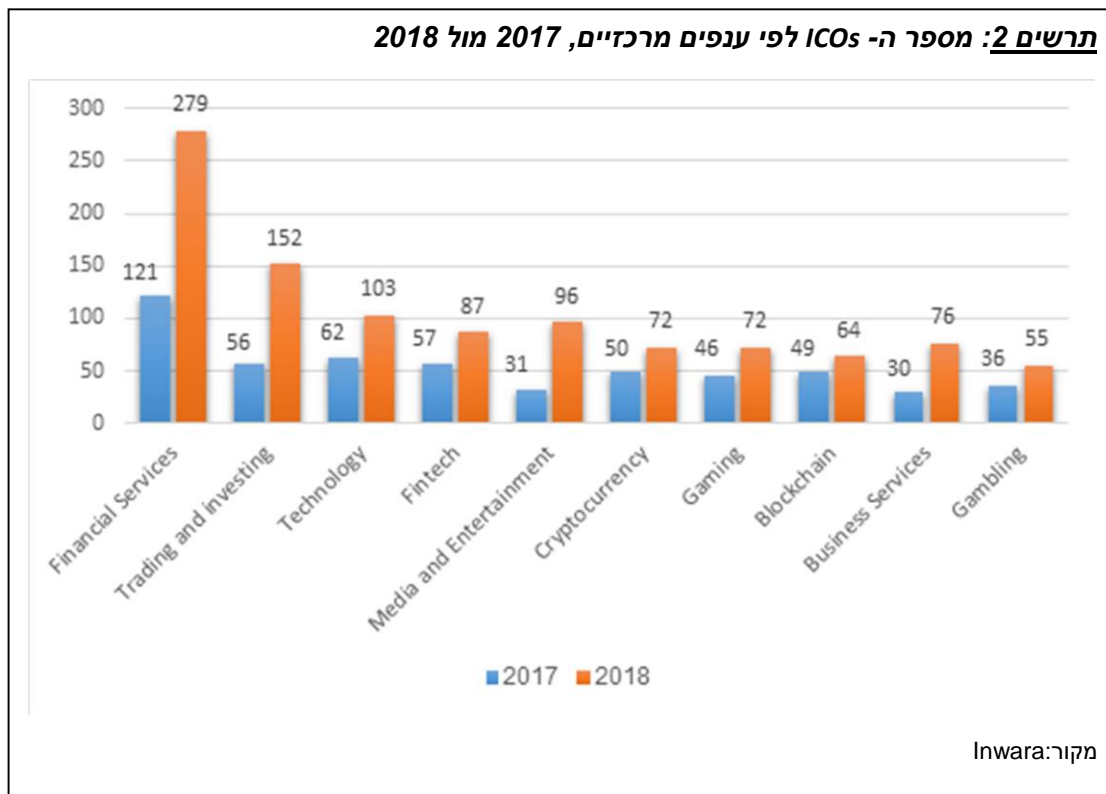


מקור: Autonomous Next

⁶ זאת בהשוואה לסטיית תקן של 25% במוצע בסחורות הנפוצות (המקסימלית היתה בגו טבעי עם 48%), 30% במוצע במניות במדד הנאסד"ק (59% במקסימלית) ו-11% במוצע בשערי החליפין של כלל המטבעות (עם המטבע של ונצואלה כחריג בולט עם 528% והבא אחריו עם 64%). לפי נתוני בלומברג.

⁷ לפי נתוני coinschedule

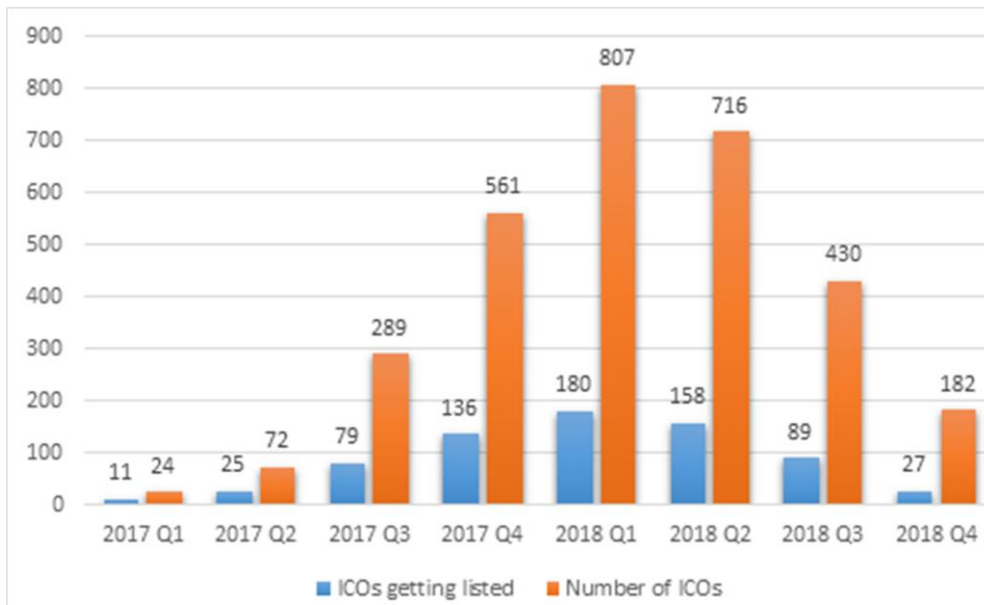
גם בסוגי החברות המגייסות חלו שינויים. מנתוני חברת Inwara המוצגים בתרשים 82 עולה כי אף שחלה עלייה בכמות ההנפקות בכל הענפים, עלייה משמעותית יותר ניכרת בתחומי התקשורת, השירותים הפיננסיים והמסחר, ואילו בפיתוחים הקשורים לתשתיות בלוקציינ ולנכסים קריפטוגרפיים העלייה ניכרת פחות.



במספר ההנפקות ניתן לראות מגמת עליה ברורה אף יותר עד לרבעון הראשון של 2018 בו לפי נתוני Inwara היו מעל 800 הנפקות, ואחריה מגמת ירידה עד לרבעון האחרון של 2018, בו היו 182 הנפקות. לצד מגמה זו ניתן גם לראות כי מספר הרישומים של נכסים קריפטוגרפיים למסחר נמצא במגמה דומה, וברבעון האחרון ניכרת ירידה משמעותית אף יותר עם 27 נכסים בלבד שנרשמו למסחר. ניתן לראות זאת בתרשים 3.

⁸ הנתונים בתרשימים 2-4 לקוחים מהדו"ח השנתי של חברת Inwara והם אינם בהכרח תואמים לנתונים שהוצגו לעיל. כאמור בהסתייגות לעיל, אין מרשמים או ספקים רשמיים ומהימנים לנתונים על התעשייה ובפועל יש סתירות בין הדיווחים והנתונים המפורסמים ע"י גורמים שונים.

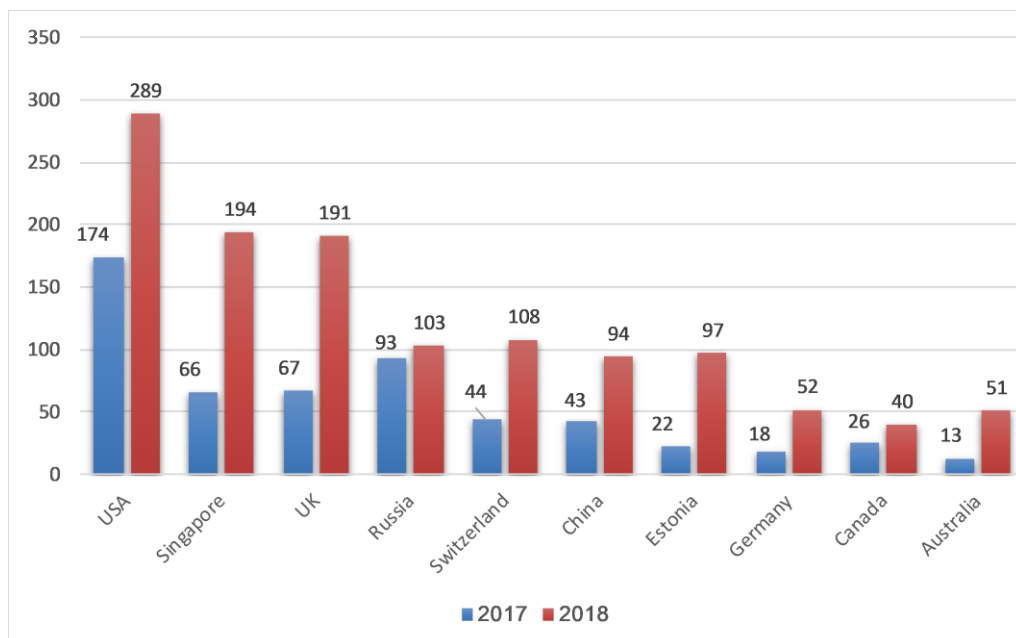
תרשים 3: מספר ה- ICOs הרשומים לפלטפורמות מסחר לפי רבעונים, מול 2017



מקור: Inwara

בחלוקה לפי מדינות נראה כי ארה"ב מובילה בפער משמעותי כמקור להנפקות ICO ואחריה סינגפור ובריטניה.⁹

תרשים 4: מספר ה- ICOs לפי מדינות, מול 2017



מקור: Inwara

⁹ המקור אינו מפרט על מתודולוגיית החלוקה לפי מדינות. למתודולוגיות שונות עשויה להיות השלכה משמעותית (כך למשל אם מתייחסים למקום בו מוקם מרכז הפיתוח ובו יושבת ההנהלה לעומת המקום בו מוקמת הישות המשפטית)

- פלטפורמות מסחר** – למרות הירידה במחזורי המסחר, במהלך השנה האחרונה המשיכו להיפתח פלטפורמות מסחר לנכסים קריפטוגרפיים. בעוד רוב המסחר מתקיים בכמה פלטפורמות מסחר מרכזיות, קיימות מאות פלטפורמות מסחר לנכסים קריפטוגרפיים (רובן אינן מיועדות ל-Security Tokens, להרחבה ראה בהמשך). על פי דו"ח של חברת TokenInsights¹⁰ שבחן מעל 400 פלטפורמות מסחר ניכר גידול מתמשך במספר הבורסות (אם כי בקצב נמוך מעט מ-2017), רובן באסיה ובאירופה. עם זאת, מנתוני הדו"ח עולה כי כ-50% מהמסחר העולמי מתבצע ב-6 פלטפורמות בלבד, כ-75% ממנו בפלטפורמות הרשומות באירופה או באסיה ורק 10% בארה"ב.

שנת 2018 היתה בולטת גם בהיבט של פריצות לפלטפורמות המסחר. לפי דו"ח של חברת CipherTrace¹¹, נכון לרבעון השלישי של 2018 נגנבו נכסים קריפטוגרפיים בשווי של קרוב למיליארד דולרים בשנה זו, פי 3.5 משנת 2017.

במאמץ להתמודד עם תהליכים אלה הוצגו בשנה זאת חידושים הן בבורסות הוותיקות הן בחדשות. הוותיקות החלו לייצר תמריצים שונים לשימור לקוחותיהן, כגון הנפקת טוקנים המעניקים הנחה בעמלות או טוקנים המזכים בחלק מההכנסות, וכן החלו להנפיק מטבעות יציבים (stablecoins עליהם יפורט בהמשך) המאפשרים הצמדה לפיאט ללא צורך להמיר אליו את הנכסים הקריפטוגרפיים. במקביל המשיכו להתפתח פלטפורמות מסחר מבוזרות (DEX)¹² או היברידיות¹³, פלטפורמות המאפשרות מסחר ממונף בנכסים קריפטוגרפיים ופלטפורמות המיועדות למסחר ב-Security Tokens (עליהן יפורט בהמשך).

מנתוני חברת TokenInsights עולה כי מספר הפלטפורמות המבוזרות¹⁴ גדל משמעותית בשנה האחרונה והן מהוות קרוב ל-20% ממספר פלטפורמות הקריפטו הקיימות. לעומת זאת היקפי המסחר בהן עדיין נמוכים והן אחראיות לכאחוז אחד בלבד מסך המסחר בנכסים קריפטוגרפיים, זאת לאחר שהיקפי המסחר בהן ירדו באופן ניכר ביחס ליתר פלטפורמות המסחר מהלך השנה.

עוד ניתן לציין את השימוש הגובר של מיזמים בחוזים חכמים הכוללים מנגנוני רזרבה. אלה מאפשרים למשתמשים למכור או לקנות נכסים קריפטוגרפיים גם בנכסים בהם הנזילות נמוכה, באמצעות מסחר מול חוזה חכם המכיל רזרבות של הנכסים ומחשב את המחיר לפי אלגוריתם. מנגנון זה יכול להיות שירות המובנה במיזם או להתבסס על פלטפורמה חיצונית (יש המסווגים פלטפורמות אלה כסוג של DEX).
- קרנות קריפטו** – ישנן עדויות סותרות לגבי תחום הקרנות, מצד אחד נראה כי קרנות חדשות ממשיכות להיפתח בקצב מהיר למרות הירידות בשוק, ואילו מנגד קרנות ותיקות יותר נסגרות (או צפויות להיסגר). לפי חברת crypto fund research בשנת 2017 הוקמו

¹⁰ 2018 Cryptocurrency Exchange Annual Report

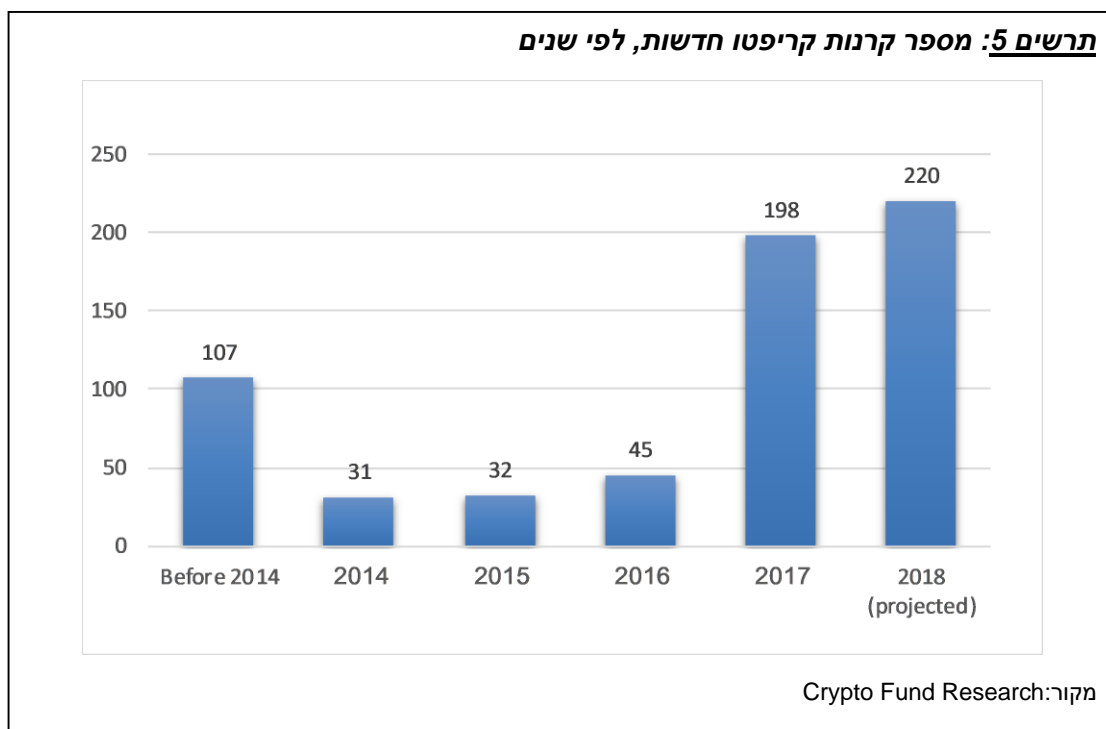
¹¹ CRYPTOCURRENCY ANTI-MONEY LAUNDERING REPORT

¹² פלטפורמות ללא גורם מרכזי העושות שימוש בחוזים חכמים ומאפשרות מסחר בין ארנקים פרטיים

¹³ פלטפורמות המשלבות מוטיבים של פלטפורמות ריכוזיות ומבוזרות

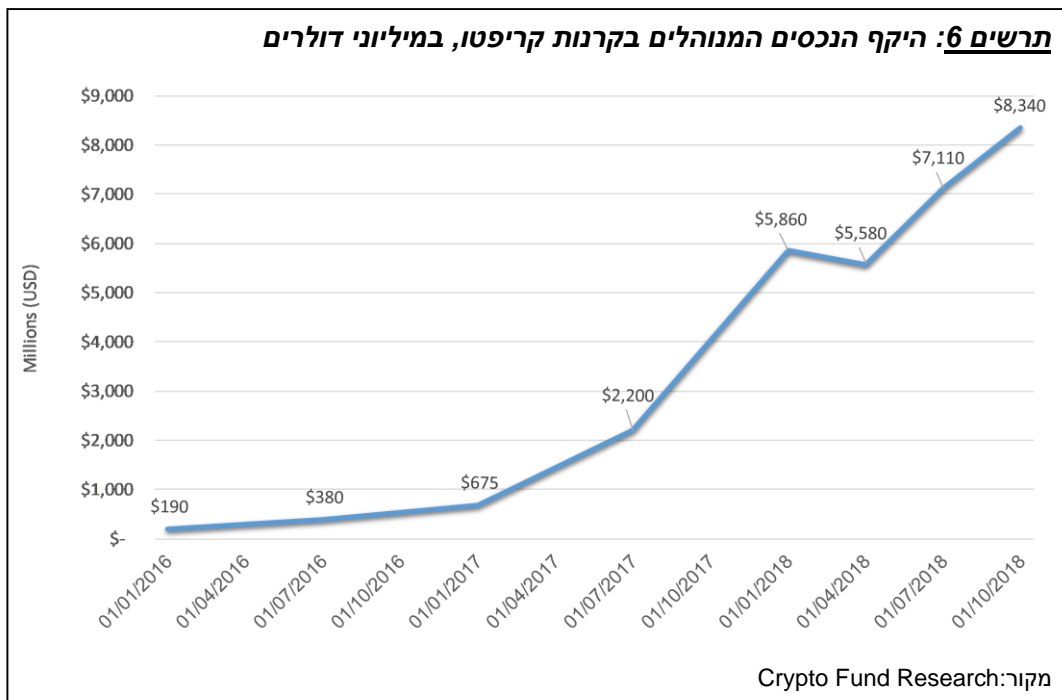
¹⁴ נראה כי נתונים אלה כוללים גם פלטפורמות מסחר היברידיות וכן פלטפורמות העושות שימוש במנגנוני רזרבה כפי שמתואר בהמשך.

קרוב ל- 200 קרנות בתחום¹⁵ (פי שלושה משנת 2016) והם מעריכים כי בשנת 2018 הוקמו מעל 200 קרנות (על פי נתוני הרבעון השלישי). על פי נתונים אלה פועלות כיום מעל 600 קרנות, רובן מוגדרות כקרנות גידור או קרנות VC, כמחציתן הוקמו בארה"ב ורובן קטנות יחסית עם נכסים מנוהלים בני פחות מ-10 מיליון דולר.



לפי נתוני החברה גם בהיקף הנכסים המנוהלים חל גידול משמעותי, בשנת 2017 נכסים אלה צמחו מכ- 700 מיליון דולר לכמעט 6 מיליארד דולר (חלק ניכר בגין העלייה במחירי הנכסים הקריפטוגרפיים), ובשנת 2018 הם צמחו ליותר מ-8 מיליארד דולר (למרות הירידות בשוק).

¹⁵ cryptocurrency funds, blockchain funds, or digital asset funds

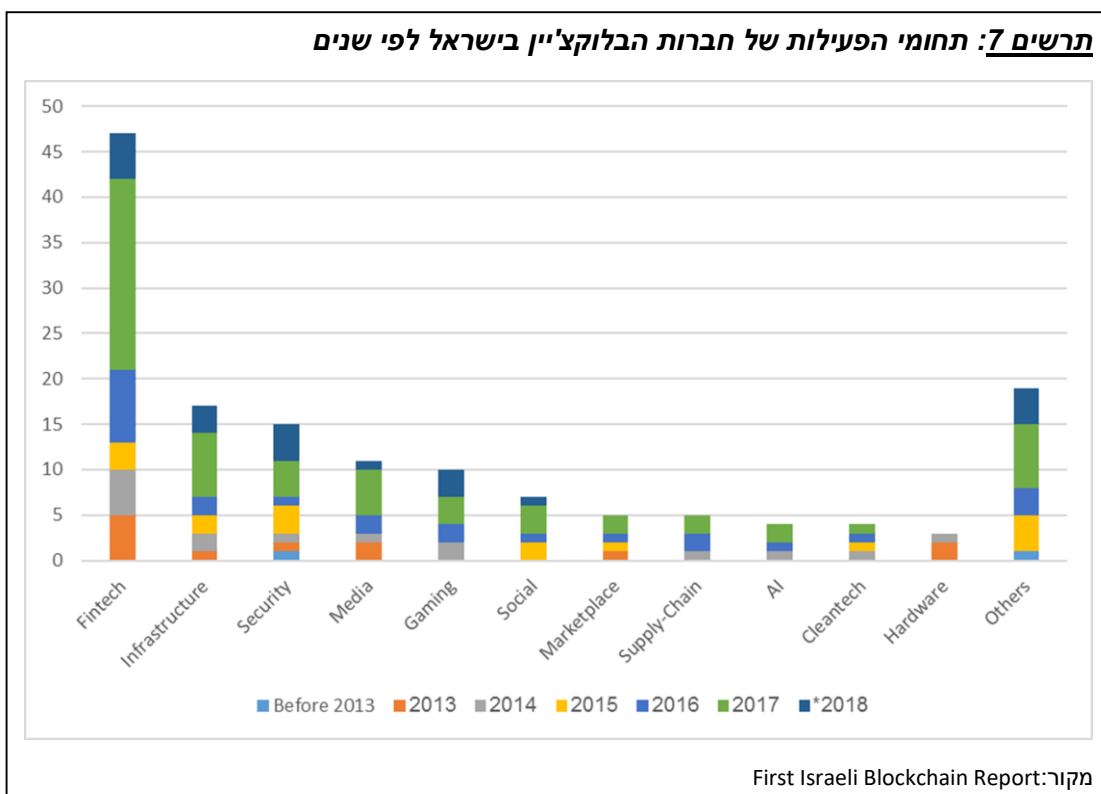


נתונים אלה אינם כוללים את ההשקעה של הקרנות הוותיקות יותר שלא באמצעות קרנות ייעודיות. על פי דו"ח של חברת cryptofundslist שפורסם באוקטובר 2018¹⁶, ישנן כ- 550 קרנות קריפטו ייעודיות ו- 380 קרנות ותיקות המשקיעות בתחום, כ- 70% מהן הינן קרנות VC. כמו כן, לפי דו"ח זה קיימות 38 קרנות אינדקס ו- 34 קרנות שהאחזקה בהן מתבצעת באמצעות טוקנים.

