



רשות ניירות ערך

# הוועדה לבחינת אסדרה של הנפקת מטבעות קריפטוגרפיים מבוזרים לציבור

דוח ביניים<sup>1</sup>

מרץ 2018

## נוסח להערות ציבור

הערות ותגובות תתקבלנה עד ליום 20/04/2018

את ההערות יש לשלוח לכתובת דואל: [Crypto@isa.gov.il](mailto:Crypto@isa.gov.il)

אנשי קשר:

גיא סבח, [Guys@isa.gov.il](mailto:Guys@isa.gov.il), טל: 02-6594416, פקס: 02-6597416

עו"ד עדן לנג, [Edenl@isa.gov.il](mailto:Edenl@isa.gov.il), טל: 02-6556472, פקס: 02-6513160

---

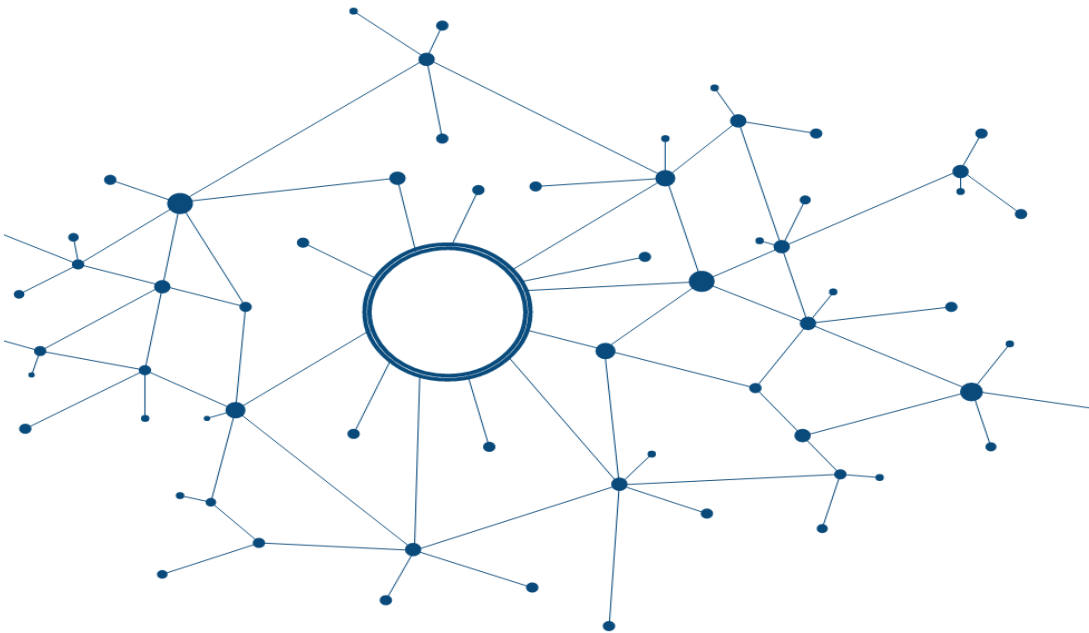
<sup>1</sup> בשלב זה הדוח אינו מונגש ללקויי ראייה באופן מלא, הרשות עושה כל שביכולתה כדי להעלות גרסה מונגשת באופן מלא בהקדם האפשרי



רשות ניירות ערך

# הוועדה לבחינת אסדרה של הנפקת מטבעות קריפטוגרפיים מבוזרים לציבור

דוח ביניים



**הנדון: הגשת דוח הביניים של הוועדה לבחינת אסדרה של הנפקות מטבעות קריפטוגרפיים מבוזרים לציבור**

אנו מתכבדים להגיש לך בזאת את דוח הביניים של הוועדה לבחינת אסדרה של הנפקות מטבעות קריפטוגרפיים מבוזרים לציבור (להלן: "הוועדה"). הוועדה החלה את עבודתה בחודש ספטמבר 2017, ומאז נתכנסה וערכה ישיבות רבות במסגרתן התקיימו דיונים פנימיים והושמעו דבריהם של גופים הפעילים בתחום.

תפקידה העיקרי של הוועדה היה לבחון את תחולת חוק ניירות ערך על הצעות והנפקות לציבור בישראל המבוססות על רישום מבוזר (distributed ledger). 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.

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.

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 ישנה חשיבות לשיח ולשיתוף פעולה בין כלל הגורמים המאסדרים על מנת לעצב את האסדרה בתחום מתפתח זה.

ברצוננו להודות לחברי הוועדה שהשקיעו ממרצם ומניסיונם לגיבוש טיוטת הדוח בסד זמנים קצר ובאופן מקצועי ומקיף. כמו כן, אנו מבקשים להודות לכל אלו שהגישו חומרים לוועדה והופיעו בפניה.