לצד נתונים אלה יש לציין כי היו גם קרנות שנסגרו. אחת המוכרות שבהן היא קרן האינדקס שהוקמה על ידי coinbase במרץ 2018, עלתה לאוויר ביוני, ונסגרה כבר באוקטובר לאחר ארבעה חודשי פעילות בלבד (עם תשואה שלילית של 26% לעומת ירידה של 1.2% בלבד במחיר הביטקוין באותה תקופה). גורמים בשוק טוענים שחלק גדול מהקרנות צפוי להיסגר בסוף השנה מחמת רווחים נמוכים היות שמנהליהם לא יזכו לעמלת רווח (performance fee) עבור שנה זו, המהווה חלק ניכר מהכנסתם.

¹⁶ The state of Crypto Funds

- התעשייה בישראל** - נתונים שפורסמו על ישראל על ידי חברת one alpha באוקטובר¹⁷ מעלים כי בשנתיים האחרונות גויסו על ידי מיזמים ישראלים כ-1.2 מיליארד דולרים ב-79 ICOs המהווים נתח משמעותי מסך הגיוסים ביחס לגודל המדינה. מתוכם גויסו 586 מיליון בשנת 2017 ו-606 מיליון בשלושת הרבעונים הראשונים של 2018. בנוסף דווח כי מיזמים ישראלים גייסו 163 מיליון דולר ב 48 גיוסי Equity¹⁸. כמו כן, הדו"ח מציין כי נכון למועד פרסומו הוקמו בישראל 4 קרנות קריפטו, אחת בשנת 2017 ושלוש לפני שנת 2013 (מעדויות עולה כי ישנן קרנות רבות אחרות הפעילות בישראל), וכי נכון למועד הפרסום פעלו במדינה 147 חברות בלוקצ'יין¹⁹, רובן מספקות פתרונות מתחום הפינטק, תשתיות ואבטחה. להלן תרשים המתאר את מספר החברות לפי שנת הקמתן והתחום בו הן פועלות:



דו"ח מוקדם יותר של EY מדצמבר 2017 הצביע על כך שישראל נמצאה במקום החמישי בעולם בהיקף גיוסי ה-ICO²⁰.

¹⁷ "First Israeli Blockchain Report", One alpha, First.

¹⁸ לשם השוואה, סכום דומה גויס בהנפקות ראשוניות (IPO) בבורסה בישראל במהלך השנתיים האחרונות.

¹⁹ לפי איגוד הבלוקצ'יין הוקמו מעל 200 מיזמי בלוקצ'יין בישראל

²⁰ EY research: initial coin offerings (ICOs)

2.1.2 גורמים עיקריים

שני גורמים עיקריים עיצבו את ההתפתחויות והמגמות במהלך השנה.

- **הפער בין הציפייה להתממשות ההבטחה** – תעשיית הנכסים הקריפטוגרפיים, בדומה לתעשיות חדשות אחרות, צמחה בעיקר בזכות ההבטחה הטמונה בה. הפוטנציאל להביא לשיפור וליצירת ערך אמיתי אם ברמת מהפכה של ממש (שתשבש ותשנה את האופן בו מתנהלת המערכת הפיננסית מהיסוד) ואם בדרך של ייעול, הנגשה ושיפור של מוצרים ושירותים קיימים. למידה ולקצב בהם הבטחות אלה מתממשות יש השפעה משמעותית על האופן בו מתפתחת תעשייה זו. הביטקוין כחלוץ מטבעות הקריפטו נשא עמו את ההבטחה למטבע מבוזר שיכול לשמש כאמצעי תשלום. הביטקוין ומתחריו העיקריים עדיין לא הצליחו לבסס את מעמדם ככאלה, הן בשל התנודתיות הגבוהה בערכם והן בשל מגבלות טכנולוגיות שונות, בניהן חוסר היכולת לסלוק היקפים משמעותיים בזמן קצר (Scalability), הצורך בעמלות גבוהות בתקופות בהן קיימת פעילות רבה, צריכת החשמל המשמעותית הדרושה לכרייה, ויכולת המעקב אחר זהות המחזיקים. מגבלות אלה נכונות גם לנכסים קריפטוגרפיים רבים אחרים שמטרתם אינה סחר חליפין. למגבלות אלה הוצעו פתרונות שונים בשנים האחרונות, הן בצורת נכסים תחליפיים המשתמשים בשיטות אחרות והן בצורת פתרונות חיצוניים. בקבוצה הראשונה ניתן לכלול למשל נכסים העושים שימוש במנגנוני הסכמה חלופיים כמו Proof of Stake (מודל ליצירת קונצנזוס הקובע את סדר הסליקה לפי היקף ההחזקה בנכס, חוסך את התחרות הבזבזנית על כוח החישוב ומאפשר סליקה מהירה וזולה יותר)²¹, Privacy coins (מטבעות בעלי יכולת גבוהה יותר לשמור על פרטיות המשתמשים (בשיטות כמו zero knowledge proof)), והתפתחותם של ה-stable coins (מטבעות השומרים על יציבות בשל הצמדתם למטבע או סחורה, מתואר בהמשך). בקבוצה השנייה ניתן לכלול פתרונות תשלום וסליקה מבוזרים בשכבה שנייה (layer 2) המאפשרים ביצוע מהיר של עסקאות מחוץ לרשת (Off-chain) כשלב מקדים לרישומן בבלוקצ'יין כמו ה-Lightning network. מגבלה נוספת הינה החיבור עם העולם האמיתי, הן בהיבט המעבר בין כסף פיזי לנכסים קריפטוגרפיים והשימוש במערכת הפיננסית המסורתית, ועבור חלק מהנכסים גם בהיבט השימוש בחוזים חכמים מחוץ לעולם הנכסים הקריפטוגרפיים כך שהם יפעלו על פי אירועים בעולם האמיתי (מצב זה מצריך מתווך בר סמכא, המכונה oracle, ובתעשייה פועלים בניסיון לפתח מנגנונים אמיינים שיאפשרו לנהל את התהליך באופן אוטומטי).
כמו כן, רבים מהמיזמים שגייסו במהלך שנת 2017 כשלו בעמידה בהבטחותיהם ובלוחות הזמנים המתוכננים, ורבים אף נעלמו מהמפה. חלקם מאחר שלא הצליחו לפתח את השירות המובטח, בחלקם המוצר או השירות שפותח לא הצליח להביא לאימוץ מספק ולשימוש ממשי, וחלק גדול מהם הוכרזו כהונאות.

²¹ בעוד רשת Ethereum עדיין לא יישמה פתרון זה (נמצא בשלבי פיתוח ולאחרונה נדחה מועד ה-Fork), רשתות מתחרות כמו EOS המשתמשת ב- Delegated Proof Of Stake ועלתה לאוויר לאחרונה, החלו לצבור תאוצה. ראוי לציין כי קיימים מנגנוני הסכמה נוספים וכי גם על מנגנון ה-POS קיימת ביקורת רבה.

נתונים ממקורות שונים מדברים על היקפים שונים. בדו"ח שפורסם ע"י Satis group ביוני 2018²² נטען כי 78% מההנפקות זוהו כתרמיות (מקורות אחרים²³ מדווחים על שיעור נמוך בהרבה בן 20%), 7% נוספים זוהו ככישלונות (חלקם החזירו את כספי הגיוס) ורק 15% הגיעו לכדי מסחר בפלטפורמות, כאשר מחציתן סומנו כהצלחות (לפי מקורות אחרים מעל 50% נכשלו בגיוס או הפסיקו את פעילותן²⁴). לעומת זאת מתוך סכומי הגיוס המספרים נראים אחרת: רק 11% מהסכום גויס במיזמים שזוהו כתרמיות ואילו כ- 70% גויסו למיזמים שהגיעו למסחר.

נתונים שפורסמו ע"י חברת EY באוקטובר 2018 שניתחו 141 הנפקות ICO משנת 2017 הראו כי 86% מהם נסחרות במחיר נמוך ממחיר ההנפקה ו- 30% הפסידו את כל ערכן. עוד צוין בדו"ח זה כי מתוך 86 חברות שהנפיקו ב- 2017 ל- 13% מהחברות יש מוצר עובד ול- 16% נוספות יש prototype (שיעור נמוך לטענתם ביחס לסטארטאפים במימון VC לאחר שנה מהקמתם).²⁵

במחקר שבוצע באוניברסיטת פנסילבניה²⁶ נמצא כי ברוב ההנפקות שנבחנו, הבטחות שפורטו ב- whitepaper לא קיבלו ביטוי בקוד החוזים החכמים של המיזם (כמו היכולת לבצע שינויים בקוד ע"י המנפיק, ניהול ההיצע של הטוקנים או אכיפת תקופת ה- vesting). לצד נתונים אלה יש לזכור כי מדובר בתחום חדשני ללא אסדרה מלאה בו רבים מהגיוסים נעשו על סמך רעיון בלבד, וכי שיעורי הכשל מתקרבים לאלה המיוחסים לחברות טכנולוגיה בשלבי צמיחה דומים.²⁷

● **הרגולציה** – הסביבה הרגולטורית היא מרכיב משמעותי להתפתחותה של תעשייה בכלל ותעשייה פיננסית בפרט. משקלו של מרכיב זה עולה ככל שהיקפי הפעילות ומעגלי מגלי העניין בה מקרב הציבור מתרחבים. גישת הרגולציה לתחום אינה אחידה על פני מדינות שונות, אך נראה שבחלוף הזמן מתחדדות העמדות ועמן גם ההבדלים והקווים המשותפים לגישות אלו. כפי שמפורט בהרחבה בפרק המגמות הרגולטוריות, מדינות שונות בעולם ובראשן ארה"ב (ה- SEC) הביעו בשנה האחרונה עמדה תקיפה יחסית כלפי תחום הנכסים הקריפטוגרפיים והנפקתם. עמדה זו הובעה בהצהרות ונאומים רבים של נציגים בכירים ב- SEC ולפיה רוב הנפקות של נכסים קריפטוגרפיים לציבור (ICOs), אם לא כולן, מהוות הנפקה של ניירות ערך וצריכות לעמוד בכללי הרגולציה²⁸. ה- SEC גם הגבירה את מאמצי האכיפה שלה בתחום ובמסגרת זו הקימה יחידת סייבר שמטרתה העיקרית הינה אכיפה

²² "CRYPTOASSET MARKET COVERAGE INITIATION: NETWORK CREATION", Satis group

²³ "Crypto Utopia", Autonomous Next, "First Israeli Blockchain Report", One alpha, First

²⁴ "Crypto Utopia", Autonomous Next

²⁵ EY study: Initial Coin Offerings (ICOs) The Class of 2017 – one year later

²⁶ Cohney, Shaanan and Hoffman, David A. and Sklaroff, Jeremy and Wishnick, David, Coin-Operated Capitalism (July 17, 2018). Columbia Law Review, Forthcoming; U of Penn, Inst for Law & Econ.

²⁷ ראוי ציין כי ישנם מיזמים שעד כה נראה כי עומדים בציפייה של המשקיעים, כאלה שכבר השיקו מוצרים ופלטפורמות פעילות ואחרים הפועלים להשלים את הפיתוח ולהביא בשורה אמיתית למשתמשים.

²⁸ באחד מנאומים אלה ציין ראש מחלקת התאגידים של ה- SEC כי אתריום אינו מהווה נייר ערך כיום בשל היותו מבוזר מספיק.

של תחום זה.²⁹ בשנה האחרונה נשלחו מאות פניות ובקשות מסמכים למיזמים שונים בתחום והחלו תהליכי אכיפה רבים (גם מצד ה-CFTC) הן כלפי מנפיקים והן כלפי פלטפורמות מסחר.³⁰

מן הצד הנגדי ישנן מדינות בהן נמשכו הניסיונות למשוך יזמים לבצע ההנפקות ולהקים פלטפורמות מסחר, בין היתר ע"י דיאלוג שוטף עם יזמים, מתן הקלות מס וקביעת תחום רחב יותר של נכסים קריפטוגרפיים שאינם נדרשים לעמוד בכללי הרגולציה.³¹ ההתפתחויות והעמדות הרגולטוריות הובילו כמצופה גם לשינויים באופן בו פועלת התעשייה. החל מפעילות במקומות ובגבולות שהרגולציה מאפשרת (למשל הנפקה במקומות כמו שוויץ, סינגפור וגיברלטר) וכלה בהגבלת הפניה למשקיעים כשירים בלבד ולהצעת מוצרים שמתרחקים מגבולות ההגדרה של ניירות ערך (ראה פירוט בהמשך).

2.1.3 מגמות בהתנהלות השוק

הגורמים שתוארו לעיל הינם לדעתנו בעלי משקל רב בעיצוב התפתחויות ומגמות נוספות שהתרחשו בשנה האחרונה. ברור שמתקיימת מערכת של השפעה הדדית והיזון חוזר בין ההתפתחויות והמגמות, אך לטובת התיאור והדיון אנו מביאים אותם בנפרד.

- **צינון ההתלהבות (hype)** – במהלך שנת 2017, לצד עליות מחירים משמעותיות בנכסים קריפטוגרפיים, תחום זה זכה להד תקשורתי נרחב, עם התבטאויות של דמויות ציבוריות רבות והפך לנושא שיחה יומיומי בכל רחבי העולם. בקרב הפעילים בתחום רבו חלומות להתעשרות מהירה, בין אם כתמורה להשקעת כספים או מקידום יוזמות ורעיונות בזכות הטכנולוגיה החדשה והיכולת לגייס מהיר וקל יחסית. חלומות אלה לובו בין היתר על ידי סיפורי התעשרות מהירה, הציפייה כי תחום זה יממש במהרה את ההבטחות הגדולות הטמונות בו וכי קרוב היום בו הוא יאומץ ע"י הציבור הרחב. עקב כל אלה חלה התגברות משמעותית בהיקפי הגיוס במהלך שנה זו ובתחילת שנת 2018. במהלך שנת 2018, ירידות מחירים גורפות בשוק, לצד הבנה כי לא ניתן להתעלם מהרגולציה, ועם ההתפקחות לגבי יכולתם של נכסים קריפטוגרפיים לקיים את ההבטחה תוך זמן קצר, חלה גם הצטננות משמעותית בהתלהבות שאפיינה את 2017. הכותרות בתקשורת החלו להספיד את ה-ICOs ואת הביטקוין וסיפורי ההתעשרות התחלפו בסיפורים על הפסדים. הירידה בהתלהבות לוותה גם בירידה בהיקפי הגיוס ובשינויים מבניים בשוק שיתוארו בהמשך. ישנם גורמים שלא נרתעים מהירידות בשוק ומהתקררות ההתלהבות ואף מברכים עליהן. בניהם יש המאמינים כי בדומה לתהליכים שהיו בתקופת בועת הדוט קום, בעוד 2017 היתה שנה בה רבים התמקדו בעשיית רווחים מהירים ובהפרחת סיסמאות, השנה האחרונה והשנים הבאות יתמקדו בפיתוח השירותים ובבניית שירותים מבוזרים שיביאו ערך אמיתי למשתמשי קצה. אף שאין נתונים עדכניים על כך, יש המעידים כי קיימת עלייה מתמדת בהיקף ובאיכות הפיתוחים והמפתחים בתחום ובהיקפי התרומה לקוד פתוח

²⁹ בשנת 2018 דווח על 19 פעולות אכיפה של ה-SEC בתחום (לעומת 5 בשנת 2017).

<https://www.sec.gov/spotlight/cybersecurity-enforcement-actions>

³⁰ ראוי גם לציין כי עד כה ה-SEC המשיכה לסרב לבקשות להנפקת ETFs על נכסים קריפטוגרפיים.

³¹ ראה הרחבה בפרק מגמות בזירה הבינלאומית

באתר שיתוף הקוד Github (אינדיקציה המשמשת חלק מהמשקיעים להערכת פרויקטים תוך שימוש בפלטפורמות המאפשרות מעקב על כך).

- **קשיים לחברות שגייסו בעבר** – כפי שתואר בהרחבה בדו"ח הביניים, חברות שגייסו בהנפקות מטבע עשו זאת במידה רבה תמורת נכסים קריפטוגרפיים אחרים (בעיקר ביטקוין ואתריום). נכסים אלה ספגו ירידות משמעותיות וחברות שלא המירו חלק ניכר מההנכסים לכסף FIAT סמוך להנפקה נקלעו למצב בו הכספים הזמינים לצורך פעילותן מצומצמים בהרבה מסכום הגיוס הראשוני. עדויות בשוק מצביעות על קשיים של חברות אלה להשלים את הפיתוח ולשלם משכורות לעובדיהן.

- **הנגשה לגופים מוסדיים** - אחד הנושאים המדוברים בשנת 2018 היה הציפייה לכניסתם של גופים מוסדיים מסורתיים להשקעה בנכסים קריפטוגרפיים. עד כה נראה כי עיקר ההשקעות הגדולות מגיעות מכיוון של קרנות הון סיכון וקרנות גידור, וכי גופים גדולים המנהלים כספי אחרים עדיין לא נכנסו לתמונה באופן ניכר. גם הציפייה כי החוזים על הביטקוין שהושקו בסוף 2017 יביאו עמם אימוץ מוסדי טרם מומשה משמעותית (המחזורים בחוזים אלה, על אף שגדלו בשנה האחרונה, עדיין קטנים ביחס למחזור בנכס הבסיס) ובכל מקרה הם אינם מהווים השקעה ישירה בנכסים קריפטוגרפיים. כך גם לגבי ניסיונות ההשקעה של קרנות ETF על הביטקוין שנדחו שוב ושוב ע"י ה-SEC בארה"ב (אם כי ישנם כלי השקעה מסורתיים העוקבים אחר נכסים קריפטוגרפיים, בעיקר באירופה, ולאחרונה הבורסה בשוויץ הכריזה כי תשיק ETP ראשון מסוגו על מספר נכסים קריפטוגרפיים)³².

אתגר לאימוץ מוסדי נרחב הינו היעדר רגולציה וכללים ברורים ומקובלים של התנהלות (Best Practice) בתחום. אחת הסוגיות, לאור כללי הרגולציה החלים על הגופים המוסדיים, הינה אופן האחזקה של נכסים אלה (קאסטודי) ועצם הליך רכישתם (כמו שימוש בארנקים דיגיטליים והעברות לבורסות ובחזרה). במהלך השנה היו כמה עדויות לכך שגופים שונים עובדים על פיתוח שירותים אלה. אחד הבולטים שבהם הינה קרן פידליטי הוותיקה, המנהלת מעל 7 טריליון דולרים, שהכריזה על הקמת חברה בת שתספק שירותי ניהול עסקאות וקאסטודי למשקיעים גדולים.³³

פרויקט מדובר נוסף בהקשר הינו יוזמה של ICE (השולטת בין היתר ב-NYSE). המיזם שנקרא Bakkt נועד להנגיש נכסים קריפטוגרפיים למשקיעים מוסדיים, לסוחרים (merchants) ולציבור הרחב, במסגרת מפותחת. במסגרת זו מתוכננת למשל הנפקה של חוזים עתידיים לתקופות קצרות (עד יום אחד) על ביטקוין עם העברה פיזית של נכס הבסיס (בניגוד לקיימים היום, אם כי עדיין לא אושרו ע"י ה-CFTC) יחד עם שירותי משמורת³⁴. אתגר נוסף לאימוץ של משקיעים בכלל ומשקיעים מוסדיים בפרט הינן רמות הנזילות ומידת התנודתיות של הנכסים בתחום. כפי שתואר לעיל התנודתיות בנכסים אלה עודנה גבוהה ביחס לנכסים מסורתיים. היקפי המסחר אף ירדו בשנה האחרונה, הוא מתחלק על

³² <https://cointelegraph.com/news/europe-leads-the-way-with-crypto-exchange-traded-products>

³³ גם בישראל פורסמה הכרזה דומה של אחד מבתי ההשקעות

<https://www.themarket.com/markets/1.5624976>

³⁴ <https://www.bakkt.com/index>

פני פלטפורמות מסחר רבות, ומרביתו מתקיים בנכסים בעלי שווי השוק הגדול יותר ובראשם הביטקוין. מצב זה עשוי גם להקשות על הגופים המוסדיים לבצע עסקאות גדולות המאפיינות את פעילותם (Block Trades).

- **רגולציה עצמית** - בדו"ח הביניים תוארו בהרחבה מנגנונים שונים שבאמצעותם מקיימת תעשייה זו רגולציה עצמית, כמו שימוש בשירותי ביקורת (Audit) וניהול קשר שוטף עם קהילת הרוכשים. לאור התהליכים שאירעו בשנה האחרונה ישנן עדויות לכך שהמשקיעים נעשו זהירים יותר, הם לומדים ומכירים את התחום יותר לעומק ומנהלים בדיקות נאותות מעמיקות יותר. כעדות לכך ניתן לראות כי בקמפוסים רבים בעולם נפתחו קורסים בנושא, העיסוק האקדמי הורחב ונעשים מחקרים רבים בתחום, ישנם גורמים המציעים שירותי ייעוץ וליווי למשקיעים, וישנם גופים ששמו להם למטרה להגביר את השקיפות ואיכות המידע בתחום³⁵. יש גם עדויות לכך שמיזמים הפונים לגייס עושים זאת באופן מסודר יותר ובדגש על קשר עם המשקיעים. הם פועלים בשקיפות רבה יותר³⁶ ומעניקים זכויות מרחיבות יותר לרוכשי הטוקנים (ראה פירוט בהמשך). ישנו דגש רב יותר גם מהיבט הליכי הכרת הלקוח (KYC) ומניעת הלבנת הון (AML). התעשייה מנסה לספק פתרונות מתוחכמים לתהליכים אלה, כמו טוקנים המאפשרים לשתף בצורה בטוחה פרטים על זהות המשתמש (Identity Tokens) או את האימות כי מדובר בגורם שזוהה כמשקיע כשיר (כדי לא לעבור על דיני ניירות ערך), וכלים לניתוח, זיהוי ומעקב אחר תנועת הנכסים על גבי רשתות DLT.

בשווקים המשניים קיימות עדויות לכך שפלטפורמות המסחר המערביות לא מקבלות ואף הסירו ממסחר טוקנים "חשודים" כניירות ערך וכמוהן גם חברות שתכננו לבצע ICO אך חזרו בהן (והשיבו את הכספים שגויסו) תוך ציון הסיכון הרגולטורי כסיבה המרכזית. כמו כן ראוי לציין כי נשמעות קריאות רבות מקרב התעשייה לצורך ברגולציה על התחום (ובכלל זאת בהערות הציבור שהתקבלו לדו"ח הביניים), וכי רבים רואים ברגולציה מרכיב חיוני להצלחת התעשייה ולהימנעות מסימונה כ"מערב פרוע" רווי תרמיות. בעוד מיזמים רבים פונים להנפקה במדינות בהן הרגולציה מקלה יותר, הם גם מביעים חשש מסימונה ככאלה שאינם באמת מפוקחים.

- **שינויים מבניים באופן הגיוס** - ישנם גורמים בשוק שטוענים כי המגמות שתוארו לעיל, כמו הירידות בשווי השוק ובהיקפי הגיוס וכן השאיפה לרגולציה (עצמית או מנדטורית) הינן הן תוצרים והן גורמים של הליך טבעי של התבגרות התעשייה. תהליכים אלה הביאו לכמה שינויים מבניים באופן הגיוס. להלן הבולטים בהם³⁷:

- כפי שתואר לעיל, נראה כי מיזמים פועלים לרוב באופן שקוף יותר ומערבים את המשקיעים באופן פעיל יותר (בין היתר לגבי שחרור הסכומים המיועדים למפתחים וניהול הליך הגיוס באמצעות חוזים חכמים).

³⁵ לדוגמה Blockchain Transparency Institute

³⁶ בין היתר נטען כי מיזמים שאינם משתפים את הקוד שלהם, לרוב באתר שיתוף הקוד Github, יתקשו להצליח בגיוס.

³⁷ מבוסס על עדויות ודיווחים שונים, ביניהם: Initial Coin Offering – A strategic perspective, pwc

- דגש חזק יותר על היבטים רגולטוריים כמו יצירת ישות משפטית במדינה מתאימה, הקמת מנגנוני ממשל תאגידי, זיהוי משקיעים (ובכלל זאת Accreditation, AML, KYC).
- הטוקנים המוצעים מעניקים במקרים רבים זכויות מעבר לזכויות שימוש, כמו זכויות הצבעה ובעלות (כפי שיפורט להלן לעניין STO's).
- פניה למשקיעים כשירים ולקרנות לצורך הגיוס, בין אם באופן בלעדי או כשלב מקדים לגיוס פומבי, וכן ביצוע גיוסי Equity (קרי גיוס תמורת אחוזים ממניות החברה) טרם מכירת הטוקנים (יפורט בהמשך).
- השקעה מוגברת בהגנות סייבר החל משלב ה-ICO.
- הפחתת מאמצי השיווק האגרסיביים של ה-ICO.
- התמקדות מוגברת ביצירת קהילת משתמשים.
- שינוי מבנה הבונוסים, כמו הפחתת הבונוס למשקיעים הראשונים ומנגנוני vesting עבור משקיעים אלה מתוך הבנה כי הבונוסים גורמים למימושים מהירים של הטוקנים לאחר ההנפקה.
- שימוש מוגבר בהפצת נכסים קריפטוגרפיים חנם באמצעות Airdrops או פיצולים. כלים אלה מאפשרים שיווק מהיר וממוקד, משיכה של קהל משתמשים פוטנציאלי, שימור מחזיקים קיימים (כאשר הם מחולקים למחזיקים קיימים), כל זאת ללא גיוס כספים בצורה ישירה. השימוש בהם נעשה לעתים כחלק מתכנית לתגמול פעילויות כמו הצטרפות לקבוצות של המיזם במדיה החברתית והפצה של חומרי שיווק.
- **התחזקות ההישענות על קרנות השקעה ומשקיעים כשירים** – כאמור בדו"ח הביניים חלק ניכר מהגיוסים בתחום נעשים בשלב ה-Pre ICO כאשר המיזמים פונים לקרנות הון סיכון ולמשקיעים כשירים על מנת לגייס את רוב הסכום, ובמקרים רבים הם אף עוצרים בשלב זה ולא מגיעים לכדי ICO ציבורי. מגמה זו התחזקה בשנת 2018 וגורמים רבים מאמינים כי היא תמשיך להתחזק עקב הסיכון הרגולטורי שבהנפקה ציבורית בארה"ב, לצד היתרונות של הנפקה לגורמים אלה (כמו היותם מקצועיים יותר, מכירים יותר את תחום ההשקעות ומצריכים פחות התעסקות עם קבוצה רחבה של משקיעים). מקורות שונים דיווחו במהלך השנה על כך שקרוב ל-60% מהסכומים מגויסים באמצעות הנפקות פרטיות, לרבות חלק ניכר מההנפקות הגדולות של השנה, וכי בארה"ב רוב אם לא כל ההנפקות האחרונות הינן פרטיות (מעדויות עולה כי עובדה זו נכונה גם עבור מיזמים ישראלים).³⁸ מנתונים שנאספו ע"י Marketwatch³⁹ מתוך נתוני מאגר הדיווחים Edgar של ה-SEC עולה כי ב-2018 חלה עלייה משמעותית בהיקף ההנפקות הקשורות לנכסים קריפטוגרפיים⁴⁰, 287 חברות נרשמו ב-SEC לפטור שניתן לגיוס ממשקיעים כשירים בלבד (במסגרת REG D), והצהירו על הנפקות בהיקף של 8.7 מיליארד דולר. זאת לעומת 44 הנפקות כאלה בשנת 2017 בשווי מוצהר של 2.1 מיליארד דולר.

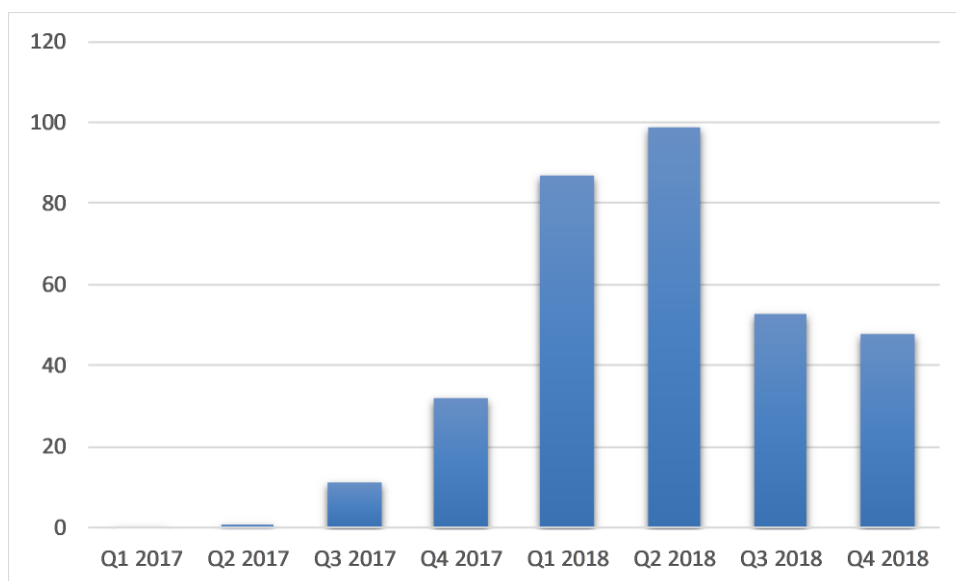
³⁸ על פי מקורות כגון Tokendata.io, coinschedule.com

³⁹ <https://www.marketwatch.com/story/icos-continue-to-raise-money-via-sec-back-door-2019-01-11>

⁴⁰ כאלה שכללו אחד מהביטויים: "saft", "initial coin offering", "token", "ICO", "coin".

בתרשים הבא ניתן לראות כי גם במקרה זה מספר הרישומים הגיע לשיא במחצית השנייה של השנה ואחריה חלה ירידה אם כי הנתון עדיין גבוה מזה שנרשם בסוף 2017.

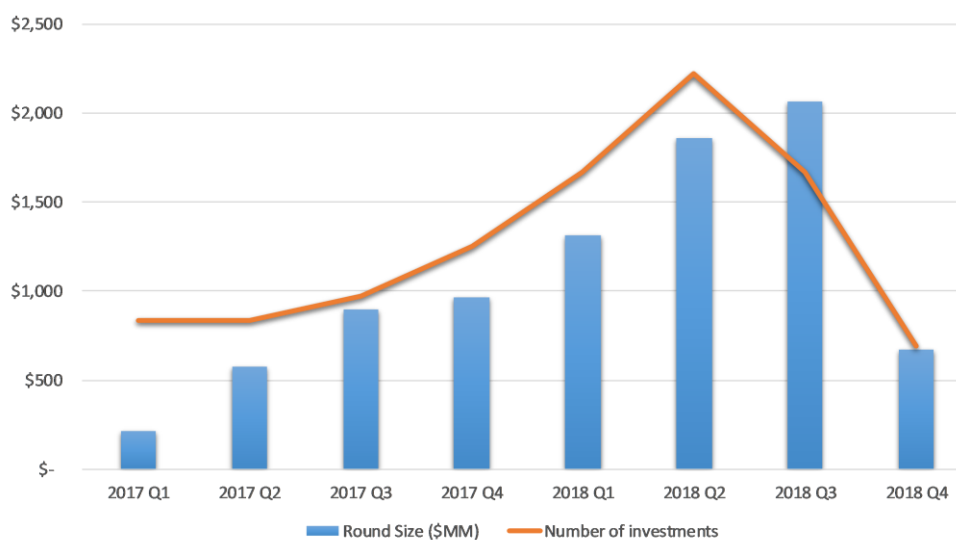
תרשים 8: מספר החברות הקשורות לנכסים קריפטוגרפיים שהגישו Form D



מקור: Marketwatch

לפי מקורות שונים חלה עלייה משמעותית גם בגיוסים מקרנות הון סיכון בשנת 2018 (ראה נתונים בחלק המפרט על התפתחויות בשוק הקרנות). כאמור לפי נתוני חברת Autonomous Next גויסו בשנת 2018 מעל 5 מיליארד דולרים בגיוסי Equity מקרנות הון סיכון לעומת כ-2 מיליארד דולר בשנת 2017. נתונים שפורסמו על ידי חברת Inwara מצביעים גם הם על עלייה משמעותית בגיוסים פרטיים בשנה האחרונה אך ברבעון האחרון, לצד הירידה בהיקפי גיוסי ה-ICO, ניתן לראות ירידה משמעותית של כ- 65% בגיוסים הפרטיים.

תרשים 9: מספר היקף ומספר הגיוסים בסבבים פרטיים



מקור: Inwara

- **הנפקת טוקנים המהווים נייר ערך (STO)** – המונח Security Token מתייחס לרוב לנכסים קריפטוגרפיים הנופלים תחת הגדרת נייר ערך. כאמור רגולטורים שונים בעולם ובייחוד בארה"ב הביעו עמדות ונקטו פעולות אכיפה המצביעות על כך שרוב הטוקנים, גם אלה הכוללים זכויות שימוש בלבד, נכנסים תחת הגדרת נייר ערך ונדרשים לעמוד בכללים הרלוונטיים. עקב כך, נראה כי הנפקות רבות בעת האחרונה וכאלה הצפויות בעתיד הקרוב מתוכננות מראש כהנפקה של ניירות ערך ופונות לפטורים הקבועים בחוק המאפשרים הנפקה ללא פרסום תשקיף מלא באמצעות פנייה למשקיעים מתוחכמים בלבד (REG D בארה"ב), הנפקה בהיקפים מצומצמים והגבלת סחירות (REG A+), הנפקה במסגרת מודל מימון המונים (REG CF) או פנייה לגיוס ממדינות זרות (לרוב באסיה) בהן הרגולציה מקלה יותר (REG S). עד כה לא תועדו מיזמים שהגישו תשקיף מלא לצורך הצעה לציבור.⁴¹ יש לציין כי במקרים רבים ההתייחסות ל-STO הינה למיזמים בהם קיימות זכויות הדומות במאפייניהן לניירות ערך מוכרים (כמו זכויות הצבעה, בעלות על נכסים, רווחים וזכויות לתזרימי מזומנים).

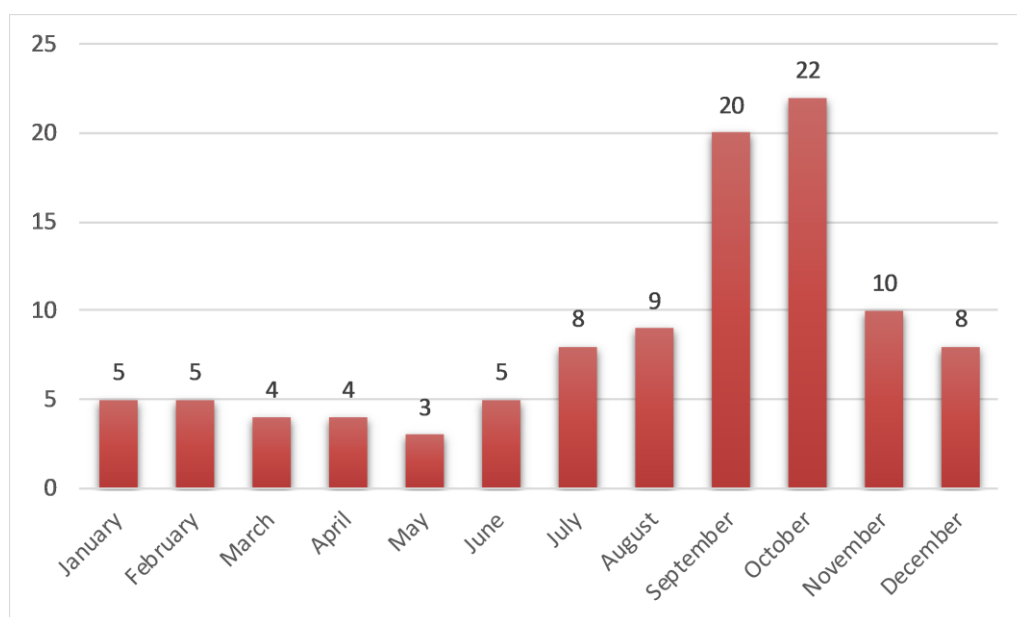
בקטגוריה זו נכללים גם Equity tokens (שהנפקתם מכונה ETO) שמטרתם לייצג את מניות החברה המנפיקה. הטוקניזציה יכולה להתבצע בחברה פרטית המפיצה באופן זה את מניותיה לראשונה או בחברה ציבורית עבורה הטוקנים מייצגים מניות נסחרות קיימות. במקרים אלה נטען כי קיימת תועלת רבה לשימוש בטכנולוגית בלוקצ'יין, בין היתר בשל הגדלת הסחירות והנגישות של חברות שאחרת היו נותרות פרטיות, ייעול והוזלת תהליך הסליקה, תפוצה בינלאומית בשל השימוש בבלוקצ'יין, ועוד. מנגד יש הטוענים כי השימוש בבלוקצ'יין אינו מגדיל בפני עצמו את הנוזלות וכי רחוקה הדרך מאימוץ נרחב של הנפקות אלה בעיקר לאור מכשולים רגולטוריים שיידרש זמן להסירם.

בעקבות התפתחות זו וההתמעטות בהיקפי הגיוס ב-ICO מתחזקת התפישה כי רבים מהגיוסים בעתיד יעשו בצורה של STO. בתרשים הבא ניתן לראות כי בעוד מספרם של ה-STOs נמוך ביחס למספר ה-ICOs שאירעו בשנתיים האחרונות, ניכרת מגמת התגברות במחצית השנייה של השנה בה חלה ירידה במספר ה-ICOs.

⁴¹ בגרמניה תוכננה הנפקת Equity tokens לציבור אך בעקבות פנייה של רשות ניירות ערך הגרמנית ההנפקה הוגבלה לרכישה בסכומים גבוהים ועל כן הוחרזה מהצורך בפרסום תשקיף.

<https://blog.neufund.org/the-neufund-fifth-force-gmbh-eto-details-68cb877e91f4>

תרשים 10: מספר הנפקות ה- STO בשנת 2018



מקור: Inwara

נתונים ממקורות נוספים מעידים על כך שכבר היום ישנם עשרות מיזמים המתכננים הנפקת STO במהלך שנת 2019 בשווי של מאות מליוני דולרים.

- **פלטפורמות למסחר ב- security tokens** – בעקבות התפתחות תופעת ה-STO, בשנה האחרונה אנו עדים לגופים רבים המצהירים על הקמת פלטפורמות למסחר בנכסים אלה ועל כאלה שכבר החלו לעשות זאת. להבדיל מפלטפורמות המסחר הוותיקות יותר המיועדות למסחר בנכסים קריפטוגרפיים שאינם מהווים ניירות ערך, פלטפורמות אלה נדרשות לעמוד בתנאי הרגולציה על פלטפורמות מסחר בניירות ערך אם הן מעוניינות לפנות לציבור הרחב. עד כה לא דווח על קבלת אישור של רגולטור במדינה כלשהי להפעלת בורסת קריפטו מפוקחת הפונה לציבור, והפלטפורמות הפועלות בתחום היום פונות אך ורק למשקיעים מתוחכמים (חלקן ביצעו STO בעצמן). עם זאת, קיימות פלטפורמות מסחר וותיקות לנכסים קריפטוגרפיים בשוק האמריקאי (כמו coinbase) הפועלות לפיתוח תחום זה (תוך רכישה של ברוקר-דילרים מורשים, באישור ה-SEC), ובורסות מסורתיות מפוקחות שהצהירו על כוונותיהן לאפשר מסחר בנכסים אלה בשנים הקרובות. בין אלה אפשר למנות את הבורסות של גיברלטר (שממתינה בימים אלה לקבלת אישור מהרגולטור במדינה), מלטה, שוויץ (Six Swiss), אוסטרליה (ASX) ואף הבורסה של לונדון (LSE) הפועלת לפתח פלטפורמה כזו יחד עם חברות נוספות בתיאום עם ה-FCA.

2.1.4 מגמות במאפייני הנכסים והמיזמים

מלבד המגמה המתגברת של הנפקת Security Tokens, שתוארה לעיל, ישנם סוגי נכסים נוספים שנוכחותם בשנה האחרונה התגברה.

- **Stable coins** – נכסים המוצמדים למחיר של מטבע או סחורה (כמו זהב) בעיקר באמצעות החזקת נכסים אלה בעולם האמיתי במקביל להיקף המטבעות המוחזקים על ידי הציבור. מודלים חדשניים יותר מציעים הצמדה למחיר באמצעות אלגוריתמים ומערך תמריצים המיועדים להגדיל או להקטין את כמות הטוקנים שנמצאת במחזור בהתאם לביקוש והיצע, או ניהול רזרבות באמצעות נכסים קריפטוגרפיים אחרים בכדי לשמור על יציבות. ההצמדה הנפוצה ביותר היא לדולר, והמטבע הנפוץ ביותר, Tether, נסחר בשווי שוק של קרוב לשני מיליארד דולרים (השביעי בגודלו) ונעשות בו עסקאות בשווי כפול מכך ביום (שני לביטקוין)⁴². מטבעות אלה והשימוש בהם הולכים ומתרבים בעיקר בשל יכולתם לשמור על יציבות יחסית בשוק בו התנודתיות גבוהה, ללא צורך לצאת ממרחב הנכסים הקריפטוגרפיים (קרי להמיר את הכספים בחזרה לפיאט). כיום נראה כי השימוש העיקרי בהם הינו לצורך מימוש נכסים קריפטוגרפיים אחרים למטבע קריפטוגרפי המוצמד למטבע המקומי. כך מתאפשר שימוש עתידי בכספים בקלות יחסית ללא צורך בהמרה לפיאט וללא התנהלות מול הבנקים שבמקרים רבים מערימים קשיים, דורשים עמלות גבוהות ותהליכי AML/KYC נוספים. שימושים נוספים יכולים להיות ספקולציה על הנכסים או המטבעות אליהם הם מוצמדים, וכן שימוש כאמצעי תשלום דיגיטליים השומרים על יציבות (בניגוד לביטקוין). רק לאחרונה דיווחה פייסבוק על פיתוח מטבע כזה לצורך העברות תשלומים באפליקציית וואטסאפ.
- **מטבעות מדינה דיגיטליים (Digital FIAT)** – אלה מטבעות המונפקים ומנוהלים ע"י בנק מרכזי ועשויים להוות תחליף למטבע המדינה. מדינות רבות, בהן ישראל⁴³, הצהירו כי הן בוחנות את האפשרות. עד כה אף מדינה מפותחת לא הנפיקה מטבע דיגיטלי לשימוש נרחב אך ראוי לציין את ניסיונה של ממשלת ונצואלה להנפיק מטבע קריפטוגרפי בשם פטרו (Petro), שאמור להיות מגובה בעתודות הנפט של המדינה ונועד, על פי מקורות רבים, להוות תחליף למטבע המקומי הבוליבאר, לעקוף את הסנקציות שהטילה ארה"ב על המדינה ולאפשר מסחר בינלאומי. ישנן עדויות סותרות לגבי הצלחת ההנפקה ועד כה המטבע לא נרשם למסחר⁴⁴
- **Asset Backed tokens** – נכסים קריפטוגרפיים אלה מייצגים אחזקה כלשהי בנכסים ספציפיים (או בקבוצה של נכסים) בעולם הריאלי ומגובים על ידם. נכסים אלה יכולים להיות נדל"ן, יהלומים, סחורות ואף מוצרי אספנות כמו ציור או תמונה (וכן מניות כפי

⁴² שמועות רבות הילכו סביב מטבע זה, בין היתר לגבי קשריו לפלטפורמת מסחר מוכרת, על השפעתו על מחיר הביטקוין ועל חוסר ודאות לגבי היקף הדולרים המגבים אותו. לרוב מחירו קרוב מאוד לדולר אחד אך אירעו תקופות קצרות בהן הוא חווה תנודות נקודתיות של עשרות אחוזים (בין אם מתוך איבוד האמון בשיטת הגיבוי או מתוך לחצי מכירה נקודתיים).

⁴³ צוות שהוקם בבנק ישראל המליץ להימנע מהנפקת שקל דיגיטלי בעתיד הקרוב, ראה:

<https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/6-11-18.aspx>

⁴⁴ [https://en.wikipedia.org/wiki/Petro_\(cryptocurrency\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Petro_(cryptocurrency))

שתואר לעיל לעניין Equity tokens). כמו כן נכסים אלה יכולים להיות מנוהלים ע"י המנפיק כמו במקרה של מיזמי נדל"ן מניבים או רק נשמרים בנאמנות עבור מחזיקי הטוקנים. כל טוקן יכול לייצג חלק קטן מהאחזקה בנכסים הריאליים. בדו"ח הביניים תוארו היתרונות והאתגרים העשויים להיות לטוקניזציה של נכסים, ונראה כי מגמה זו מתחילה לצבור תאוצה עם כמה פלטפורמות שנועדו לאפשר זאת וחברות לניהול נכסי נדל"ן שכבר החלו את ההליך.⁴⁵ הנפקות אלה מתבצעות במקרים רבים במתכונת STO כפי שתוארה לעיל.