בכבוד רב,

עו"ד מוטי ימין

ד"ר גתית גור גרשגורן

יו"ר הוועדה

יו"ר הוועדה

**מרכזי הוועדה (לפי סדר הא"ב)**

עו"ד עדן לנג – מרכז הוועדה

מר גיא סבח - מרכז הוועדה

**חברי הוועדה (לפי סדר הא"ב)**

מר אורי אזריהן

עו"ד הלל בן דוד

עו"ד שהם בן רובי

עו"ד גיא דביר

עו"ד אמיר הלמר

מר אראל מזוז

עו"ד מאיה מרינוב שיפר

מר מתן עומר

עו"ד אורית שרייבר

## תוכן עניינים

3	תוכן עניינים
5	מבוא
8	הגדרות
9	תמצית
11	תיאור התופעה
11	רקע
13	סוגי מיזמים
16	סוגי זכויות מוקנות
19	צורת ההתאגדות
20	שלב המיזם – בין רעיון למוצר קיים
22	החצה למשקיעים
23	הגילוי למשקיעים ומצגי המיזם
27	סוגי משקיעים
29	שוק משני
31	מגמות בהתפתחות התופעה
36	ניתוח כלכלי – הזדמנויות, אתגרים וסיכונים
36	היזמים
38	המשקיעים/ המשתמשים
41	המשק
43	הסיכונים הכרוכים בהשקעה במטבעות קריפטוגרפיים
48	חובת פרסום תשקיף בהצעת ניירות ערך לציבור
48	מבוא
49	המסגרת החוקית
56	המלצות
59	תחולתן של מסגרות חוקיות נוספות מכוח דיני ניירות ערך
59	רישוי פלטפורמות מסחר וסליקה בחוק ניירות ערך
68	תחולת חוק השקעות משותפות בנאמנות
72	תחולת חוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות
77	סקירה בינלאומית
77	הקדמה
78	סיכום הפרסומים בנושא

79	תמצית הפרסומים העיקריים בנושא ה-ICO
97	סיכום
<b>101</b>	<b>נספחים</b>
101	נספח א' – רשת הביטקוין
105	נספח ב' – הרחבה ביחס לפרסומים העיקריים בעולם בנושא ה-ICO
177	נספח ג' – כתב מינוי
180	נספח ד' – אזהרה לציבור
184	נספח ה' – הטיפול החשבונאי במטבעות קריפטוגרפיים

## מבוא

בעת האחרונה אנו עדים להתהוותה של תופעת גיוסי הון מהציבור באמצעות הנפקות של מטבעות קריפטוגרפיים המבוססים על רישום מבוזר (ICOs) (להלן: "מטבעות", "מטבעות קריפטוגרפיים" או "טוקנים"). ההערכות הן כי במהלך שנת 2017 גויסו בדרך זו כ- 6 מיליארד דולר. יזמים ומפתחים ישראלים נחשבים לדומיננטיים בתעשייה הבינלאומית של תחום הבלוקצ'יין ובישראל פועלות מספר לא מבוטל של חברות, שבוחנות, נמצאות במהלך או ביצעו כבר הנפקות מסוג זה במהלך השנה האחרונה.<sup>2</sup>

על רקע זה מונתה ברשות ועדה בין-מחלקתית לבחינת אסדרה של הנפקות מטבעות קריפטוגרפיים מבוזרים לציבור. תפקידה העיקרי של הוועדה היה לבחון את תחולת חוק ניירות ערך על הצעות והנפקות לציבור בישראל המבוססות על רישום מבוזר (distributed ledger) (להלן – "הנפקות מטבע", "ICO's" או "הנפקות"). הוועדה התבקשה ללמוד ולאפיין מיזמים אלה, להכין סקירה השוואתית של הדין במדינות מפותחות ולהמליץ על מתווה מדיניות רגולטורית ביחס אליהם, בתחומים הנוגעים לרשות, תוך חתירה לאיזון בין עידוד חדשנות טכנולוגית לבין הגנה על המשקיעים מהציבור.

התעשייה המבוססת על טכנולוגיית הרישום המבוזר (DLT) היא תעשייה חדשנית בעלת פוטנציאל לשנות וליעל את העולם הפיננסי, כפי שאנו מכירים אותו, בארץ ובעולם. מאפייניה הייחודיים של ישראל ומעמדה העולמי בתעשייה זו, יכולים להביא לכך שלתעשייה זו תהיה תרומה לצמיחת המשק הישראלי. הנפקה לציבור של מטבע 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 המטבעות. מנגד, בחלק מההנפקות התגלו מקרים של תרמיות ומניפולציות במסחר ואף פרצות אבטחה שהובילו לאובדן כספי משקיעים ויזמים. יש הסבורים כי תחום הנפקות המטבע מצוי בשלבי בועה פיננסית, בדומה לתעשיית האינטרנט בתחילת דרכה, וכי חלק מעסקאות אלו הינן רק דרך לעקוף את האסדרה הקיימת על גיוס הון מהציבור.