- **Reverse ICO** – מונח זה מתייחס למצב בו חברה וותיקה שיש לה כבר מוצר או שירות ובסיס לקוחות קיימים, מנפיקה טוקנים המיועדים לשמש את משתמשיה לפעילות בשירות הקיים או עבור שירותים שיפותחו בעתיד. אחת ההנפקות הבולטות בשנה האחרונה היתה הצעה פרטית של חברת טלגרם (דוגמאות נוספות מ-2017 הן חברת Kodak ו-KIK). החברה גייסה 1.7 מיליארד דולר בהנפקת טוקנים שישמשו לצרכים שונים כמו ביצוע עסקאות בין המשתמשים באפליקציית הממסרים של החברה. סוג זה של הנפקות מושך את המשקיעים לאור היות החברה מבוססת, בעלת גב כלכלי ומוצר קיים, ובעלת קהילת משתמשים קיימת.
- **Non-fungible tokens (NFTs)** – אלה נכסים קריפטוגרפיים בהם כל טוקן הינו ייחודי ובעל מאפיינים השייכים רק לו. השימוש המוכר ביותר לסוג זה של טוקנים החל בסוף שנת 2017 עם פיתוחם של ה-cryptokitties על גבי רשת אתריום. במשחק זה כל טוקן מכיל תכונות ספציפיות של ציור דיגיטלי ייחודי בצורת חתול (אותו ניתן גם להרבות) והם נסחרים למעשה כפריטי אספנות (Collectibles). משחק זה נעשה פופולארי מאוד ובתקופה מסוימת אף גרם לעומסים על רשת אתריום. הטוקן היקר ביותר נמכר תמורת 120 אלף דולר. מעבר לשימוש בהם כפריטי אספנות, ל-NFT יכולים להיות שימושים רחבים בהרבה ובשנה האחרונה החלו כמה מיזמים לנסות ליישם. כל טוקן יכול למעשה לשמור מידע שונה הניתן להעברה על גבי הבלוקצ'יין באופן מבוזר, ניתן למעקב ואינו ניתן לשינוי. בשל תכונות אלה טוקנים אלה יכולים לשמש לשמירת ולהעברת מידע על זהות של אדם או של נכסים ספציפיים כמו בעלות ופרטים על מוצרים כדוגמת כלי רכב (בהם ניתן ללוות את כל הליך הייצור), רישומי קרקעות, פריטי אספנות וכד'.
- **Decentralized Credit Networks** – מיזמים המאפשרים הלוואות בין אנשים (P2P) בצורה מבוזרת תוך שימוש בטכנולוגיית בלוקצ'יין. הלוואות מסוג זה קיימות גם בעולם המסורתי אך השימוש בטכנולוגיית בלוקצ'יין ובנכסים קריפטוגרפיים מאפשר ניצול יתרונות הטכנולוגיה כמו הפחתת עלויות תיווך, בינלאומיות, יעילות הסליקה, אכיפה באמצעות חוזים חכמים וכד'. קיימות עדויות לכך שבשנה האחרונה ניכרים שיפורים משמעותיים בתשתיות המיועדות לתחום. מיזמים רבים הציגו פיתוחים שונים כמו

⁴⁵ דוגמא אחת לכך היא הנפקת תיק הנדל"ן של חברה לניהול השקעות בארה"ב על גבי פלטפורמת מימון ההמונים Indiegogo (למשקיעים מסווגים)

<https://www.ccn.com/indiegogos-first-security-token-ico-raised-18-million/>

גם בישראל פורסם על מיזם המתכנן הנפקת טוקנים שיהיו יחידות השקעה בנדל"ן
<https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001259417>

פלטפורמות למתן הלוואות בפיאט תוך שימוש בנכסים קריפטוגרפיים כבטוחה, פלטפורמות למתן הלוואות בנכסים קריפטוגרפיים הנאכפות באמצעות חוזים חכמים, מתן הלוואות בינלאומיות במטבעות מקומיים (המומרים לטוקנים לצורך ההעברה), יצירת פוזיציות ממונפות בקריפטו תוך לקיחת הלוואה על סמך margin ב-stablecoin, ועוד.

2.2 מגמות רגולטוריות בזירה הבינלאומית

תחום הנכסים הקריפטוגרפיים וה- ICOs מצוי עדיין בראשיתו, הן בארץ הן בעולם. להלן סקירה תמציתית של עיקרי המגמות, ודרכי ההתמודדות של המדינות והרגולטורים השונים בעולם בתחום פעילות זה בשנתיים האחרונות.

חלק מהמדינות פעלו בדרך של **פרסום אזהרות כלליות** לציבור בנושא הנכסים הקריפטוגרפיים (לדוגמא: ברזיל, רוסיה, פולין, מלזיה, ניגריה ודובאי). גם רשות ניירות הערך האירופאית, ESMA, פרסמה אזהרות - האחת לאזהרת המשקיעים, והאחרת לחברות המעורבות בהליך ה-ICO בדבר הצורך לעמוד בחובות הרגולטוריות. מדינות אחרות (גיברלטר ותאילנד) פרסמו בנוסף לאזהרות גם חוזרים והוראות בדבר תחולת חוקי ניירות ערך על גיוסי כספים מהציבור באמצעות ICO.

מדינות אחרות (סין ודרום קוראה) **אסרו באופן מוחלט כל פעילות בתחום**, ובתחילת 2018 בדרום קוראה בוטלה האפשרות לסחור באופן אנונימי או על ידי מתווכים.

במדינות רבות אחרות (לדוגמא: אוסטרליה, ארה"ב, גרמניה, הונג קונג, ניו זילנד, סינגפור, ספרד, קנדה ושווייץ), פרסמו פרמטרים שעל פיהם **נבחנה תחולת הרגולציה הקיימת בתחום ניירות ערך, בכל מקרה ומקרה**. חלק מן הרשויות (קנדה וסינגפור) פרסמו את עמדתן באשר לתחולת חוקי ניירות ערך בהתייחס לכמה דוגמאות ומקרים תיאורטיים. כך לדוגמא, בסינגפור על טוקן המעניק גישה לפלטפורמה בלבד, אף שהפלטפורמה אינה קיימת במועד ההנפקה, לא יחולו דיני ניירות ערך.

רשות ניירות הערך בארה"ב (ה-SEC) הצהירה בכמה אירועים, כי נראה שכל נכס קריפטוגרפי או טוקן (למעט ביטקוין ואיתריום) הינו נייר ערך, ולפיכך גיוס הון בדרך של ICO כפוף לחוקי ניירות ערך. בהתאם לכך החלה ה-SEC לנקוט בהליכי אכיפה בשל הפרת חוקי ניירות ערך, בהתייחס לפעילות בנכסים קריפטוגרפיים. הליכי אכיפה אלו נגעו לנושאים שונים בתחום דיני ניירות הערך לרבות, גיוסי כספים (ICOs), פעילות של ברוקר-דילר ללא רישיון, ניהול פלטפורמות מסחר ללא רישיון, מתן הצהרה תרמיתית על אישור ה-SEC לביצוע הפעולות, ועוד. כך, באוגוסט 2018, נדחו 9 בקשות להשקת קרנות סל (ETF) העוקבות אחר הביטקוין, בשל הסיכון והתנודתיות המאפיינים את נכס הבסיס. כמו כן הוגשו גם תביעות אזרחיות בקשר להליכי ICO, בטענה כי המנפיקים הפרו את חוקי ניירות הערך.

באוסטרליה, נמנעו מאז אפריל 2018 חמישה גיוסי הון באמצעות ICO, וכן הוצא צו מניעה למכירת יחידות השתתפות בקרן להשקעה משותפת בנכסי קריפטו.

מדינות אחדות הודיעו, כי הן **בוחנות אסדרה ייעודית לתחום הנכסים הדיגיטליים**, ואחרות כבר מיישמות אסדרה מסוג זה. כך לדוגמא, באנגליה, רשות ניירות הערך (ה-FCA) פרסמה במהלך שנת 2017 מסמך היוועצות, לפיו אינה מוצאת מקום לשנות את ההוראות הקיימות, ואולם תבחן את עמדתה על בסיס מידע חדש שייאסף. בספטמבר ואוקטובר 2018 פרסמו שני דו"חות, שנראה כי יש בהם כדי לשנות את גישת ה-FCA. בדוח ועדת האוצר (treasury committee) של בית הנבחרים בבריטניה, צוין כי רוב מיזמי ה-ICO מצויים מחוץ לתחום סמכותה של ה-FCA, ולכן המליצה הוועדה לעדכן את פקודת הפעילויות המפוקחות (The Regulated Activities Order) בדחיפות, לשם הגנת המשקיעים בתחום, כך ש-ICO יהיו

בפיקוחה של ה-FCA אשר תפתח רגולציה ייעודית לתחום. דו"ח נוסף פורסם על ידי צוות משימה של נציגי משרד האוצר, ה-FCA ו-Bank of England, ובו נקבע כי טוקן מסוג security כפוף לרגולציה הקיימת. עם זאת, צוין כי יש לבחון את הרגולציה בכללותה בהתייחס לנכסי קריפטו שונים. כמו כן, צוין בדו"ח כי בכוונת הממשלה לפרסם נייר היועצות בנושא בתחילת 2019, שיבחן את תעשיית הקריפטו ואת הצורך בהרחבת הרגולציה הקיימת, ובכלל זה, פיקוח ה-FCA גם על ICOs ונכסים קריפטוגרפיים ללא שום קשר לאופן בו הם עוצבו.

הרשות הצרפתית (ה-AMF) פרסמה באוקטובר 2017 נייר היועצות בנוגע לשלוש גישות אפשריות לפיקוח על תחום ה-ICO. הגישות שהוצעו: גישה הדוגלת בשמירה על המצב הרגולטורי הקיים לצד הוספת סטנדרטים (best practices) עבור ICOs; גישה הפיקוח לפי כללי התשקיף הקיימים, הדוגלת בהכפפת ה-ICO לכללים הקיימים של הצעת ניירות ערך לציבור; וגישה אימוץ אסדרה ייעודית ל-ICO, באמצעות אסדרה המתבססת על מתווכים בנכסים שונים, או בדרך שתאפשר למנפיק בחירה בין קבלת היתר מקדים או מתן הצהרה שלא התקבל היתר כאמור. בפברואר 2018 פרסמה ה-AMF את סיכום הערות הציבור והתייחסותה להערות אלו, וממנו עלה כי הבחירה במתן היתרים מקדימים היא המועדפת על מרבית המשיבים. בחודש יוני 2018, פורסמה הצעת חוק לתיקון הקוד המוניטרי של צרפת, לפיה יתווסף פרק העוסק ב-ICO אשר יתבסס על האפשרות של המנפיק לבחור בין קבלת היתר מקדים לביצוע ICO לבין הצהרה במהלך ההנפקה שלא התקבל היתר כאמור.

רשות ניירות הערך בהונג קונג (ה-SFC) פרסמה בנובמבר 2018 סטנדרטים לפיהם חברה המנהלת רק תיקי השקעה של נכסים וירטואליים שאינם מסווגים כ"ניירות ערך" או כ"חוזים עתידיים", אינה נדרשת לרישיון ניהול נכסים. עם זאת, נוספו תנאים שונים שבהם נדרשים לעמוד בעלי רישיון המנהלים או מתכננים לנהל תיקי השקעות שמדיניות ההשקעה שלהם כוללת השקעה בנכסים וירטואליים. כמו כן, בנובמבר 2018, פרסמה ה-SFC הצעה למסגרת אפשרית להסדרת פלטפורמות מסחר בנכסים וירטואליים. ההצעה מפרטת עקרונות כלליים אשר בכפוף להתקיימותם ולאחר בחינת הפלטפורמה, יינתן רישיון לפלטפורמות מסחר בנכסים וירטואליים לפעול בהונג קונג תחת רישיון. כמו כן, בהתאם להצעה מתכוונת ה-SFC לבחון במסגרת ארגו החול הרגולטורי האם ראוי לתת רישיון לפלטפורמות מסוג זה במסגרת הסמכויות הקיימות שלה. האפשרות הניתנת לחברה לבקש להצטרף לארגו החול הרגולטורי נועדה להבחין בין פלטפורמות המוכנות לקבל על עצמן עמידה בסטנדרטים גבוהים של ה-SFC לצורך קבלת רישיון, לבין אלה שאינן יכולות או אינן מעוניינות בכך. עקרונות אלה מתייחסים בין היתר לאיתנות פיננסית של הפלטפורמה, לדרישות ביטוח, לדרישות גילוי ועוד.

בתאילנד נכנס לתוקף בחודש מאי 2018 צו מלכותי בנושא נכסים דיגיטליים, החל על מטבעות קריפטוגרפיים, ולפיו רק ישות שהתאגדה בתאילנד כחברה יכולה להנפיק נכסים דיגיטליים. מסמכי ההנפקה וטיוטת תשקיף נדרשים לקבל את אישורה של רשות ניירות הערך התאילנדית. ההצעה תופנה רק למשקיעים מהסוג שייקבע על ידי הרשות התאילנדית, זאת באמצעות פורטל ICO שקיבל את אישור הרשות. הפרה של הצו המלכותי כפופה לסנקציות פליליות ואזרחיות, בדומה להפרות הקבועות בחוקי ניירות הערך של תאילנד.

בהולנד, רשות ניירות הערך ההולנדית (AFM) והבנק המרכזי של הולנד (DNB) פרסמו דו"ח מקיף בנושא בחודש ינואר 2019 ובו המליצו לשר האוצר של הולנד שתי המלצות עיקריות.

האחת, פיתוח משטר רישוי ייעודי עבור פלטפורמות המאפשרות החלפה של מטבעות קריפטו-פיאט וספקים של ארנקי קריפטו דיגיטליים, כדי להבטיח יישום יעיל של הדירקטיבה האירופית בנוגע לאיסור הלבנת הון. השנייה, לתקן את המסגרת הרגולטורית באיחוד האירופי כדי לאפשר פיתוח אמצעי מימון מבוססי Blockchain עבור עסקים קטנים ובינוניים, וכן לשקול אפשרות לשינוי הגדרת נייר ערך ברגולציה הלאומית והאירופית, להתייחס למהות יותר מאשר לצורה ובכך לאפשר לרשות ניירות הערך לפקח על סוגים מסוימים של נכסי קריפטו.

שתי מדינות שבחרו באופן מובהק לעודד את תחום הנכסים הקריפטוגרפיים הן שווייץ וגיברלטר. הרשות הפיננסית השוויצרית (FINMA) התייחסה לסוגים השונים של המטבעות, ובכלל זה ציינה כי utility token לא יוגדר כנייר ערך אם מטרתו היא הענקת זכות גישה דיגיטלית לאפליקציה/שירות וניתן להשתמש בו במועד ההנפקה נוכח היעדר גישה לשוקי הון. עם זאת, ככל שרכישת הטוקן מסוג זה במועד ההנפקה הינה למטרת השקעה, הרי שמדובר בנייר ערך. בחודש פברואר 2018 פרסמה FINMA מדריך להליך הגשת בקשות לקיום דיון מקדים ומתן סיוע למיזמים המעוניינים לגייס כסף מהציבור באמצעות ICO ביחס לנושאים הקשורים למתן היתר. כמו כן פרסם איגוד הבנקים השוויצרי (SBA) מדריך עבור חבריו בנושא פתיחת חשבונות בנק לחברות Blockchain, בו מפורטים הסיכונים וההתמודדות איתם בכל הקשור לפתיחת חשבונות של חברות המאוגדות בשוויץ, העוסקות בתחום זה ומגייסות כספים, לרבות באמצעות ICO. בגיברלטר נכנסה לתוקף בתחילת 2018 אסדרה ייעודית, המסדירה את פעילות החברות המציעות שירותי אחסון והעברת ערך השייך לאחרים (Storing or transmitting value belonging to others) המבוססת על טכנולוגיית ה-DLT, מתוך גיברלטר ובתוך גיברלטר, כגון בורסות למטבעות וירטואליים. הבורסה של גיברלטר (Gibraltar Stock Exchange) הקימה חברת בת בהתאם לחקיקה זו, שקיבלה בנובמבר 2018 רישיון מלא מאת הרשות לפיקוח פיננסי בגיברלטר (ה-GFSC) ופועלת תחת פיקוחה. כמו כן ניתנו כמה אישורים עקרוניים לחברות המציעות שירותי אחסון והעברת ערך השייך לאחרים, המהווים שלב ראשון לקבלת רישיון. גיברלטר הצהירה כי היא מחויבת לשמש מקום יציב ובטוח לעשיית עסקים, ובוחנת אפשרות לקדם מסגרת רגולטורית ייעודית לשיווק ולהפצה של טוקנים, שתתאים למסגרת הרגולטורית המוצעת ביחס ל-DLT.

במדינות רבות בעולם מתקיימת פעילות של פלטפורמות למסחר בנכסים קריפטוגרפיים. מדו"ח של צוות משימה באנגליה (בהשתתפות נציגי משרד האוצר, ה-FCA, ו-Bank of England) בנושא נכסי קריפטו, עולה כי נכון לסוף חודש אוקטובר 2018 קיימות בעולם כ- 206 פלטפורמות מסחר בנכסי קריפטו. רשות המסחר בחוזים עתידיים ובסחורות (ה-CFTC) בארה"ב הכירה כבר בשנת 2014 במטבעות וירטואליים כסחורה, והמסחר בנגזרים ששווים נגזר משווי של מטבע וירטואלי כפוף לפיקוחה. בהתאם לכך, ה-CFTC מפקחת על נגזרים שנכס הבסיס שלהם הוא ביטקוין, ויש לה גם סמכות לפעול במקרים של מניפולציה או תרמית בנכס הבסיס עצמו - המטבע הווירטואלי. בדצמבר 2017, שתי בורסות לחוזים עתידיים, שמחיריהם נגזרים ממחירי סחורות, החלו להציע בארה"ב חוזים עתידים שמחיריהם נגזרים ממחיר הביטקוין. רבות מפלטפורמות המסחר במטבעות קריפטוגרפיים הקיימות בארה"ב פועלות כנותנות "שירות להעברת כספים" (Money transmitting services). פלטפורמות אלו אינן כפופות לפיקוח ישיר של ה-SEC או ה-CFTC, וקיבלו רישיון לפעול בהתאם לחוקי המדינה בה הם פועלים. עם זאת, הן החקיקה הן הוראות הפיקוח לא עוצבו על מנת להתמודד

עם סוגי הנכסים הקריפטוגרפיים המוכרים כיום. נראה, כי עמדת ה-SEC וה-CFTC הינן כי יש לבחון אם נדרש פיקוח פדרלי על פלטפורמות אלו. במרץ 2018 פרסמה ה-SEC הצהרה בדבר פלטפורמות אינטרנטיות למסחר בנכסים דיגיטליים, בעלות פוטנציאל של אי-חוקיות. המסמך כולל דוגמאות לשאלות שעל משקיעים לבחון לפני שהם סוחרים בנכסים דיגיטליים בפלטפורמות מסחר אינטרנטיות, וכן שיקולים שעל מפעילי פלטפורמות מסוג זה לשקול טרם הפעלתן. המסמך מצין כי פלטפורמות מסחר אינטרנטיות הפכו לדרך פופולרית עבור משקיעים לקניה ומכירה של נכסים דיגיטליים, הכוללים מטבעות וטוקנים המוצעים למכירה ב-ICOs. פלטפורמות המציעות לסחור בנכסים דיגיטליים המהווים "נייר ערך" ופועלות כ"בורסה", בהתאם לחוק ניירות הערך הפדרלי, נדרשות לקבלת רישיון או פטור מרישיון מה-SEC.

בקנדה פועלות כמה פלטפורמות מסחר בנכסים דיגיטליים, אך נכון לפרסום האחרון בנושא מאוגוסט 2017 אף אחת מהן לא קיבלה רישיון לכך או פטור מקבלתו. מנגד, ביפן, לאחר קריסת פלטפורמת המסחר Mt. Gox נערכו כמה תיקוני חקיקה, ולאחריהם נתנה רשות ניירות הערך היפנית (FSA) רישיון ל-16 פלטפורמות מסחר במטבעות וירטואליים, ולפי פרסומים שונים, (נכון לספטמבר 2018) מצויות בבדיקה כ-160 בקשות לרישיון לפלטפורמת מסחר למטבעות דיגיטליים. באוקטובר 2018 אישרה ה-FSA לארגון the Japan Virtual Currency Exchange Association (JVCEA) לפעול כגוף בעל יכולת פיקוח עצמית (SRO) על תעשיית פלטפורמות המסחר בנכסי קריפטו.

גיברלטר, כמפורט לעיל, נכנסה לתוקף בתחילת שנת 2018 אסדרה ייעודית, המסדירה את פעילות החברות המציעות שירותי אחסון והעברת ערך השייך לאחרים (Storing or transmitting value belonging to others) המבוססת על טכנולוגיית ה-DLT, מתוך גיברלטר ובתוך גיברלטר, כגון בורסות למטבעות וירטואליים. בספרד לא קיימת רגולציה ספציפית לפלטפורמות מסחר במטבעות או בנכסים קריפטוגרפיים. עם זאת, עמדת רשות ניירות הערך הספרדית, (CNMV) היא כי פלטפורמות צריכות, לכל הפחות, להיות כפופות לכללי משמורת, רישום, ניהול ניגודי עניינים בין לקוחות, ושקיפות בעמלות (וכמו כן לתקנות הלבנת הון). לכן המליצה ה-CNMV כי פלטפורמות אלה יישמו באופן וולונטרי את כללי שוק ניירות הערך בעניינים אלה כדי להבטיח את תקינות פעילותן.

באוסטרליה, באופן ייחודי, קיבלה בחודש אפריל 2018 הרשות לניירות ערך **באוסטרליה (ASIC) סמכויות צרכניות** לצורך פיקוח ואסדרה של פעילות הנכסים הקריפטוגרפיים. סמכויות אלו, שהואצלו ל-ASIC מה-Australian Competition and Consumer Commission (ASIC) מאפשרות ל-ASIC לפעול בהתאם לסמכויות המפורטות בחוק הצרכנים האוסטרלי בכל הקשור להיבטים הצרכניים הקשורים לנכסי קריפטו. האצלת הסמכות מה-ACCC מאפשרת ל-ASIC לפעול נגד התנהגות מטעה בשיווק או מכירה של ICOs, גם אם ה-ICO אינו כולל מוצר פיננסי.

ארגז חול רגולטורי הינו אמצעי נוסף ומשמעותי ללימוד תחום הנכסים הקריפטוגרפיים וה-ICOs. רגולטורים שונים בעולם, המבקשים ללמוד את הנושא ולקדם תעשייה טכנולוגית בתחום שיפוטם, מפעילים ארגז חול רגולטורי (Regulatory Sandbox) ומציעים ליזמים את האפשרות להירשם אליו (לדוגמה, הרשויות באנגליה, סינגפור, וחלק מהפרובינציות בקנדה). זאת, על מנת לאפשר לעסקים להשיק בשוק מוצרים ושירותים חדשניים, מבלי שהדרישות

הרגולטוריות החלות בדרך כלל על מוצרים או שירותים כאמור יהוו חסם. הפעילות מתבצעת במהלך תקופת מבחן שבה מפקחת הרשות מקרוב על התנהלות ועל תוצאות המיזם. היתרונות של ארגו החול הרגולטורי הם קיצור טווחי הזמן לקידום הפעילות, הקטנת עלויות נלוות, וגישה נוחה יותר למימון. בין מגוון הכלים המוצעים ליזמים במסגרת ארגו חול רגולטוריים ניתן למצוא סיוע ליזמים בהבנת החוקים הקיימים ומתן הקלות בדרישות שונות לשם הרצה ובדיקה של המיזם. באנגליה קיימת אפשרות, במקרים שבהם לא ניתן להעניק פטור או הקלה (לאור החקיקה), להעניק למיזם אישור בכתב על היעדר אכיפה (No enforcement action letter), במקום בו ה-FCA סבורה כי יש הצדקה לפעילות במסגרת ארגו החול הרגולטורי.

כמה מדינות, כגון אוסטרליה, ניו זילנד וצרפת, בחנו האם ניתן לבצע הנפקת טוקנים דיגיטליים במסגרת מימון המונים. היינו, האם ניתן לראות ב-ICO הליך של מימון המונים. במסגרת בחינה זו נמצא כי הנפקות ה-ICO המוכרות אינן דומות במאפייניהן להליך של מימון המונים המוסדר בחוקי ניירות הערך שלהן, ולפיכך, לצורך שימוש במנגנון זה יתכן כי נדרשות התאמות בחקיקה.

להרחבה בנושא ההתפתחויות הרגולטוריות הבינלאומיות ראו **נספח ב'**.

2.3 התפתחויות רגולטוריות בישראל

בפברואר 2019 פורסמה המלצת הצוות הבין משרדי, בהובלת משרד האוצר, משרד המשפטים והרגולטורים הרלבנטיים לתחום, להקמת ארגו חול רגולטור (Regulatory Sandbox). מטרת הסנדבוקס היא לאפשר סביבה רגולטורית מותאמת לחברות פינטק, כדי ליהנות מהתועלות שעולם ההיי-טק מציע, תוך כדי מיתון רמת הסיכון שהציבור נחשף אליה. במסגרת התכנית החברות תזכינה להקלות רגולטוריות לזמן מוגבל, כדי שתוכלנה לפעול בתקופת התוכנית, וזאת תוך ליווי ובקרה צמודים של הרגולטור. מטרה נוספת היא לאפשר למידה של גורמי הממשלה, כך שבתום תקופת התוכנית יוכלו לבחון אם נדרשות התאמות ברגולציה, כדי שחברות פינטק יוכלו לפעול באופן קבוע. במסגרת התוכנית יתקיים גם מסלול "מלווה" אליו יוכלו חברות להצטרף ולקחת על עצמן חובות רגולציה מותאמת גם מבלי להזדקק להכרעה האם חל עליהם החוק או לא (לדוג' לעניין נכסים קריפטוגרפיים האם מדובר בני"ע או לא). יצוין כי בחירה של חברה להיכנס למשטר רגולטורי, תוך עמידה בחובות הקבועות בו, אפשרית כבר כיום, אולם המסלול ה"מלווה" של ארגו החול יאפשר גם להתאים את הרגולציה בעניינה.⁴⁶

לאחר דו"ח הביניים חלו התפתחויות גם בדיני ניירות ערך שעשויות להיות רלבנטיות בעתיד לתחום הנכסים הקריפטוגרפיים. ההתפתחות האחת היא כניסתו של תיקון 28 לחוק הקרנות לתוקף. תיקון זה הכניס את תעודות הסל למשטר פיקוח של קרנות נאמנות, והכניס תחת החוק גם הסדרי השקעה משותפת במטבעות או בתעודות התחייבות על סחורות. כמו כן פורסמה טיוטת הצעת חוק להסדרת פעילות ברוקר דילר. על פי המוצע פעילות ברוקר דילר שתצמיח חובת רישיון תוגדר ביחס לפעילות בניירות ערך כהגדרתם בסעיף 1 לחוק ניירות ערך וביחס לפעילות במכשירים פיננסיים, וזאת בדומה לחובת הרישוי החלה היום לגבי פלטפורמות המסחר והסליקה.

⁴⁶ דוח הצוות הבין משרדי

3. הערות הציבור שניתנו לדו"ח הביניים

דו"ח הביניים כלל תיאור נרחב של תופעת הנכסים הקריפטוגרפיים; ניתוח כלכלי של התופעה, על ההזדמנויות, האתגרים והסיכונים הגלומים בה; תיאור של מערכות הדינים השונות בתחום ניירות הערך שעשויות להיות רלבנטיות לפעילות בתחום הנכסים הקריפטוגרפיים; וסקירה בינלאומית של הנעשה בעולם עד אותו מועד.

במהלך עבודתה נפגשה הוועדה עם גורמים רבים הכוללים בין היתר רגולטורים אחרים מישראל ומחו"ל, אנשי מפתח בתעשייה, מפתחים ויזמים שביצעו או צפויים לבצע הנפקות מטבע, גופי השקעה הפועלים בתחום, איגודים מקצועיים וכן גופי ייעוץ מקצועי ובכללם משרדי עריכת דין וראיית חשבון. לאחר פרסום דו"ח הביניים הגישו גורמים רבים בתעשייה את הערותיהם במסגרת הליך הערות הציבור. תרומתן של השיחות הרבות שקוימו עם גורמים אלה ושל הערות הציבור לעבודת הוועדה היתה ניכרת. הן תרמו רבות הן בהיבטים של למידת התחום, הבנת מאפייניו הייחודיים ומידת ההתאמה של הדינים הקיימים למאפיינים אלה, הן בנוגע לצורך בוודאות רגולטורית ובהבהרות הנדרשות להמשך התפתחותה של התעשייה בישראל, והן בנוגע לאופן בו יש לטפל בתחום זה בהמשך ובהתאמות הנדרשות בדין הקיים.

חלק מהערות הציבור ביקשו הבהרות נוספות ביחס לדין הקיים או טענו כי אינו אמור לחול על פעילות של נכסים קריפטוגרפיים, וכן כללו הצעות לקבוע אסדרה ייעודית לגבי נכסים קריפטוגרפיים. הערות הציבור עסקו גם בסוגיות שהועלו לדיון בקשר לדינים הנוגעים לנותני שירותי תיווך בתחום הכוללים פלטפורמות מסחר, קרנות, יועצים ומנהלי תיקים. בהקשר זה ההערות הביעו דעות שונות שחלקן תמכו בהרחבת הפיקוח מתוקף דיני ניירות ערך על כלל הנכסים הקריפטוגרפיים ובמתן אפשרות לבעלי הרישיון הקיימים לפעול בנכסים אלה, וחלקן התנגדו לכך. בנוסף ההערות הביעו על פי רוב תמיכה בהמלצות הוועדה לשילובן של הנפקות נכסים קריפטוגרפיים במסלולי גיוס ייעודיים כמו הקלות לביצוע גיוסים בהיקפים מוגבלים, התאמת המסלול של מימון המונים, ארגז חול רגולטורי, מנגנון הסתמכות על דין זר, וכן בנוגע ליצירת משטר גילוי ייעודי.

ככלל, התפישה שהוצגה בדו"ח הביניים משקפת את הגישה הכללית לפיה דיני ניירות ערך אינם נסוגים כאשר מוצע שירות פיננסי או נכס פיננסי חדש, אלא נועדו להכיל בתוכם סוגים שונים של שירותים ונכסים פיננסיים המוצעים לציבור. תפישה זו קיימת בדיני ניירות ערך ברחבי העולם וניתן לראות ביטויים רבים שלה בשנה החולפת ביחס לנכסים קריפטוגרפיים. בפרט, ביחס לשאלה מתי נכסים קריפטוגרפיים מהווים ניירות ערך חזרו רשויות ניירות ערך בעולם, ובראשן הרשות האמריקאית, על התפישה כי חלים ביחס לנכסים קריפטוגרפיים המבחנים הרגילים בנוגע לניירות ערך. בדו"ח הביניים תוארה הבחנה בין קטגוריית נכסים שכונתה "Security Tokens", המקנים זכויות מקובלות בניירות ערך, ובין קטגוריית נכסים שכונתה "Utility Tokens", המקנים זכויות פונקציונליות, ומצריכים בחינה מעמיקה יותר. התפישה שהציגה רשות ניירות ערך האמריקאית, ונראה כי היא תופשת אחיזה גם בתעשייה עצמה, היא כי על פי רוב הנפקה של נכסים קריפטוגרפיים לציבור תהווה הצעה של ניירות ערך. זו גם התרשמות חברי הוועדה. עד כה לא הוצג לרשות מקרה

של הנפקת נכסים קריפטוגרפיים מהסוג המכונה "Utility Tokens" שלא תיחשב כנייר ערך ככל שהיא תוצע לציבור בישראל, אם כי לא ניתן לפסול על הסף כי יש ויהיו יוזמות כאלה.

ההערות בדבר קביעת אסדרה ייעודית התייחסו לכך שאסדרה עתידית צריכה להתמודד עם מאפיינים טכנולוגיים ועסקיים של הנכסים הקריפטוגרפיים, עם מאפיינים צרכניים שלהם ועם היותם בעלי תכונות היברידיות המשלבות מאפיינים של מוצרי צריכה ומוצרי השקעה, וכן עם הסיכונים הייחודיים הגלומים בהם, כגון סיכוני סייבר. ככלל, הוועדה מסכימה עם האמור ועמדתה בנושא תפורט בהמשך.

ראו להלן בנספח א' ריכוז הערות הציבור

להלן יפורטו עיקרי ההערות והתייחסות הוועדה אליהן.

3.1 נכסים קריפטוגרפיים כניירות ערך

עניין של חלק מהערות הציבור היה הבהרות נוספות שהתבקשו ביחס לדין הקיים. המעירים הדגישו את הצורך במבחנים מפורטים יותר להבחנה בין מקרים של נכס קריפטוגרפי המהווה נייר ערך בדין הישראלי, ובין מקרים בהם אינו מהווה נייר ערך כאמור, ובפרט לגבי המקרים בהם אסימון Utility ייחשב לנייר ערך ולגבי מעמדם המשפטי של נכסים מסוג מטבעות "Payment" כאשר לא ברור אם הם נשלטים על ידי גוף ריכוזי או לא. עוד נטען כי דיני ניירות ערך אינם אמורים לחול על נכס קריפטוגרפי שאינו מהווה נייר ערך "קלאסי" (קרי, מניה, אג"ח או יחידות השתתפות), כמו נכס המקנה זכות שימוש או שירות בפלטפורמה דיגיטלית.

עמדת הוועדה בהקשר זה היא כי הבחינה אם הצעה ומכירה של נכסים קריפטוגרפיים מהווה הצעה ומכירה לציבור של ניירות ערך בישראל, ומכאן נתונה להוראות חוק ניירות ערך ולפיקוח הרשות, מחייבת בחינה של לשון החוק ותכליתו, ושל המבחנים המקובלים לעניין זה, כפי שנקבעו בפסיקת בתי המשפט ובעמדות רשות ניירות ערך. דו"ח הביניים הציג ניתוח של המסגרת החוקית וקווים מנחים ליישומה ביחס לנכסים קריפטוגרפיים.

ההבחנה הבסיסית שנערכה בדו"ח הביניים היא בין שלוש קבוצות של נכסים קריפטוגרפיים: (1) Currency – נכסים שנועדו לשמש כאמצעי תשלום, חליפין או סליקה; (2) Investments או Security – נכסים שנועדו להעניק זכויות בעלות, חברות או השתתפות במיזם ספציפי או זכויות לתזרים עתידי מיזם כאמור; (3) Utility – נכסים שנועדו להקנות זכויות גישה או שימוש בשירות או מוצר שמציע מיזם מסוים. עוד הוסבר בדו"ח, כי הקביעה אם נכס קריפטוגרפי הוא נייר ערך תלויה בנסיבות המקרה ובמהות העסקה האמיתית, ואינה מבוססת על התווית המוצמדת לו. ככלל, נכסים מהקבוצה הראשונה (Currency), קרי נכסים שנועדו לשמש כאמצעי תשלום, סליקה או חליפין בלבד, שלא במיזם ספציפי, שאינם מקנים זכויות נוספות מלבד עצם הבעלות בהם, ואינם נשלטים על-ידי גורם מרכזי, לא ייחשבו לנייר ערך.

לעומת זאת, נכסים מהקבוצה השנייה והשלישית אינם מיועדים לשמש אמצעי חליפין בלבד אלא להקנות זכויות נוספות. זכויות אלו לרוב רחבות יותר מעצם זכות הבעלות במטבע, וכוללות בין היתר זכויות בקשר עם מיזם ספציפי. הבדל מהותי נוסף בין נכס קריפטוגרפי המיועד להעברת ערך

לנכסים קריפטוגרפיים מהקבוצה השנייה והשלישית הוא הגורם האנושי העומד מאחוריו – בניגוד לנכסים בעלי אופי מבוזר, טוקנים והמיזם שאליו נועדו פותחו לרוב על ידי מנפיק ריכוזי, לעתים בשלב ראשוני שבו טרם הסתיימו התכנון או הפיתוח של המוצר.

בדו"ח הביניים הוסבר כי בעוד שלגבי נכסים מהקטגוריה של Security שוררת הסכמה כי מדובר בניירות ערך, הרי שלגבי נכסים מסוג Utility נדרשת בחינה של מאפייני הנכסים, וצוין בפרט כי יש להתחשב בין היתר במאפיינים הבאים: (1) מטרת ההשקעה בעיני רוכשי הטוקנים; (2) מידת השימושיות (הפונקציונליות) של הטוקן בשלב ההנפקה, כלומר עד כמה רוכשי הטוקנים יכולים להשתמש בו למטרה שלשמה נועד; (3) מצגים והתחייבויות של היזם, לרבות הבטחה להשגת תשואה וליצירת שוק משני, ומאמצים משמעותיים ליצירת שוק משני לאחר ההנפקה. לפירוט בנושא זה ראו עוד בדו"ח הביניים.

כאמור לעיל, התפישה שתופשת אחיזה בקרב חלק מהרגולטורים ומשתקפת במגמות בתעשייה, וגם חברי הוועדה שותפים לה, היא כי על פי רוב הנפקת נכסים קריפטוגרפיים לציבור תהווה הצעת ניירות ערך.

יחד עם זאת, לא ניתן לשלול מצב דברים של נכסים קריפטוגרפיים בקטגוריית Utility שלא יהיו ניירות ערך. לשם המחשה (דוגמא הלקוחה ממסמך היועצות של הרשות הבריטית): חברה ידועה לייצור מכוניות יוקרה מנפיקה מספר מוגבל של טוקנים המקנים למחזיק בטוקן את הזכות לבצע נהיגת מבחן של שעה ברכב יוקרה חדש שהושק במהדורה מוגבלת זה עתה על-ידי החברה. ניתן למכור ולרכוש את הטוקן בשווקים משניים בהם עשוי מחיר הטוקן לעלות או לרדת כתלות בביקוש לרכב היוקרה, אולם הטוקנים אינם מקנים כל זכות נוספת למחזיקים בהם, לרבות זכות לתשלום, לבעלות, לקבלת החלטות, וכדומה.

על פניו, ובכפוף לכלל נסיבות המקרה, מדובר בטוקנים המונפקים כמקדם מכירות של החברה ואינם מהווים ניירות ערך בהתאם למבחנים המקובלים בנושא זה.

עוד טענו המעירים כי מבחני הזיקה לישראל בהצעה ומכירה לציבור אינם מתאימים לאופי הבינלאומי של הנפקות נכסים קריפטוגרפיים.

בהתחשב בכך שניתן להציע ולמכור כיום ניירות ערך באופן חוצה-מדינות באמצעים טכנולוגיים שונים ומגוונים, לרבות ברשת האינטרנט, חברי הוועדה בדעה שנכסים קריפטוגרפיים אינם מהווים מקרה מיוחד ואין מקום לסטות בעניינו מהמבחנים המקובלים בשאלת התחולה הטריטוריאלית של דיני ניירות ערך. כאמור בדו"ח הביניים ובדומה להצעה של ניירות ערך אחרים, הצעת נכסים קריפטוגרפיים מהווים ניירות ערך לא תיחשב כהצעה לציבור בישראל אם כלל מאפייניה מלמדים על כך שאינה מיועדת לציבור בישראל. מבלי לגרוע מכלליות האמור, מאפיינים מרכזיים העשויים ללמד על כך הם כי שפת השיווק וההצעה אינה עברית; שפת מסמכי ההצעה והמכירה בפועל אינה בעברית; לא נערך שיווק של ההצעה למשקיעים בישראל (באמצעות האינטרנט, הטלפון או כל אמצעי אחר); מארגני ההצעה אינם פונים לציבור בישראל, לרבות בדרך של עריכת כנסי משקיעים או מפגשים פרטיים המיועדים למשקיעים ישראלים.

3.2 פלטפורמות מסחר בנכסים קריפטוגרפיים

חלק מן המעירים ביקשו להגביר את הוודאות הן בנוגע ליכולת של פלטפורמות המסחר המוסדרות תחת הדין הקיים לסחור בנכסים קריפטוגרפיים שנכנסים להגדרת ניירות ערך, והן לגבי דינם של נכסים קריפטוגרפיים שאינם נכנסים להגדרת ניירות ערך מבחינת תחולת חובת הרישוי של פלטפורמות המסחר המעמידות אפשרות לסחור בהם. כמו כן נתבקשה הבהרה בנוגע לכניסתם של נכסים קריפטוגרפיים שעסקאות הרכישה והמכירה שלהם מבוצעת באופן מיידי (SPOT) לקטגוריה הרביעית בהגדרת מכשיר פיננסי בחוק.

לעמדת הוועדה מקום בו מדובר בנכסים קריפטוגרפיים המהווים מכשיר פיננסי כהגדרתו בחוק, יחולו לגביו, כחלק מדיני ניירות ערך, גם הסדרי הרישוי והפיקוח החלים על פלטפורמות המסחר והסליקה. מקום בו הנכסים הקריפטוגרפיים אינם מהווים מכשיר פיננסי כאמור, לא קמה חובת רישוי כפלטפורמת מסחר וסליקה. הגדרת מכשיר פיננסי כוללת בתוכה בין היתר גם ניירות ערך.

כפי שצוין בדו"ח הביניים, לדעת הוועדה, מבחינה לשונית ותכליתית, הסכמים שערכם נגזר מנכסים קריפטוגרפיים, ובכלל זה טוקנים שלא יסווגו כניירות ערך לעניין ההגדרה בסעיף 1 לחוק, ייכללו בדרך כלל בקטגוריה הרביעית להגדרת "מכשיר פיננסי", בין משום שרואים נכסים קריפטוגרפיים אלה כמטבע או כסחורה, ובין משום שרואים בערכם הנקוב כנגזר מערכו של שער חליפין.

הקטגוריה הרביעית נועדה לחול על מסחר בהסכמים והסדרים שנגזרים מערכם של מטבעות, סחורות ונכסי בסיס אחרים, ולא על המסחר הריאלי בנכסי הבסיס עצמם. לתנאים שבהם עסקאות רכישה או מכירה של מטבעות המבוצעות באופן מיידי (SPOT) לא ייחשבו למכשירים פיננסיים מן הסוג הנכלל בקטגוריה הרביעית בהגדרת "מכשיר פיננסי", ראו תשובה לפניה מקדמית בעניין אם. אפ. אקס.⁴⁷ עוד ראו בעיקר לעניין התנאים לקיומה של "העברה בעין" פסק הדין בעת"מ 19803/08/17.⁴⁸

ככלל, תנאים אלה יחולו גם על עסקאות בנכסים קריפטוגרפיים המבוצעות באופן מיידי (SPOT). יחד עם זאת, ייתכנו מקרים שבהם הנכסים הקריפטוגרפיים עצמם יגלמו בתוכם מנגנון של הסכם או הסדר שערכו נגזר מערכם של נכסי בסיס אחרים, ולעתים נכסים קריפטוגרפיים אחרים, למשל באמצעות "חוזה חכם" המבטיח כי ערכם ייגזר מערכו של נכס בסיס אחר. או אז אין רלבנטיות לשאלה האם העסקאות באותם הנכסים הקריפטוגרפיים, המגלמים בתוכם הסכם או הסדר נגזר, מבוצעות באופן מיידי (SPOT), משום שהם עצמם עשויים להיחשב למכשירים פיננסיים מן הסוג הנכלל בקטגוריה הרביעית בהגדרת "מכשיר פיננסי".

כפי שצוין בטיוטת דו"ח הביניים אין ללמוד מסיווגו של מוצר כנייר ערך או כמכשיר פיננסי כי הוא יאושר בהכרח למסחר בפלטפורמות המסחר השונות, ובכלל זה בבורסה. הדבר ייבחן בהתאם לנסיבות של כל מוצר ובהתאם להתפתחויות שיהיו בתחום דינמי זה בארץ ובעולם, וזאת בהתחשב

⁴⁷ תשובה לפניה מקדמית בעניין אם. אפ. אקס.

⁴⁸ עת"מ 19803/08/17 (מח' – ת"א) INTERACTIVE BROKERS LLC נ' רשות ניירות ערך.

בסיכונים הספציפיים לכל מוצר ומוצר ובהשלכות שיהיו לאישורו למסחר על הפלטפורמה ועל הציבור.

הערות ציבור נוספות נגעו לשאלות ספציפיות יותר – האם פלטפורמה שתאפשר ביצוע עסקאות על ידי הפגשה בין קונים ומוכרים, מבלי לכלול סליקה של כספים או נכסים קריפטוגרפיים, תחויב ברישיון בורסה? האם גורם מנפיק המבקש להקצות Liquidity Pool המאפשר לרוכשי הנכסים למכור או לקנות נכסים בפרויקט מול ה-Pool כפוף לחובת רישוי כזירת סוחר?

כפי שצוין בדוח הביניים, אין בעובדה שפלטפורמה אינה מבצעת סליקה כדי להוציאה מתחולת ההגדרה של מערכת למסחר בניירות ערך המחייבת רישיון בורסה. כמו כן, כפי שצוין לעיל, ככלל, השימוש בטכנולוגיה שונה אינו מוציא פעילות מתחולת החוק. לפיכך, במקום שבו הנכסים הקריפטוגרפיים יפלו להגדרת ניירות ערך בסעיף 1 לחוק או להגדרת מכשיר פיננסי בחוק, עשויה להתעורר שאלת תחולת חובת הרישוי כבורסה או כזירת סוחר לפי העניין, כתלות בקיומם של רכיבי הגדרת מערכת מסחר בניירות ערך או זירת סוחר. שאלה זו צריכה להיבחן בהתאם לתכליות ההסדרה ולנסיבות העניין.

להרחבות בנוגע לדין הקיים בכל הנושאים שתוארו לעיל ראה את הפרקים הרלבנטיים בדו"ח הביניים.

מעבר להסברים שניתנו בדו"ח הביניים, כדי לקבל מענה אם פעילות מסוימת נופלת תחת דיני ניירות ערך נדרשת פניה ספציפית, וגופים המעוניינים לעשות זאת יכולים לפנות לרשות ניירות ערך במסלול המקובל של פניה מקדמית, במסגרתה יבחנו כלל הנסיבות הנוגעות לדבר.

3.3 תגובות לסוגיות עקרוניות שהועלו לדין

בדו"ח הביניים העלתה הוועדה כמה סוגיות לדין בהקשר של פלטפורמות המסחר בנכסים קריפטוגרפיים, תחולת חוק השקעות משותפות בנאמנות ותחולת חוק הייעוץ.

החלת חלק מן ההסדרים בחוק ניירות ערך ביחס לפלטפורמות המסחר והסליקה הנותנות שירותים בקשר לנכסים קריפטוגרפיים, שיוכרע לגביהם שאינם נכללים בהגדרת ניירות ערך או בהגדרת מכשיר פיננסי – חלק מן ההערות תמכו בהגבלת האפשרות למסחר בנכסים קריפטוגרפיים שאינם עולים כדי ניירות ערך שלא תחת אסדרה של הרשות וחלק אחר התנגדו לכך.

לעמדת הוועדה, ונוכח העובדה כי המציאות מראה כי גם מסחר בנכסים קריפטוגרפיים שאינם עולים כדי ניירות ערך מבוצע לרוב למטרות השקעה פיננסית, יש יתרונות בהכפפתן של פלטפורמות המסחר בנכסים קריפטוגרפיים לפיקוח הרשות, גם אם אינם נכנסים להגדרת נייר ערך או מכשיר פיננסי, בעיקר ככל שמדובר במערכות המאפשרות מסחר רב צדדי. בחינה בנוגע להרחבת חובת הרישוי צריכה להתבצע בהתאם לנסיבות של כל מוצר ובהתאם להתפתחויות שיהיו בתחום דינמי זה בארץ ובעולם. כמו כן יש לתת את הדעת להתאמות שעשויות להידרש ברגולציה הקיימת כדי להתמודד באופן מיטבי עם מאפיינים שונים של פלטפורמות המבקשות לסחור בנכסים קריפטוגרפיים.

יצירת תשתית אסדרתית לפלטפורמה ייעודית למסחר בנכסים קריפטוגרפיים הנחשבים ניירות ערך – חלק מן המעירים הציעו לעודד אסדרה של פלטפורמות מסחר הפועלות בנכסים קריפטוגרפיים הנכנסים להגדרת נייר ערך תחת פיקוח הרשות.