בחודשים האחרונים פרסמו מספר רשויות רגולטוריות בעולם התייחסויות ראשוניות להנפקות המטבע, המציגות גישות שונות בקשר למעמדן של מטבעות אלה מבחינת הדין המקומי. חלק מהמדינות כמו גרמניה, ברזיל, הולנד, רוסיה, פולין, מלזיה, תאילנד, ניגריה ודובאי הסתפקו עד כה בפרסום אזהרות כלליות לציבור. קבוצה של מדינות ובהן ארצות הברית, אוסטרליה, הונג קונג, סינגפור, ניו זילנד וקנדה פרסמו בנוסף פרמטרים שעל פיהם תיבחן כל הנפקה והנפקה באופן ספציפי (Case by Case). חלק מהמדינות וביניהן צרפת וגיברלטר בוחנות אסדרה ייעודית לתחום המטבעות הקריפטוגרפיים. מדינות מסוימות כמו דרום קוריאה וסין, אף אסרו באופן מוחלט כל

---

<sup>2</sup> חברות אלה אינן בהכרח מאוגדות בישראל והנפקות המטבע מתקיימות גם הן מחוץ לישראל

פעילות של גיוס כספים בדרך זו. לעומתן, ביפן נתנה רשות ניירות ערך המקומית (FSA) רישיון ל-15 פלטפורמות מסחר במטבעות קריפטוגרפיים.

על רקע התפתחויות אלו, ובשים לב למדיניות רשות ניירות ערך בשנים האחרונות לעידוד פיתוחם של אמצעי מימון חדשניים, תוך שמירה על עניינם של המשקיעים ואזהרה מפני השקעות לא מפקחות, בחנה הוועדה את הנושא והיא מתכבדת להגיש בזאת את טיוטת המלצותיה.

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 ראיה כי תחום חדש זה מאתגר את כללי האסדרה הקיימים וכי יתכן שיש צורך להתאימם בהמשך.

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. מפגשים אלה קוימו במטרה ללמוד את הנושא המורכב לעומקו ועל כל היבטיו ולהפיק מסקנות מושכלות ככל האפשר בזמן קצוב. הוועדה השתדלה לשמוע נציגים מכלל נקודות המבט של התחום, עם זאת הרצון לספק ודאות לתעשייה המתפתחת, בזמן קצר ככל האפשר, לא איפשר לוועדה לשמוע גורמים נוספים, ואנו קוראים בזאת לכל מי שמעוניין להשמיע את עמדתו לפנות בכתב במהלך שלב הערות הציבור.

בשל העובדה כי מדובר בתחום חדש יחסית, קיים מחסור במקורות רשמיים ובעבודות אקדמיות ומקצועיות הבוחנות אותו לעומקו. על כן, תוכנו של מסמך זה ושל עבודת הרקע של הוועדה מתבססים במקרים רבים על מידע שנאסף באותם מפגשים שתוארו לעיל, על מקורות מידע שאינם רשמיים<sup>3</sup> ועל עבודה הכוללת בחינה פרטנית של מקרים רבים<sup>4</sup>.

חשוב לציין כי הואיל ומדובר בתחום חדש ודינמי שההתייחסות הרגולטורית אליו עדיין בהתהוות הן בארץ והן בעולם, עבודת הוועדה צריכה להיבחן בראי הזמן. יש להביא בחשבון כי נוכח הדינמיות וההתפתחות המהירה בתחום זה, דברים רבים עשויים להשתנות בתחום בתוך זמן קצר ולהאיר את ממצאי הוועדה באור שונה.

כפי שיתואר בגוף הדוח, קיימים סוגים שונים ומגוונים של מטבעות קריפטוגרפיים, והם מכונים בשמות רבים בניסיון לאפיינם. במסמך זה אין ליחס להגדרות ולשמות שבהם נעשה שימוש, את משמעותם כפי שהם באים לידי ביטוי במקורות שונים, אלא כפי שיוגדרו במסמך זה בלבד. בשלב זה נציין כי במסמך זה נעשה שימוש בשם מטבעות קריפטוגרפיים כשם כולל, וכי כאשר תהיה התייחסות לסוג מסויים של מטבעות קריפטוגרפיים הוא יוגדר באופן פרטני.

---

<sup>3</sup> מקורות אלה אינם תמיד אחידים או מדויקים.

<sup>4</sup> במסמך לא יפורטו מיזמים ספציפיים ולא יצוינו בו שמות (מלבד מטבעות קריפטוגרפיים מוכרים שמקורם אינו בישראל).