הוועדה מאמינה כי יש מקום לבחון את האפשרות לבצע התאמות באסדרה הקיימת ליצירת תשתית אסדרתית המתאימה יותר לפלטפורמה למסחר בנכסים קריפטוגרפיים הנחשבים ניירות ערך.

החלת חוק השקעות משותפות על הסדרים להשקעה משותפת בנכסי קריפטו - חלק מן המעירים הביעו עמדה כי אין מקום להחיל את חוק השקעות משותפות על נכסים קריפטוגרפיים, אך רוב המעירים סברו שיש מקום להחיל את החוק על הסדרים כאמור.

מתן אפשרות לקרנות נאמנות להשקיע בנכסים קריפטוגרפיים – מעירים שסברו כי יש להחיל את חוק השקעות משותפות על הסדרי השקעה משותפת בנכסי קריפטו, הביעו באותה נשימה את העמדה כי יש לאפשר לקרנות נאמנות להשקיע בנכסים כאמור, ולעניין זה להשוות נכסי קריפטו שהם ניירות ערך לניירות ערך ונכסים שאינם ניירות ערך – למקביליהם, מטבע או סחורה. נשמעה דעה לפיה יש לעשות השוואה זו גם לעניין המגבלות הכמותיות, ויש שסברו שיש להטיל מגבלות כמותיות חמורות יותר (חשיפה עד 5% משווי נכסי קרן).

לעמדת הוועדה, בעת הזאת לא נכון יהיה להחיל את חוק השקעות משותפות על הסדרי השקעה משותפת בנכסים קריפטוגרפיים שאינם מפקחים ונסחרים כניירות ערך שהוצעו לציבור. כיוון שמדובר בתחום פעילות שנמצא בחיתוליו ומאופיין בתנדטיות רבה ובאקראיות, איננו סבורים כי זו השעה לפעול להרחבת הכללים ולמתן אפשרות לבצע בקרן נאמנות השקעה ישירה בנכסי קריפטו, או להסיר את המגבלות הכמותיות החלות על יצירת חשיפה באמצעות נגזרים. כמו כן, יש מקום לשקול קביעת הגבלה כמותית או אחרת על חשיפה של קרן לנכסי קריפטו הנעשית באמצעות מכשירים המאפשרים זאת ללא השקעה ישירה.

כמו כן הוער כי יש לפעול לפתיחת האפשרות להחזיק נכסים עבור קרן גם באמצעות ארנק דיגיטלי המוחזק בידי נאמן.

לעמדת הוועדה, ככל שבעתיד תישקל אפשרות לאפשר לרכוש ולהחזיק בקרן נכסים קריפטוגרפיים באופן ישיר, תינתן הדעת גם לביצוע התיקונים הדרושים בחוק כדי לאפשר זאת מבחינת אופן ההחזקה.

הגדרת נכס קריפטוגרפי כנכס אשר רק בעל רישיון ייעוץ השקעות, שיווק השקעות או ניהול תיקים רשאי לייעץ לגביו – חלק מן המעירים סברו כי יש להגדיר נכס קריפטוגרפי כנכס שרק בעל רישיון לפי חוק הייעוץ יהיה רשאי לייעץ לגביו, וחלק אחר סברו שאין לעשות זאת.

לדעתנו יש מקום לשקול תיקון חוק הייעוץ באופן שבו מתן שירות לפי החוק ביחס לנכס קריפטו מכל סוג (בין שהוא נייר ערך ובין שלא - כמו אמצעי תשלום מובהק כגון ביטקוין) יהיה תחת תחולת החוק ויהיה טעון רישיון.

מתן אפשרות למנהל תיקים לנהל ולהחזיק בתיק מנוהל נכסים קריפטוגרפיים בהחזקה ישירה - חלק מן המעירים סברו כי הדבר רצוי ואחרים סבורים שאין לעשות כן.

לנוכח הסיכונים התפעוליים הכרוכים בהחזקת נכסי קריפטו איננו סבורים כי בשלב זה יש לאפשר למנהלי תיקים לנהל תיק הכולל נכסים אלו, תוך רכישתם על דעת עצמם ועל פי ייפוי כוח, במיוחד לנוכח סיכוני השוק המוגברים, התנודתיות והאקראיות המאפיינים את התחום. גם אם הדבר לא יתאפשר, לא תימנע האפשרות של משקיע פרטי המעוניין להשקיע בנכסים קריפטוגרפיים, להיעזר בשירותי ייעוץ השקעות בין בידי יועץ השקעות ובין בידי מנהל תיקים. גם האחרון לא יהיה מנוע, במסגרת השירות שהוא נותן ללקוח על נכסים שעליהם חל חוק הייעוץ, מלייעץ ללקוח לרכוש גם נכסים קריפטוגרפיים תוך שקילת התנודתיות, הסיכונים והתאמת ההשקעה בהן לצרכי הלקוח.

4. החזון - פיתוח הטכנולוגיה לצד הגנה על המשקיעים

הוועדה מאמינה כי התעשייה המבוססת על טכנולוגיית הרישום המבוזר (DLT) היא תעשייה חדשנית בעלת פוטנציאל לשנות ולייעל את העולם הפיננסי. מאפייניה הייחודיים של ישראל ומעמדה העולמי בתעשייה זו, יכולים להביא לכך שלתעשייה זו תהיה תרומה לצמיחת המשק הישראלי. הנפקה לציבור של נכס קריפטוגרפי מאפשרת למיזמים טכנולוגיים חדשניים בתחילת דרכם לגייס כספים בזמן קצר יחסית, ולצמצם את הסתמכותם על הגורמים המממנים המסורתיים כמו קרנות הון-סיכון. יתרון נוסף של ההנפקות הוא האפשרות של משקיעים להשתתף בפיתוח המוצר או השירות ולתרום להצלחתו, על ידי השתתפות בכתיבת הקוד הטכני או שימוש פעיל בפלטפורמה עצמה באמצעות הנכסים. מנגד התברר בעולם כי בחלק מההנפקות התרחשו תרמיות ומניפולציות במסחר או פרצות אבטחה שהובילו לאובדן כספי משקיעים ויזמים.

להתפתחותן של טכנולוגיות חדשניות נודעת חשיבות רבה בתרומה לייעול ופיתוח השוק הפיננסי ולחיזוק הכלכלה הישראלית. תרומה זו יכולה לבוא לידי ביטוי בין היתר בחלקן של טכנולוגיות אלה בפיתוחם של אמצעי מימון חדשים עבור חברות ישראליות, ובהנגשת אפיקי השקעה מגוונים לציבור הישראלי. לאור זאת הכירה הוועדה חשיבות בכך שהרשות תיקח חלק פעיל ביצירת תשתית רגולטורית ובנקיטת צעדים אקטיביים להטמעת קידמה טכנולוגית בשוק ההון.

יחד עם זאת, תפקידה העיקרי של הרשות הוא הגנה על המשקיעים, ולפיכך על הרשות להבטיח כי השימוש בטכנולוגיה חדשנית מבוצע באופן הוגן המבטיח את השמירה על עניינו של ציבור המשקיעים ועל אמונו בשוק ההון.

המגמות וההתפתחויות בשנה האחרונה, ובראשן המעבר להנפקה של נכסים קריפטוגרפיים כניירות ערך בהתאם לכללי הרגולציה, מחזקות את התפישה כי הצלחתו של התחום תלויה בין היתר ביחסו לרגולציה ומעידות על כך שהפיקוח על התחום אינו מנוגד לתחום אלא יכול לתרום לקידומו. גם בקרב התעשייה נשמעים קולות רבים המברכים על הפיכתו של התחום למפוקח, בעיקר בשל יתרונותיה של הרגולציה בשמירה על ההוגנות והמונטין, ביצירת סטנדרטים וסף רצינות לכניסה ובהרחקתם של גורמים המנסים "לרכב" על הצלחתם של אחרים.

5. הסדרת תחום הנכסים הקריפטוגרפיים בעתיד

דו"ח הביניים עסק בעיקר בתחולת הדין הקיים וכלל סוגיות לדיון והמלצות הנוגעות לטיפול עתידי בנכסים קריפטוגרפיים. אחת השאלות בהן עסקה הוועדה הינה האם, ובאיזה אופן, יש להסדיר את תחום הנכסים הקריפטוגרפיים באופן ייחודי לנוכח מאפייניו. בעניין זה הוצגו כמה שאלות עקרוניות להערות הציבור וכן כמה אפשרויות אסדרה כגון הקלות לביצוע גיוסים בהיקפים מוגבלים, התאמת המסלול של מימון המונים, ארגז חול רגולטורי, מנגנון הסתמכות על דין זר, ומשטר גילוי ייעודי.

על רקע המגמות שתוארו לעיל והמעבר להנפקה של נכסים קריפטוגרפיים הנכללים בהגדרת ניירות ערך, קיימת חשיבות רבה להתמודדות הרגולציה עם תחום חדשני זה על מאפייניו הייחודיים.

הקושי בהצעת מסגרת קונקרטית נובע מכך שמדובר בתחום חדש ודינאמי, ועיצוב הסדרה מפורטת וקשיחה בשלב זה, הטעונה על פניו חקיקה חדשה, צפוי להיות לא אפקטיבי, הן בהיבט של התפתחות התעשייה הן בהיבט של הגנת ציבור המשקיעים. על רקע זה סבורה הוועדה כי יש להתמקד באפשרויות הבאות הנהנות מגמישות מובנית:

1. משטר גילוי ייעודי – הצעה ומכירה של ניירות ערך לציבור טעונה פרסום תסקיף וכניסה

למשטר של חובות דיווח שוטף מכוח חוק ניירות ערך. הדרישות במשטר פיקוח זה מתמקדות בגילוי שמטרתו לספק כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר. דרישות הגילוי מותאמות לסוגים שונים ומגוונים של פעילויות עסקיות, וכך ניתן לראות חברות בתחום הנדל"ן, קמעונאות, תעשייה, הייטק, נפט וגז, ועוד, שהנפיקו ניירות ערך לציבור המשקיעים בישראל. אין מניעה כי גם חברות המבקשות לגייס כספים באמצעות הנפקת נכסים קריפטוגרפיים שהינם ניירות ערך יפעלו תחת משטר הפיקוח האמור, והגילוי ביחס לחברות אלה יותאם למאפיינים הייחודיים של פעילותן, בין היתר בהתאם לניסיון שיצטבר עם פניית מיזמים לרשות לצורך ביצוע הנפקת נכסים קריפטוגרפיים, או על בסיס ניסיונם של רגולטורים במדינות נוספות. מבלי לקבוע מסמרות נראה כי על גילוי זה לכלול מידע בשפה נגישה ומובנת לציבור הרחב, תוך מתן דגש בין היתר לזכויות הגלומות בנכסים, לניסיון היזמים, למטרות הפיתוח ולהערכת לוחות הזמנים והעלויות הכרוכות בו, ולסיכוני אבטחה וסייבר.

2. הקלות ותנאים לפעילות במסגרת "ארגז חול רגולטורי" (Regulatory Sandbox) –

רשות ניירות ערך שותפה לצוות בין משרדי שהמליץ לאחרונה על הקמת סביבה רגולטורית מקלה ומותאמת לחברות שעושות שימוש בטכנולוגיה חדשה לצורך אספקת מוצרים ושירותים פיננסיים. במסגרת זו מוצע להקים פלטפורמה של סביבת ניסוי המאפשרת למידה, ניסוי וטעייה להתמודדות עם האתגרים הרגולטוריים המאפיינים את חברות הפינטק, הן מצד החברות הן מצד הרגולטורים, תוך יצירת "סביבה בטוחה" בה יוכלו לפעול חברות הבוחנות פיתוח או יישום של מוצר או שירות פיננסי חדש, מבלי שיצטרכו לעמוד בכל כללי הרגולציה שחלים עליהן, ובתנאי שפעילות החברה תוגבל באופנים מסוימים כדי לגדר את הסיכון הנובע מהוויתור על עמידה במלוא דרישות הדין (למשל הגבלה על היקף הפעילות או על מספר הלקוחות). כאשר מסגרת זו תוקם ניתן יהיה להשתמש בה להתנסות בהנפקות נכסים קריפטוגרפיים וליווי יזמים במתכונת זו.

3. **פלטפורמה ייעודית למסחר בנכסים קריפטוגרפיים שהינם ניירות ערך** - אחד האתגרים של תעשיית הנכסים הקריפטוגרפיים הוא מתן אפשרות מסחר בפלטפורמה בטוחה ואמינה. אתגרים אלה קיימים גם בצד הרגולטורי כדי להעניק לציבור המשקיעים הגנה בסיסית בעת ההשקעה בנכסים. האסדרה הקיימת היום לפלטפורמות מסחר וסליקה לא עוצבה כדי להתאים למאפייני הפעילות בנכסים קריפטוגרפיים, ולפיכך יש מקום לבחון את האפשרות לביצוע התאמות בהסדרה הקיימת לצורך יצירת תשתית אסדרתית מתאימה יותר לפעילות המסחר הזו, שתתמודד באופן המיטבי עם סיכונים הגלומים בפעילות זו.

כמו כן הוועדה ממליצה לבחון החלת מודל הדומה למימון המונים (Crowd Funding) – בשנת 2015 תוקן חוק ניירות ערך במטרה להסדיר מודל של מימון המונים, אשר יאפשר לחברות קטנות ובינוניות וחברות מחקר ופיתוח לגייס מימון מהציבור בהיקפים מוגבלים באמצעות פורטלים אינטרנטיים ייעודים (רכזי הצעה). הוועדה ממליצה לבחון ערוץ מימון במודל עם עקרונות אסדרה דומים למימון המונים עבור מיזמי נכסים קריפטוגרפיים שהינם ניירות ערך.

עיצובן של מסגרות אלה, או כל מסגרת אסדרתית אחרת שנראה לנכון לקדם בעתיד, ראוי שיהיה תוך דיון שוטף עם התעשייה. קשר בלתי-אמצעי רציף ומתמשך ושיתוף פעולה בין הרשות לבין גורמים בתעשייה הוא הכרחי לצורך המשך ההתמקצעות של עובדי הרשות, הכרת התחום על-ידה, למידת מאפייניו הייחודיים, ומתן פתרון רגולטורי הולם. ככל שיגיעו לפתחנו דוגמאות ומקרי בוחן אמיתיים, כך עיצובן של מסגרות אלה יהיה נכון, אפקטיבי ומהיר יותר. על כן, אנו מזמינים יזמים המעוניינים בכך לפנות לרשות. הרשות מתחייבת לבחון פניות אלה באופן פתוח ובקבועי זמן קצרים ככל שניתן, תוך אימוץ פרשנות גמישה שמכירה בחשיבות אימוץ חדשנות טכנולוגית בשוק ההון, לצד הגנת המשקיעים בשוק ההון.

נספחים

נספח א' - ריכוז הנושאים שהועלו בהערות ציבור שהתקבלו לדו"ח הביניים

נושא	מס'	תוכן ההערה
הערות הנוגעות להצעה ומכירה לציבור של ניירות ערך		
מבחנים לתחולת הגדרת נייר ערך	1.	דו"ח הביניים של הוועדה אינו כולל מבחנים מפורטים דיים להבחנה בין מקרים של נכס קריפטוגרפי המהווה נייר ערך, ובין מקרים בהם אינו מהווה נייר ערך, ובפרט בהתייחס לאסימון Utility. היעדר כללים ברורים מקשה על יצירת ודאות משפטית ועשוי ליצור אפקט מצנן על פעילות תעשיית הבלוקצ'יין בישראל.
	2.	דיני ניירות ערך אינם אמורים לחול על נכס קריפטוגרפי שאינו נייר ערך "קלאסי" (קרי, מניה, אג"ח או יחידות השתתפות), כמו נכס המקנה זכות שימוש או זכות לקבלת שירות בפלטפורמה דיגיטלית (Utility Token).
	3.	בחינת מטרת הרכישה בעיני הרוכשים, כחלק מהמבחנים לתחולת הגדרת נייר ערך הינה בעייתית, בשל העדר שליטה של המנפיק על הסיבות בגינן יחליטו רוכשים להשתתף בהנפקה.
	4.	קיומו של שוק משני אינו מהווה אינדיקציה לתחולת הגדרת נייר ערך על נכסים קריפטוגרפיים.
	5.	בחינת המצגים של הגוף המנפיק אינה צריכה להוות שיקול לעניין השאלה האם מדובר בנייר ערך.
	6.	דו"ח הביניים אינו מבהיר את מעמדם המשפטי של נכסים מסוג Payment ("מטבעות") והאם הם עשויים להיחשב כנייר ערך, גם כאשר לא ברור אם הם נשלטים על ידי גוף ריכוזי או לא.
תחולת דיני ניירות ערך	7.	מבחני הזיקה לישראל בהצעה ומכירה לציבור, לצורך בחינת תחולתם של דיני ניירות ערך, אינם מתאימים לאופי הייחודי של הנפקות נכסים קריפטוגרפיים, בהם מעורבים גורמים מכל העולם.
	8.	המסגרת המשפטית המתאימה לאסדרת הנפקות נכסים קריפטוגרפיים אינה דיני ניירות ערך, אלא דיני הגנת הצרכן.
הערות הנוגעות לרישוי ופיקוח על פלטפורמות מסחר וסליקה בחוק ניירות ערך		
תחולת דיני ניירות ערך, בהתייחס לחובת הרישוי של פלטפורמות מסחר וסליקה	9.	חלק מהמעירים טענו כי דיני ניירות ערך ובכלל זה חובות הרישוי של פלטפורמות המסחר והסליקה צריכים לחול רק על נכסים קריפטוגרפים בעלי מאפיינים "קלאסיים" של ניירות ערך (מניה אגרת חוב או יחידת השתתפות). כמו כן ביקשו להגביר את הוודאות בנוגע ליכולת של פלטפורמות מסחר, המוסדרות לפי הדין הקיים, לסחור בנכסים קריפטוגרפיים שיכנסו להגדרת ניירות ערך.

<p>נתבקשה הבהרה מה דינם של נכסים קריפטוגרפיים שאינם נכסים להגדרת ניירות ערך בסעיף 1 לחוק מבחינת תחולת חובת הרישוי של פלטפורמת המסחר המעמידות אפשרות לסחור בהם. בנוסף בחלק מן ההערות נתבקשה הבהרה בנוגע לכניסתם של נכסים קריפטוגרפיים שעסקאות הרכישה והמכירה שלהם מבוצעת באופן מיידי (SPOT) לקטגוריה הרביעית בהגדרת מכשיר פיננסי בחוק.</p>	<p>10.</p>	<p>בנכסים קריפטוגרפיים</p>
<p>הוועדה נתבקשה לשקול מתן הקלות מחובת הרישוי של זירות סוחר, כאשר המנפיק מקצה בשיטת Liquidity Pool, המאפשרת לרוכשי הנכסים למכור ו/או לקנות נכסים בפרויקט מול הפול.</p>	<p>11.</p>	
<p>נטען כי נדרשת הבהרה שלא נדרש רישיון בורסה בנסיבות שבהן הפלטפורמה מאפשרת ביצוע עסקאות על ידי הפגשה בין קונים ומוכרים בלבד, ואינה כוללת סליקה של כספים או נכסים קריפטוגרפיים.</p>	<p>12.</p>	
<p>במענה לסוגיה לדיון שהעלת הוועדה בשאלה האם יש מקום להחיל חובת רישוי של זירות סוחר על פלטפורמות מסחר וסליקה, הנותנות שירותים בקשר לנכסים קריפטוגרפיים, גם אם אינם נכללים בהגדרות של "נייר ערך", או "מכשיר פיננסי" בחוק ניירות ערך. חלק מן ההערות הצביעו על היתרונות שבהכפפת פלטפורמות המסחר בכלל הנכסים הקריפטוגרפיים, בין אם הם נכנסים להגדרת נייר ערך ובין עם לאו, לפיקוח הרשות, מבחינת ההגנה על המשקיע ומבחינת הלגיטימיות לפעילותן. חלק מן ההערות תמכו בהגבלת האפשרות למסחר בנכסים קריפטוגרפיים שאינם עולים כדי ניירות ערך שלא תחת אסדרה של הרשות וחלק אחר התנגדו לכך.</p>	<p>13.</p>	
<p>במענה לסוגיה לדיון שהעלת הוועדה חלק מן המעירים תמכו בצירת תשתית אסדרתית לפלטפורמות ייעודיות למסחר בנכסים קריפטוגרפיים המהווים ניירות ערך, שיפעלו תחת פיקוחה של הרשות.</p>	<p>14.</p>	
<p>הערות הנוגעות לתחולת חוק הקרנות</p>		
<p>במענה לסוגיה לדיון שהעלת הוועדה בשאלה האם יש מקום להחיל את חוק הקרנות על הסדרים להשקעה משותפת בנכסים קריפטוגרפיים, חלק מן המעירים הביעו עמדה כי אין מקום להחיל את חוק הקרנות על נכסים קריפטוגרפיים, אך רוב המעירים סברו שיש מקום להחיל את חוק הקרנות על הסדרים כאמור.</p>	<p>15.</p>	<p>תחולת חוק השקעות משותפות על הסדרים להשקעה</p>

<p>כל מי שהביעו דעה כי יש להחיל את חוק השקעות משותפות על הסדרי השקעה משותפת בנכסי קריפטו, הביעו באותה נשימה את העמדה כי יש לאפשר לקרנות נאמנות להשקיע בנכסים כאמור, ולעניין זה להשוות נכסי קריפטו שהם ניירות ערך לניירות ערך ונכסים שאינם ניירות ערך – למקביליהם, מטבע או סחורה. נשמעה דעה לפיה יש לעשות השוואה זו גם לעניין המגבלות הכמותיות, ויש שסברו שיש להטיל מגבלות כמותיות חמורות יותר (חשיפה עד 5% משווי נכסי קרן).</p>	<p>16.</p>	<p>משותפת בנכסים קריפטוגרפיים</p>
<p>הוער כי יש לפעול לפתיחת האפשרות להחזיק נכסים עבור קרן גם באמצעות ארנק דיגיטלי המוחזק בידי נאמן.</p>	<p>17.</p>	
<p>הערות הנוגעות לתחולת חוק הייעוץ</p>		
<p>במענה לסוגיה לדיון שהעלת הוועדה לגבי הגדרת נכס קריפטוגרפי כנכס אשר רק בעל רשיון ייעוץ השקעות, שיווק השקעות או ניהול תיקים רשאי לייעץ לגביו – חלק מן המעירים סברו כי יש להגדיר נכס קריפטוגרפי כנכס שרק בעל רשיון לפי חוק הייעוץ יהיה רשאי לייעץ לגביו, וחלק אחר סברו שאין לעשות זאת.</p>	<p>18.</p>	<p>תחולת חוק הייעוץ על מתן שירותי ייעוץ וניהול השקעות בנכסים קריפטוגרפיים</p>
<p>במענה לסוגיה לדיון שהעלת הוועדה לגבי מתן האפשרות למנהל תיקים לנהל ולהחזיק בתיק מנוהל נכסים קריפטוגרפיים בהחזקה ישירה - חלק מן המעירים סברו כי הדבר רצוי ואחרים סבורים שאין לעשות כן.</p>	<p>19.</p>	

נספח ב' - דין משווה - מגמות רגולטוריות בזירה הבינלאומית

תחום ה-ICO והנכסים הקריפטוגרפיים הינו תחום חדשני ומתפתח, המושך את תשומת ליבם של ארגונים בינלאומיים כדוגמת IOSCO כמו גם רגולטורים רבים במדינות שונות. רגולטורים שונים בעולם לומדים את התחום, ולאור זאת שהתחום עדיין בראשיתו מתפרסמות התייחסויות של רגולטורים שונים לנושא חדשות לבקרים. להלן סיכום עיקרי המגמות המרכזיות בתחום עד למועד פרסום דו"ח זה.

אזהרות כלליות

במהלך שנת 2017 החלו מדינות רבות כדוגמת **ברזיל, הולנד, רוסיה, פולין, מלזיה, ניגריה ודובאי**, לפרסם אזהרות כלליות לציבור בנושא השקעה בנכסים קריפטוגרפיים או בטוקנים בכלל ובאמצעות ICO בפרט. ישנן מדינות, כדוגמת המדינות המוזכרות לעיל, שפרסמו אזהרות אך לא פרסמו עד למועד סקירה זו התייחסות לשאלה האם על גיוסי כספים מהציבור באמצעות ICO חלים חוקי ניירות הערך של מדינתן. מדינות כמו **גיברלטר⁴⁹ ותאילנד⁵⁰**, לא הסתפקו באזהרות לציבור ופרסמו בהמשך חוזרים והוראות בתחום זה כפי שיפורט להלן. גם רשות ניירות הערך האירופאית, **ESMA**, פרסמה⁵¹ שתי אזהרות המתייחסות ל-ICO. הראשונה נועדה להזהיר את המשקיעים מפני הסיכונים הגלומים ב-ICO והשנייה ביקשה להתריע בפני החברות המעורבות בהליך ה-ICO בדבר הצורך שלהן לעמוד בחובות רגולטוריות.

איסור פעילות

סין⁵² ודרום קוריאה אסרו באופן מוחלט על כל פעילות של גיוס כספים מהציבור באמצעות טוקנים דיגיטליים כלשהם.⁵³ כמו כן, בחודש ינואר 2018 הוצגה בדרום קוריאה מדיניות של "אי-אנונימיות", לפיה כל אדם הסוחר בנכסים קריפטוגרפיים יעשה זאת בשמו שלו, וביטלו את האפשרות לסחור גם דרך חשבונות בהם זהות בעלי החשבון אינה עדכנית או באמצעות חשבונות של מתווכים.

⁴⁹ [http://www.gfsc.gi/uploads/DLT%20regulations%20121017%20\(2\).pdf](http://www.gfsc.gi/uploads/DLT%20regulations%20121017%20(2).pdf)

⁵⁰ https://www.sec.or.th/EN/SECInfo/LawsRegulation/Documents/actandroyal/digitalasset_decree_25

[61 EN.pdf](#)

⁵¹ <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164->

<https://www.esma.europa.eu/press-> ;1284 joint esas warning on virtual currencies.pdf

<news/esma-news/esas-warn-consumers-risks-in-buying-virtual-currencies>

⁵² <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3377816/index.html>

⁵³ כתבה בנושא מטבעות קריפטוגרפיים ביפן ודרום קוריאה

החלת המסגרת הרגולטורית הקיימת בתחום ניירות ערך

מדינות רבות, כגון **אוסטרליה**⁵⁴, **ארה"ב** (ר' פירוט נוסף בנוגע לארה"ב להלן), **גרמניה**⁵⁵, **הונג קונג**⁵⁶, **ניו זילנד**⁵⁷, **סינגפור**⁵⁸, **ספרד**⁵⁹, **קנדה**⁶⁰ ו**שווייץ**⁶¹, פרסמו פרמטרים אשר על פיהם תיבחן תחולת הרגולציה בתחום ניירות ערך, בכל מקרה ומקרה באופן ספציפי (Case by Case). ככל שהנפקה מסוימת של טוקנים תעלה לכדי הנפקה של מניות, נגזרים או יחידות בקרנות השקעה משותפות, יחולו עליה הוראות החוק הרלוונטיות. במסגרת החלת המסגרת הרגולטורית הקיימת החלו הרשויות בכמה מדינות, ובראשן **ארה"ב**, לנקוט בהליכי אכיפה בשל הפרת חוקי ניירות ערך בהתייחס לפעילות בנכסים קריפטוגרפיים.

מאז אפריל 2018 הצליחה **אוסטרליה**⁶² למנוע חמישה גיוסי הון באמצעות ICO, שנעשו ללא הגנה מספקת על המשקיעים. הליכי ICO אלו נעצרו, וחלקם צפויים להתבצע מחדש על מנת לעמוד בחקיקה הרלוונטית. כמו כן הוצא צו עצירה למכירה של יחידות השתתפות בקרן השקעה משותפת, אשר תכננה להשקיע במגוון רחב של נכסי קריפטו.

רשות ניירות הערך האוסטרלית, (ASIC) זיהתה כמה בעיות בהקשר של גיוסי הון באמצעות ICO כדוגמת: שימוש בהצהרות מטעות או כוזבות בחומרי שיווק ומכירה, הפעלת קרנות השקעה משותפות באופן לא חוקי, ופעילות ללא רישיון למתן שירותים פיננסיים אוסטרליים.

בקנדה ובסינגפור פרסמו הרשויות הרלוונטיות רשימת דוגמאות ומקרים תיאורטיים אותם הם ניתחו, וחיוו את דעתן ביחס לתחולה אפשרית של חוקי ניירות ערך במקרים אלו. בעוד שבקנדה נראה שהרוב המכריע של הדוגמאות הוביל להחלת דיני ניירות ערך על הפעילות המתוארת בדוגמאות, בסינגפור תוארו, בין יתר הדוגמאות, שני מקרים אשר לדעת הרשות לניירות בסינגפור לא יחולו לגביהם חוקי ניירות ערך כדלהלן:

⁵⁴ <https://asic.gov.au/regulatory-resources/digital-transformation/initial-coin-offerings-and-crypto-currency>

⁵⁵ https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2017/fa_bj_1711_ICO_en.html

⁵⁶ <https://www.sfc.hk/web/EN/news-and-announcements/policy-statements-and-announcements/statement-on-initial-coin-offerings.html>

⁵⁷ <https://fma.govt.nz/news-and-resources/media-releases/fma-commentary-on-icos-and-cryptocurrencies>

⁵⁸ <http://www.mas.gov.sg/~media/MAS/News%20and%20Publications/Monographs%20and%20Information%20Papers/Guide%20to%20Digital%20Token%20Offerings%20last%20updated%20on%2030%20Nov.pdf>

⁵⁹ <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7b62395018-40eb-49bb-a71c-4afb5c966374%7d>

⁶⁰ http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category4/csa_20180611_46-308_implications-for-offerings-of-tokens.pdf

⁶¹ <https://www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/4dokumentation/finma-aufsichtsmittelungen/20170929-finma-aufsichtsmittelung-04-2017.pdf?la=en&hash=9DCC5C1FF8F61C9AA9412FAD2D7C70533F341EF2>

⁶² <https://asic.gov.au/about-asic/news-centre/find-a-media-release/2018-releases/18-122mr-asic-takes-action-on-misleading-or-deceptive-conduct-in-icos>

- חברה מעוניינת לפתח פלטפורמה שתאפשר השכרת "כוח חישוב" ממשתמשים אחרים בפלטפורמה, ולשם כך מציעה טוקנים לציבור בכל העולם, לרבות בסינגפור, אשר יקנו למשקיעים גישה לפלטפורמה, את הזכות להשתמש בה ואת האפשרות לשלם באמצעות הטוקן למשתמשי הפלטפורמה האחרים. הפלטפורמה אינה קיימת במועד הצעת הטוקנים. מכיוון שהטוקן יאפשר רק גישה למערכת ותשלום בה למשתמשים אחרים, ללא כל זכויות אחרות, הטוקן אינו מהווה נייר ערך, וחוקי ניירות הערך בסינגפור לא יחולו על ההצעה.

- חברה מתכננת לבנות פלטפורמה מבוזרת לאיסוף נתוני צרכנים מאתרי מסחר אלקטרוני לצורך ביצוע פרסום ממוקד. כדי לממן את פיתוח הפלטפורמה מתכוונת החברה לגייס כספים ממשקיעים באמצעות הצעת טוקנים דיגיטליים. טוקן זה ייתן למשקיעים רק את אפשרות להצביע על תכונות עתידיות של הפלטפורמה ואין זכויות אחרות המוצמדות אליו. החברה תחלק את הטוקן גם כתגמול למשקיעים בגין השתתפות בסקרים בנושא זה. כמות הטוקנים שתחולק לכל משקיע כתגמול על השתתפותו בסקרים מבוססת רק על השימוש ועל הפעילות שלו בפלטפורמה ולא על בסיס השקעה נוספת בה. מאחר שהטוקן אינו מהווה מוצר בשוק ההון או מוצר השקעה בהתאם לחוקי ניירות הערך בסינגפור, חוקי ניירות הערך בסינגפור לא יחולו על ההצעות או המכירות של הטוקנים על ידי החברה.

בשוויץ⁶³, הרשות הפיננסית השוויצרית (FINMA), קבעה שלוש קטגוריות לסיווג טוקנים בהתאם לשימוש הכלכלי של הטוקן: payment token המשמש כאמצעי תשלום, asset token המייצג נכסים כמו חוב או תביעת הון מהמנפיק, ו-utility token המשמש כאמצעי גישה דיגיטלי לאפליקציה או לשירות. utility token לא יוגדר כנייר ערך אם מטרתו היא להעניק זכות גישה דיגיטלית לאפליקציה או לשירות, ואם הטוקן יכול לשמש ככזה במועד ההנפקה. במקרים אלה, השימוש הבסיסי של הענקת גישה לשוקי הון, שהוא רכיב אופייני לניירות ערך, נעדר מהמאפיינים של טוקן זה. במידה שהמטרה הבלעדית או הנוספת של טוקן מסוג utility במועד ההנפקה היא השקעה, FINMA תתייחס אליו כאל נייר ערך. בחודש פברואר 2018 פרסמה FINMA⁶⁴ מדריך להליך הגשת בקשות ל-FINMA לצורך קיום דיון מקדים עם נציגי מיזמים המעוניינים לגייס כסף מהציבור באמצעות ICO ביחס לנושאים הקשורים למתן היתר, ככל שנדרש, ועזרה בהליך קבלתו. במסגרת הבקשה להיתר על מגיש הבקשה לתאר ולפרט על אודות מנהלי הפרויקט, הפרויקט עצמו, הליך הנפקת הטוקנים, אפשרויות ההעברה של הטוקנים ונושאים הקשורים לשוק משני. כמו כן בחודש ספטמבר 2018 פרסם איגוד הבנקים השוויצרי (SBA) מדריך עבור חבריו בנושא פתיחת חשבונות בנק לחברות Blockchain, בו מפורטים הסיכונים וההתמודדות איתם בכל הקשור לפתיחת חשבונות של חברות המאוגדות בשוויץ, העוסקות בתחום זה ומגייסות כספים, לרבות באמצעות ICO.

אסדרה ייעודית קיימת או מוצעת לתחום הנכסים הדיגיטליים

מדינות אחדות הודיעו כי הן בוחנות יצירה והחלה של אסדרה ייעודית לתחום הנכסים הדיגיטליים, ואחרות כבר מיישמות אסדרה מסוג זה.

⁶³ <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung>

⁶⁴ <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>

א. באנגליה, רשות ניירות הערך (ה-FCA) פרסמה בחודש אפריל 2017 מסמך היועצות בנושא DLT⁶⁵, שכלל התייחסות ל-ICO, ובדצמבר 2017 היא קבעה כי היא לא רואה לנכון לשנות את ההוראות הקיימות ב-Handbook שלה⁶⁶. כמו כן, ה-FCA ציינה כי היא תמשיך לאסוף מידע מעמיק יותר בקשר ל-ICOs, ותבחן את עמדתה על בסיס מידע חדש שייאסף. בחודשים ספטמבר ואוקטובר 2018 פורסמו באנגליה שני דו"חות, אשר נראה כי יש בהם כדי לשנות את גישת ה-FCA המתוארת לעיל.

להלן עיקרי הדו"חות:

1. וועדת האוצר (treasury committee) של בית הנבחרים בבריטניה פרסמה דו"ח בנושא נכסי קריפטו⁶⁷, בו היא קובעת כי על אף שרוב ה-ICOs מצויים מחוץ לתחום סמכותה של ה-FCA, הוועדה ממליצה לעדכן את פקודת הפעילויות המפוקחות (The Regulated Activities Order)⁶⁸ בדחיפות, על מנת ש-ICOs יהיו בתחום פיקוחה של ה-FCA, ולשם קידום הגנת המשקיעים בתחום זה. נוכח היקף התופעה, מגוון צרכני נכסי קריפטו, התפקיד הפוטנציאלי של נכסים אלו בפעולות הלבנת כספים וחוסר היעילות של רגולציה עצמית, הוועדה מאמינה שיש צורך ברגולציה ייעודית לתחום. לדברי הוועדה יש שתי דרכים להחיל רגולציה על נכסי קריפטו. האחת, הוספת פעילות הקשורה לנכסי קריפטו לפקודת הפעילויות המפוקחות. השנייה, חקיקת רגולציה חדשה, ייעודית לנכסי קריפטו. הוועדה סבורה כי החלת רגולציה על נכסי קריפטו ופעילויות נלוות, באמצעות הרחבת פקודת הפעילויות המפוקחות, תהיה הדרך המהירה ביותר כדי להעניק ל-FCA את הסמכויות המשפטיות הנדרשות לביצוע תפקידיה בהגנה על המשקיעים ושמירה על השוק. כדוגמא, מוזכר התיקון לפקודה זו אשר הכפיף את תחום ההלוואות מעמית לעמית (peer to peer lending) ל-FCA. תכנון מסגרת רגולטורית חדשה ייגזול בהכרח זמן רב יותר, ובהתחשב בסיכונים הקיימים בתחום יש להתייחס למשימה זו בעדיפות עליונה. הוועדה ממליצה לממשלה לבחון אלו פעילויות הקשורות לנכסי קריפטו צריכות להיות מוגדרות בפקודת הפעילויות המפוקחות ואת ההשלכות של קביעה זו. כפי שפורט בדו"ח, פעילויות אלו צריכות לכלול לכל הפחות גיוס כספים מהציבור באמצעות ICOs וניהול פלטפורמות מסחר לנכסי קריפטו.

2. צוות משימה המורכב מנציגי משרד האוצר האנגלי, ה-FCA וה-Bank of England, קבע בדו"ח שפרסם⁶⁹, כי בעוד שטוקן מסוג security (כהגדרתו בדו"ח) כפוף לרגולציה הנוכחית ובאחריותן של החברות לקבוע האם הפעילות שלהן דורשת רישיון, צוות המשימה מכיר בכך שהמורכבות והעמימות של נכסי קריפטו רבים יוצרות קושי לקבוע האם הם מסווגים כטוקן מסוג security. כמו כן, צוות המשימה מכיר בכך שייכתנו מקרים בהם חברות ינפיקו נכסי קריפטו בעלי מאפיינים דומים להשקעות (בהתאם לקבוע בפקודת הפעילויות

⁶⁵ <https://www.fca.org.uk/publications/feedback-statements/fs17-4-distributed-ledger-technology>

⁶⁶ <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-publishes-feedback-statement-distributed-ledger-technology>

⁶⁷ <https://publications.parliament.uk/pa/cm201719/cmselect/cmtreasy/910/910.pdf>

⁶⁸ <http://www.legislation.gov.uk/ukxi/2001/544/contents/made>

⁶⁹ https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/752070/cryptoassets_taskforce_final_report_final_web.pdf

המפוקחות), אך יעוצבו באופן בו הם לא יהיו כפופים לרגולציה הקיימת (בין אם בכוונה ובין אם לאו). בנסיבות אלה, חשוב לבחון מחדש את התחולה הרגולטורית על נכסים אלו, כדי להבטיח שנכסי קריפטו הבנויים באופן דומה לצורך השגת תוצאה דומה מטופלים בדרך דומה על ידי הרגולטורים. בדו"ח צוין כי הממשלה תפרסם נייר היועצות בנושא בתחילת 2019, זאת על מנת לבחון את תעשיית הקריפטו, לבדוק אם ישנן דוגמאות של נכסי קריפטו בשוק הבריטי כמתואר לעיל, וכדי לבחון האם נדרשת הרחבה של הרגולציה הקיימת כך שתחול גם ביחס ל-ICOs. בכפוף לתוצאות ההיועצות, הממשלה הבריטית מוכנה לחוקק רגולציה ייעודית לתחום, דבר שיבטיח את תחולתם של חוקי ה-FCA גם על נכסי קריפטו, ללא קשר לאופן בו הם עוצבו.

ב. **בצרפת** פרסמה הרשות הצרפתית (ה-AMF) באוקטובר 2017 נייר היועצות בנוגע לשלוש גישות אפשריות לפיקוח על תחום ה-ICO⁷⁰. הגישות שהוצעו הן: **גישת שימור הסטאטוס קוו**, הדוגלת בשמירה על המצב הרגולטורי הקיים לצד הוספת סטנדרטים (best practices) בנושא עבור ICOs שלא ניתן לשייכן למסגרת הרגולטורית הקיימת; **גישת הפיקוח לפי כללי התשקיף הקיימים**, הדוגלת בהכפפת ה-ICO לכללים הקיימים ביחס להצעת ניירות ערך לציבור; ו**גישת אימוץ אסדרה ייעודית ל-ICO**, הכוללת שתי דרכים אפשריות לאסדרה ייעודית זו: הראשונה כוללת מתן היתר מקדים המתבסס על אסדרת המתווכים בנכסים שונים⁷¹; והשנייה כוללת מתן אפשרות לקבלת היתר מקדים, אך מי שיבחר שלא לקבל היתר מקדים יידרש לכלול בהצעתו הצהרה שתציין כי ל-ICO המוצעת אין היתר מה-AMF.

בפברואר 2018 פרסמה ה-AMF את סיכום הערות הציבור והתייחסותה להערות אלו⁷². על פי הנייר, מסקירת התייחסות שהתקבלו לנייר היועצות עלה כי משטר של מתן היתרים מקדימים למנפיקים על פי בחירתם הוא המועדף על מרבית המשיבים. עוד נכתב בנייר כי ככל שמשטר זה יקודם, יזמים המעוניינים לגייס כסף מהציבור הצרפתי באמצעות ICOs יוכלו לקבל היתר מקדים מה-AMF, אם יעמדו בתנאים מסוימים ויציעו למשקיעים בטוחות מסוימות. הצעות שלא יאושרו מראש ע"י ה-AMF לא יהיו בהכרח לא חוקיות, אך יצטרכו לכלול אזהרה למשקיעים על כך שהן לא מאושרות, ונושאות סיכונים. הצעות טוקנים שיעשו ללא אזהרה כאמור עלולות להוביל להטלת סנקציות.

ה-AMF החליטה לקדם עבודה על מסגרת חוקית אפשרית מתאימה ל-ICOs, על בסיס מתן היתרים מקדימים למנפיקים על פי בחירתם, באמצעות קביעת פרמטרים בנוגע למידע ולערבויות הנדרשות לצורך קבלת היתר מקדים.

בחודש יוני 2018 פורסמה הצעת חוק לתיקון הקוד המוניטרי של צרפת, לפיה יתווסף פרק העוסק ב-ICOs. בהתאם להצעת החוק המבוססת על ההחלטות שהתקבלו בעקבות נייר

⁷⁰ [https://www.amf-france.org/en_US/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee-](https://www.amf-france.org/en_US/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee-2017?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2F5097c770-e3f7-40bb-81ce-db2c95e7bdae)

[2017?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2F5097c770-e3f7-40bb-81ce-db2c95e7bdae](https://www.amf-france.org/en_US/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee-2017?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2F5097c770-e3f7-40bb-81ce-db2c95e7bdae)

⁷¹ בנייר היועצות נכתב כי אסדרת תחום ה-intermediaries in miscellaneous assets (property) "ברכוש" (property). על אף שאין הגדרה של רכוש באסדרה זו, מוסכם כי רכוש הינו כל דבר שאפשר להיות בעלים שלו, בעל ערך כלכלי, שאפשר להעבירו לאחר.

⁷² https://www.amf-france.org/en_US/Publications/Consultations-

[publiques/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2Fa9e0ae85-f015-4beb-92d2-ece78819d4da](https://www.amf-france.org/en_US/Publications/Consultations-publiques/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2Fa9e0ae85-f015-4beb-92d2-ece78819d4da)

ההיוועצות המוזכר לעיל, וכפי שפורסם בכמה סקירות מקצועיות⁷³, תוכל ה-AMF לתת היתר, למי שמעוניין באופן וולונטרי, להנפיק בצרפת באמצעות ICO מטבעות דיגיטליים, שאינם בעלי מאפיינים של ניירות ערך, לצורך מימון פרויקט או פעילות אחרת, כל עוד הוא יעמוד בכמה הוראות שנועדו למנוע ניצול לרעה של התהליך וביצוע תרמיות, ולהגן על המשקיעים ולספק להם מידע רלוונטי.

ג. **גיברלטר** נכנסה לתוקף בתחילת 2018 אסדרה ייעודית, אשר מסדירה את פעילות החברות המציעות שירותי אחסון והעברת ערך השייך לאחרים (Storing or transmitting value) (belonging to others) המבוססת על טכנולוגיית ה-DLT, מתוך גיברלטר ובתוך גיברלטר, כגון בורסות למטבעות וירטואליים. הבורסה של גיברלטר (Gibraltar Stock Exchange) הקימה חברת בת, בהתאם לחקיקה זו, ונמצאת בהליכי רישוי מול הרשות לפיקוח פיננסי בגיברלטר (ה-GFSC)⁷⁴.

באוגוסט 2018 הנפיקה ה-GFSC כמה אישורים עקרוניים לכמה חברות המציעות שירותי אחסון והעברת ערך השייך לאחרים⁷⁵. אישורים עקרוניים אלו מהווים את השלב הראשון בדרך לקבלת רישיון. אף ש-ICOs לא ישתייכו בדרך כלל למסגרת אסדרה ייעודית זו (כך עולה במסגרת השאלות והתשובות באתר ה-GFSC), גיברלטר הצהירה כי היא מחויבת לשמש כמקום יציב ובטוח לעשיית עסקים, והיא בוחנת אפשרות לקדם מסגרת רגולטורית ייעודית לשיווק ולהפצה של טוקנים, אשר תתאים למסגרת הרגולטורית המוצעת ביחס ל-DLT.

ד. **בהונג קונג** פרסמה⁷⁶ הרשות לניירות ערך (ה-SFC) בנובמבר 2018 סטנדרטים רגולטוריים (regulatory standards) לפיהם כאשר חברה מנהלת רק תיקי השקעה של נכסים וירטואליים שאינם מסווגים כ"ניירות ערך" או כ"חוזים עתידיים", היא אינה נדרשת להחזיק ברישיון ניהול נכסים. עם זאת, החל מחודש נובמבר 2018 פורסמו כמה הוראות בדרך של הוספת תנאים לרישיון של תאגידים מפוקחים המנהלים או מתכננים לנהל תיקי השקעות שמדיניות ההשקעה שלהם כוללת השקעה בנכסים וירטואליים מכל סוג, או שבכוונת מנהל התיק להשקיע 10% או יותר מערך הנכסים ברוטו של התיק בנכסים וירטואליים. כך לדוגמא, תאגידים מפוקחים אלו יוכלו לאפשר רק למשקיעים מומחים, כהגדרתם בחוק, להשקיע בתיקי השקעה אלו. כמו כן, הוספו תנאים בהקשר של שמירה על נכסים, ניהול סיכונים, הערכות שווי ועוד.

כמו כן, בחודש נובמבר 2018 פרסמה⁷⁷ ה-SFC הצעה למסגרת אפשרית להסדרת פלטפורמות המסחר בנכסים וירטואליים. הצעה זו מפרטת עקרונות כלליים אשר בהתאם אליהם, ולאחר בחינת הפלטפורמה כמפורט להלן, יינתן רישיון לפלטפורמות מסחר בנכסים וירטואליים לפעול בהונג קונג תחת רישיון. בהתאם להצעה מתכוונת ה-SFC לבחון במסגרת ארגו החול

⁷³ סקירת משרד עו"ד קרמר לוי בנשא הצעת החוק העוסקת ב-ICOs; סקירה של פירמת עורכי הדין GIDE מצרפת

[בנושא הצעת חוק העוסקת ב-ICOs](#)

⁷⁴ [http://www.gfsc.gi/uploads/DLT%20regulations%20121017%20\(2\).pdf](http://www.gfsc.gi/uploads/DLT%20regulations%20121017%20(2).pdf)

⁷⁵ <https://www.fsc.gi/news/gfsc-issues-in-principle-approvals-to-dlt-applicants-290?print>

⁷⁶ https://www.sfc.hk/web/EN/files/ER/PDF/App%201%20-%20Reg%20standards%20for%20VA%20portfolio%20mgrs_eng.pdf

⁷⁷ https://www.sfc.hk/web/EN/files/ER/PDF/App%202_%20Conceptual%20framework%20for%20VA%20trading%20platform_eng.pdf

הרגולטורי, האם ראוי לתת רישיון לפלטפורמות מסוג זה במסגרת הסמכויות הקיימות שלה. אופציה זו, המאפשרת לחברה לבקש להצטרף לארגז החול הרגולטורי, מיועדת להבחין בין פלטפורמות המוכנות לקבל על עצמן עמידה בסטנדרטים הגבוהים של ה-SFC, לבין אלו שאינן יכולות או אינן מעוניינות לעמוד בסטנדרטים אלו, ולקבל רישיון מטעם ה-SFC. עקרונות אלו מתייחסים בין היתר לאיתנות הפיננסית של הפלטפורמה, דרישות ביטוח, דרישות גילוי ועוד.

ה. **בתאילנד**, נכנס לתוקף בחודש מאי 2018 צו מלכותי⁷⁸ בנושא נכסים דיגיטליים. על פי הצו, החל על מטבעות קריפטוגרפיים וטוקנים דיגיטליים (כהגדרתם בצו), רק ישות שהתאגדה בתאילנד כחברה יכולה להנפיק נכסים דיגיטליים. מסמכי ההנפקה, לרבות טיוטת תשקיף, צריכים להיות מאושרים על ידי רשות ניירות הערך התאילנדית. כמו כן, ההצעה תופנה למשקיעים מהסוג שייקבע על ידי הרשות התאילנדית⁷⁹, באמצעות פורטל ICO שקיבל את אישור הרשות. הפרה או אי-קיום הצו המלכותי כפופים הן להוראות פליליות הן לסנקציות אזרחיות, כאשר העבירות ומידת העונשים דומים לאלו הקיימים בחוקי ניירות ערך של תאילנד.

ו. **בהולנד**, רשות ניירות הערך ההולנדית (AFM) והבנק המרכזי של הולנד (DNB) פרסמו דו"ח מקיף בנושא בחודש ינואר 2019 ובו המליצו לשר האוצר של הולנד שתי המלצות עיקריות. האחת, פיתוח משטר רישוי ייעודי עבור פלטפורמות המאפשרות החלפה של מטבעות קריפטו-פיאט וספקים של ארנקי קריפטו דיגיטליים, כדי להבטיח יישום יעיל של הדירקטיבה האירופית בנוגע לאיסור הלבנת הון. השנייה, לתקן את המסגרת הרגולטורית באיחוד האירופי כדי לאפשר פיתוח אמצעי מימון מבוססי Blockchain עבור עסקים קטנים ובינוניים, וכן לשקול אפשרות לשינוי הגדרת נייר ערך ברגולציה הלאומית והאירופית, כך שתתייחס ללמהות יותר מאשר מאשר לצורה, וכך תאפשר לרשות ניירות הערך לפקח על סוגים מסוימים של נכסי קריפטו.

התמודדות של מדינות מרכזיות עם התחום - ארה"ב ואירופה

ארה"ב

רשות ניירות הערך האמריקאית

רשות ניירות הערך האמריקאית (ה-SEC) הצהירה בכמה אירועים⁸⁰ כי למעשה נראה שכל נכס קריפטוגרפי או טוקן (למעט ביטקוין ואיתריום) הינו נייר ערך, ולפיכך כל ICO אמור להיות כפוף לחוקי ניירות ערך. בנאום של יו"ר ה-SEC לפני הסנאט בחודש פברואר 2018⁸¹ ציין היו"ר כי נכון למועד מתן העדות, במרבית המקרים שהוא מכיר מבנה ה-ICOs כלל הצעה ומכירה של ניירות ערך והשפיע באופן ישיר על תחולת החובות השונות הקבועות בחוקי ניירות ערך.

⁷⁸ https://www.sec.or.th/EN/SECInfo/LawsRegulation/Documents/actandroyal/digitalasset_decree_2561_EN.pdf

⁷⁹ https://www.sec.or.th/TH/SECInfo/LawsRegulation/Documents/Act_Royal_Enactment/enactment_digital_2561_summary_en.pdf

⁸⁰ בצו ובאתר הרשות לא נמצא הסבר או פירוט אודות סוג המשקיעים כאמור.

⁸⁰ <https://www.sec.gov/news/speech/speech-hinman-061418>

⁸¹ <https://www.banking.senate.gov/imo/media/doc/Clayton%20Testimony%202017-12-11>

⁸¹ <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11>
<https://www.banking.senate.gov/imo/media/doc/Clayton%20Testimony%202017-12-11>

לצד אמירות אלה נקטה ה-SEC בשורת פעולות אכיפה. דו"ח החקירה של מחלקת האכיפה ב-SEC שעסק במקרה The DAO⁸² מחודש יולי 2017, כלל לראשונה ניתוח מעמיק ובו נקבע כי פעולת גיוס הכספים הייתה בניגוד לחוקי ניירות הערך בארה"ב. לאחר פרסום הדו"ח, ננקטו עשרות הליכי אכיפה, הוצאו צווים והוגשו תביעות נגד יזמים שונים, אשר לטענת ה-SEC הפרו את הוראות חוקי ניירות הערך של ארה"ב. הליכי אכיפה אלו נגעו לנושאים שונים בתחום דיני ניירות הערך, לרבות גיוסי כספים (ICOs)⁸³, פעילות של ברוקר-דילר ללא רישיון⁸⁴, ניהול פלטפורמות מסחר ללא רישיון⁸⁵, מתן הצהרה תרמית על אישור של ה-SEC לביצוע הפעולות⁸⁶ ועוד. כמו כן, החלו להגיש גם תביעות אזרחיות⁸⁷ בקשר להליכי ICO, בטענה כי המנפיקים הפרו את חוקי ניירות הערך. כמו כן, באוגוסט 2018 פרסמה ה-SEC הודעה בה היא מודיעה על דחייתן של 9 בקשות להשקת קרנות סל (ETF) שיעקבו אחר מחיר הביטקוין⁸⁸. הבקשות נדחו בטענה כי הסיכון והתנודתיות המאפיינים את נכס הבסיס אינם מאפשרים להשיק תעודות סל עליו במועד זה.

רשות המסחר בחוזים עתידיים ובסחורות

רשות המסחר בחוזים עתידיים ובסחורות (ה-CFTC) הכירה עוד בשנת 2014 במטבעות וירטואליים כסחורה, ומשכך מסחר בנגזרים ששווים נגזר משווי של מטבע וירטואלי כפוף לפיקוחה. כך, ה-CFTC מפקחת על נגזרים שנכס הבסיס שלהם הוא ביטקוין. ל-CFTC אף יש סמכות לפעול במקרים בהם מתבצעת מניפולציה או תרמית בנכס הבסיס עצמו (המטבע הווירטואלי)⁸⁹. בדצמבר 2017, שתי בורסות לחוזים עתידיים שמחיריהם נגזרים ממחירי סחורות, החלו להציע בארה"ב חוזים עתידיים שמחיריהם נגזרים ממחיר הביטקוין.

אירופה

באוקטובר 2018, פורסם דו"ח של ה-SMSG⁹⁰ - Securities and Markets Stakeholders Group. הדו"ח סוקר את הרגולציה ביחס לנכסי קריפטו ו-ICO, לרבות Sandbox ומרכזי חדשנות, ב-36 מדינות באירופה, וממנו עולה כי לא כל המדינות נקטו באותה גישה כלפי התפתחות זו בשירותים הפיננסיים. מבין המדינות שנבחנו, אף מדינה לא הטילה מגבלות חמורות או איסורים על יוזמות של גיוסי כספים באמצעות ICO ונכסי קריפטו. ניתן לסווג את המדינות שנבחנו לשלוש קטגוריות: א. גישה פרו-אקטיבית מפורשת - 7 מדינות⁹¹ חוקקו חוקים במפורש או פיתחו מתודולוגיה, קריטריונים או קווים מנחים להערכת האופן והמידה בהם ניתן לראות את הנפקות ה-ICO

⁸² <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>

⁸³ <https://www.sec.gov/litigation/complaints/2017/comp-pr2017-219.pdf>

⁸⁴ <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-185>

⁸⁵ <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-258>

⁸⁶ <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-186>

⁸⁷ <https://www.sec.gov/rules/sro/cboebzx/2018/34-83913.pdf>

⁸⁸ <https://www.sec.gov/rules/sro/cboebzx/2018/34-83913.pdf>

⁸⁹ סקירת ה-CFTC בנושא מטבעות וירטואליים

⁹⁰ ה-SMSG הינו קבוצה שהוקמה בהתאם ל-ESMA's founding regulation המאפשרת התייעצות בין ESMA לבעלי עניין מרכזיים בשוק הפיננסי על עבודתה. ה-SMSG מספקת ל-ESMA חוות דעת וייעוץ בנוגע למדיניות העבודה שלה ומייעצת לה בנוגע לתקנים, הנחיות והמלצות. יצוין כי ESMA לא בהכרח תאמץ את המלצות ה-SMSG המופיעות בדו"ח זה - https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338_msg_advice_report_on_icos_and_crypto-assets.pdf

⁹¹ מלטה, שוויץ, ליטא, גיברלטר, גרסי ואי מאן

ככלי פיננסי, כך שהן יוכפפו למסגרת חקיקת השירותים הפיננסיים שלהן. כמו כן, החקיקה בנוגע לתשקיפים, הלבנת הון, מימון טרור ו-Market abuse ממשיכה לחול על הנפקות אלה לפי הצורך. בעקבות הצהרותיה האחרונות של **צרפת**, נראה כי גם היא נמצאת בהליך דומה. (ר' ההרחבה בנושא לעיל).

ב. גישה זהירה - 15 מדינות⁹² נקטו בגישה של "לחכות ולראות" או גישה זהירה. הן אינן מגבילות או אוסרות מפורשות יוזמות ICO או נכסי קריפטו, אלא נוקטות בצעדים מדודים בכל מקרה לגופו, מתוך התחשבות בכללים החקיקתיים הקיימים בשטחן ובאיחוד האירופי, כך שיוזמות אלו לא יורשו לעקוף כללים אלה באמצעות הדרך בה הן נוצרות או מוצעות (בעיקר טכנולוגיית DLT).

יש לציין כי לאחר פרסום דו"ח זה של ה-SMSG התפרסמו ניירות שונים באנגליה המצביעים על כך שנראה כי גם **אנגליה** תנקוט בעתיד גישה פרו אקטיבית (ר' ההרחבה בנושא מעלה).

ג. גישה לא מוגדרת - 14 מדינות⁹³ לא סיפקו מידע ברור בנוגע לעמדתן. העובדה כי בזמן המחקר לא התאפשר להתחקות אחר המידע לא מלמדת בהכרח כי יוזמות ICO ונכסי קריפטו מוגבלים לחלוטין או מותרים ללא תנאי.

פעילות של פלטפורמות למסחר בנכסים קריפטוגרפיים

מדו"ח שפרסם צוות המשימה⁹⁴ המורכב מנציגי משרד האוצר האנגלי, ה-FCA ו-Bank of England בנושא נכסי קריפטו, עולה כי נכון לסוף חודש אוקטובר 2018 קיימות בעולם 206 פלטפורמות מסחר בנכסי קריפטו.

בארה"ב, על פי עדותו של יו"ר ה-SEC מחודש פברואר 2018⁹⁵ בפני אחת מוועדות הסנאט האמריקאי, רבות מפלטפורמות המסחר במטבעות הקריפטוגרפיים בארה"ב בחרו לפעול כנותני "שירות להעברת כספים" (Money transmitting services) אשר אינם כפופים לפיקוח ישיר של ה-SEC או ה-CFTC, ולפיכך קיבלו רישיון לפעול ככאלו בהתאם לחוקי המדינה בה הם פועלים. עם זאת, לדעתו פיקוח זה לא עוצב כדי להתמודד עם סוג המסחר במטבעות קריפטוגרפיים שאנו עדים לו כיום. בתיאום עם יו"ר ה-CFTC הצהיר יו"ר ה-SEC כי שתי הרשויות פתוחות לדון עם הקונגרס ועם רשויות מדינתיות ופדרליות אחרות בשאלה האם נדרש או ראוי שיהיה פיקוח פדרלי על פלטפורמות אלו.

במרץ 2018 פרסמה ה-SEC הצהרה בדבר פלטפורמות אינטרנטיות למסחר בנכסים דיגיטליים, בעלות פוטנציאל של אי-חוקיות⁹⁶. המסמך כולל דוגמאות לשאלות שמשקיעים צריכים לשאול את עצמם לפני שהם סוחרים בנכסים דיגיטליים בפלטפורמות מסחר אינטרנטיות, ושיקולים שעל מפעילי פלטפורמות מסוג זה לשקול טרם הפעלת פלטפורמות כאמור. ע"פ הנייר, פלטפורמות מסחר אינטרנטיות הפכו לדרך פופולרית למשקיעים לקנות ולמכור נכסים דיגיטליים, הכוללים מטבעות

⁹² אוסטרליה, בלגיה, בולגריה, דנמרק, אסטוניה, פינלנד, גרמניה, אירלנד, לוקסמבורג, הולנד, פורטוגל, ספרד, אנגליה, ליכטנשטיין וגרמניה.

⁹³ קוראטיה, צ'כיה, יוון, הונגריה, איטליה, לטביה, פולין, קפריסין, רומניה, סלובקיה, סלובניה, שבדיה, נורבגיה ואירלנד.

⁹⁴ https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/752070/cryptoassets_taskforce_final_report_final_web.pdf

⁹⁵ <https://www.sec.gov/news/testimony/testimony-virtual-currencies-oversight-role-us-securities-and-exchange-commission>

⁹⁶ <https://www.sec.gov/news/public-statement/enforcement-tm-statement-potentially-unlawful-online-platforms-trading>

וטוקנים המוצעים למכירה ב-ICOs. פלטפורמות אלו מפגישות בין מוכרים וקונים ומאפשרות להם לבצע במהירות פעולות בנכסים דיגיטליים. כמו כן מאפשרות הפלטפורמות גישה למערכות אוטומטיות המציגות פקודות ומחירים, מבצעות עסקאות ומספקות מידע על עסקאות שבוצעו. חלק מהפלטפורמות מציעות נכסים שנכנסים להגדרת "נייר ערך" ע"פ חוק ניירות הערך הפדרלי. במידה שפלטפורמה מציעה למסחר נכסים דיגיטליים הנחשבים נייר ערך ופועלות כ"בורסה", כמוגדר בחוק ניירות הערך הפדרלי, הפלטפורמה חייבת לקבל רישיון מה-SEC או לפעול בהתאם להוראות המעניקות פטור מרישיון. המסגרת הרגולטורית הפדרלית המספקת רישיונות או פטורים לבורסות, נועדה להגן על משקיעים ולמנוע פרקטיקות מסחר של הונאה ומניפולציה.

בקנדה פועלות כמה פלטפורמות מסחר במטבעות דיגיטליים. אך נכון לחודש אוגוסט 2017 אף פלטפורמה בקנדה המאפשרת מסחר במטבעות דיגיטליים לא קיבלה רישיון לכך או פטור מקבלתו⁹⁷ ומאז לא פורסם דבר בהקשר זה.

מנגד, **ביפן**, לאחר קריסת פלטפורמת המסחר Mt. Gox, נערכו כמה תיקוני חקיקה, ואחריהם נתנה רשות ניירות הערך של יפן (FSA) רישיון ל-16 פלטפורמות מסחר במטבעות וירטואליים, כאשר על פי פרסומים שונים⁹⁸, נכון לחודש ספטמבר 2018 מצויות בבדיקה עוד 160 בקשות לרישיון לפלטפורמת מסחר במטבעות דיגיטליים. כמו כן, בחודש אוקטובר 2018 אישרה ה-FSA לארגון the Japan Virtual Currency Exchange Association (JVCEA) לפעול כגוף בעל יכולת פיקוח עצמית (SRO) על תעשיית פלטפורמות המסחר בנכסי קריפטו⁹⁹.

ביברלטר נכנסה לתוקף בתחילת שנת 2018 אסדרה ייעודית¹⁰⁰, אשר מסדירה את פעילות החברות המציעות שירותי אחסון והעברת ערך השייך לאחרים (Storing or transmitting value belonging to others) באמצעות טכנולוגיית ה-DLT, מתוך ובתוך גיברלטר, כגון בורסות למטבעות וירטואליים.

בספרד נכון להיום אין רגולציה ספציפית עבור פלטפורמות מסחר במטבעות או בנכסים קריפטוגרפיים¹⁰¹. יחד עם זאת, רשות ניירות הערך הספרדית, ה-CNMV, סבורה שפלטפורמות אלה צריכות, לכל הפחות, להיות כפופות לכללי משמורת, רישום, ניהול ניגודי עניינים בין לקוחות, ושקיפות בעמלות (כמו כן לתקנות הלבנת הון). לכן, ה-CNMV ממליצה כי פלטפורמות אלה יישמו באופן וולונטרי את כללי שוק ניירות הערך הנוגעים לעניינים הנ"ל כדי להבטיח את התפקוד התקין של פעילותן.

סמכויות צרכניות לרשויות ניירות ערך

בחודש אפריל 2018 קיבלה הרשות לניירות ערך **באוסטרליה** (ASIC) סמכויות מה-ACCC (Australian Competition and Consumer Commission) לפעול תחת חוק הצרכנים האוסטרלי

⁹⁷ עמדת סגל של ארגון הגג הקנדי לרשויות ניירות ערך (CSA) בנושא הצעה של טוקנים קריפטוגרפיים לציבור המשקיעים

⁹⁸ <https://www.reuters.com/article/us-crypto-currencies-japan-cybercrime/japan-hit-by-another-cryptocurrency-heist-60-million-stolen-idUSKCN1M001K>

⁹⁹ <https://uk.reuters.com/article/us-japan-cryptocurrency/japan-grants-cryptocurrency-industry-self-regulatory-status-idUKKCN1MY10W>

¹⁰⁰ [http://www.gfsc.gi/uploads/DLT%20regulations%20121017%20\(2\).pdf](http://www.gfsc.gi/uploads/DLT%20regulations%20121017%20(2).pdf)

¹⁰¹ <http://cnmv.es/DocPortal/Fintech/CriteriosICOsEN.pdf>

בכל הקשור לנכסי קריפטו¹⁰². האצלת הסמכות מה-ACCC מאפשרת ל-ASIC לפעול נגד התנהגות מטעה בשיווק או מכירה של ICOs, גם אם ה-ICO אינו כולל מוצר פיננסי.

ארגז חול רגולטורי

כחלק מהרצון של רגולטורים שונים ללמוד את נושא ה-ICO והנכסים הקריפטוגרפיים ולקדם תעשייה טכנולוגית בתחום שיפוטם, ישנן רשויות המציעות ליזמים אפשרות להירשם לארגז חול רגולטורי (Regulatory Sandbox). כך לדוגמה, הרשויות באנגליה¹⁰³, סינגפור¹⁰⁴ וחלק מהפרובינציות בקנדה¹⁰⁵ מפעילות ארגז חול רגולטורי, שמטרתו לאפשר לעסקים להשיק בשוק מוצרים ושירותים חדשניים, מבלי שדרישות רגולטוריות שחלות בדרך כלל על מוצרים או שירותים כאמור יהוו חסם. הפעילות מתבצעת במהלך תקופת מבחן, שבמסגרתה מפקחת הרשות מקרוב על התנהלות ועל תוצאות המיזם. היתרונות של ארגז החול הרגולטורי הם שאותם גופים יכולים להפחית את משך הזמן עד לשלב שיווק המוצרים, כמו גם את העלויות הנלוות, וניתנת להם גישה נוחה יותר למימון. במקביל, ארגז החול הוא חלל שבמסגרתו מנגנוני הגנה צרכניים מובנים מראש אל תוך המוצרים והשירותים. בין מגוון הכלים המוצעים ליזמים במסגרת ארגזי חול רגולטוריים ניתן למצוא סיוע ליזמים בהבנת החוקים הקיימים, ומתן הקלות בדרישות שונות לקראת הרצת ובדיקת המיזם. באנגליה גם קיימת האפשרות, במקרים בהם לא ניתן היה להעניק פטור או הקלה (לאור החקיקה), להעניק למיזם אישור בכתב על היעדר אכיפה (No enforcement action letter), במקום בו ה-FCA מאמינה שישנה הצדקה לפעילות במסגרת ארגז החול הרגולטורי.

הנפקת טוקנים דיגיטליים במסגרת מימון המונים

כמה מדינות בחנו את הסוגיה האם ניתן לראות בהליך ICO הליך של מימון המונים. באוסטרליה¹⁰⁶, ניו זילנד¹⁰⁷ וצרפת¹⁰⁸ נמצא כי ה-ICO המוכרות לרשויות אינן דומות במאפייניהן להליך של מימון המונים המוסדר בחוקי ניירות הערך שלהן.

¹⁰² <https://asic.gov.au/regulatory-resources/digital-transformation/initial-coin-offerings-and-crypto-currency/>

¹⁰³ <https://www.fca.org.uk/firms/regulatory-sandbox>

¹⁰⁴ <http://www.mas.gov.sg/Singapore-Financial-Centre/Smart-Financial-Centre/FinTech-Regulatory-Sandbox.aspx>

¹⁰⁵ https://www.securities-administrators.ca/industry_resources.aspx?id=1588

¹⁰⁶ <https://asic.gov.au/regulatory-resources/digital-transformation/initial-coin-offerings-and-crypto-currency/>

¹⁰⁷ <https://fma.govt.nz/compliance/cryptocurrencies/initial-coin-offers>

¹⁰⁸ https://www.amf-france.org/en_US/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee-2017?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F5097c770-e3f7-40bb-81ce-db2c95e7bdae