הוועדה מאמינה ששיתוף פעולה בין הגורמים המאסדרים חשוב על מנת לעצב את האסדרה לתחום מתפתח זה, ותשמח להעמיד את עבודתה לטובת שיתוף פעולה זה. כמו כן, הוועדה רואה חשיבות רבה בקיום שיח שוטף עם הפעילים בתעשייה, ומזמינה כל מי שירצה בכך לפנות אלינו בכל עת. השאלה העיקרית בה עסקה הוועדה היא הנפקת מטבעות קריפטוגרפיים (ICOs) – מתי מדובר בהנפקות של ניירות ערך הכפופות לחובת פרסום תשקיף ולהוראות הדין הנגזרות בכך? ככל שמדובר בהנפקות של ניירות ערך – האם מסגרת האסדרה הקיימת מתאימה להנפקות אלה או שיש לבצע בה התאמות מסוימות? הדוח יתייחס גם למסגרות דינים נוספות בתחום ניירות הערך, אם כי בהיבט זה תהיה ההתייחסות קצרה יותר ולא תכלול המלצות ליצירת מסגרת אסדרה חדשה. הציבור מוזמן עם זאת להעיר גם ביחס להיבטים אלה.

מבנה המסמך הוא כדלהלן: הפרק הראשון של המסמך יסקור את תופעת הנפקות המטבע, את מאפייני התחום והמיזמים ואת ההתפתחויות בשנים האחרונות. בפרק השני יוגש ניתוח כלכלי הבוחן את ההזדמנויות, האתגרים והסיכונים העומדים בפני היזמים, המשקיעים והמשק בכללותו. ארבעת הפרקים שלאחר מכן יתייחסו לכל אחד מההיבטים הרלוונטיים לנושא בדיני ניירות ערך: הפרק השלישי יעסוק בשאלה אימתי מטבע קריפטוגרפי הוא נייר ערך ובתחולת חובת פרסום תשקיף בהתאם לחוק ניירות ערך. הפרק הרביעי יעסוק בקצרה במסגרות אחרות הקבועות בדיני ניירות ערך - פלטפורמות מסחר וסליקה; קרנות להשקעה משותפת בנאמנות; ייעוץ השקעות וניהול תיקי השקעות. בכל אחד מהפרקים תינתן סקירה קצרה של תכליות החוק וההגדרות הרלוונטיות, לאחריה תיבחן תחולת החוק על הסוגים השונים של המטבעות הקריפטוגרפיים. הפרק האחרון יסקור את ההתבטאויות והפרסומים העיקריים שניתנו בעולם ביחס להנפקות מטבע. בנספחים נכללת אזהרה לציבור וכן תיאור לטיפול החשבונאי במטבעות קריפטוגרפיים בחברות ציבוריות. טרם ניכנס לכל הנושאים שתוארו לעיל, להלן מספר הגדרות ולאחריהן תמצית מסקנות הוועדה והמלצותיה.

## הגדרות

לצורך הנוחות והאחידות בלבד להלן רשימת הגדרות גנריות קצרות של מונחים עיקריים בהם נעשה שימוש בדוח זה.

"**חוק ניירות ערך**" - חוק ניירות ערך התשכ"ח-1968;

"**חוק הייעוץ**" - חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995;

"**חוק הקרנות**" - חוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994;

"**טכנולוגיית רישום מבוזר (DLT - Distributed ledger Technology)** - טכנולוגיה לניהול מסד נתונים מבוזר בין צדדים מרובים, ללא גורם מרכז;

"**בלוקצ'יין (Blockchain)** - מערכת DLT שמבוססת על "שרשרת בלוקים" המתעדת ומסדרת את כל העסקאות שנוצרו ברשת;

"**כרייה (Mining)** - אימות עסקאות על רשת הבלוקצ'יין באמצעות כוח מחשוב בתמורה ליצירת מטבעות חדשים ו/או עמלות;

"**מטבע קריפטוגרפי (Cryptocurrency)** - קובץ מידע דיגיטלי מוצפן בטכנולוגיית DLT הניתן להעברה בין צדדים, לרבות:

(1) מטבע קריפטוגרפי המשמש כאמצעי חליפין בלבד

(2) "טוקן" (Token) / "אסימון" – מטבע קריפטוגרפי ייעודי המקנה זכויות במיזם ספציפי;

(א) "Security Token" או "Investment Token" – טוקן המקנה זכויות בעלות, השתתפות או חברות במיזם מסויים או זכויות לתזרים עתידי מיזם כאמור;

(ב) "Utility Token" – טוקן המקנה זכויות שימוש במוצר ו/או שירות המוצעים על ידי מיזם מסויים;

בכל מקום בדוח זה שבו מוזכר המונח "מטבע קריפטוגרפי" משמעותו כהגדרה ברישא, למעט אם נעשה שימוש באחת מהגדרות המשנה.

"**חוזה חכם (Smart Contract)** - קוד תוכנה המסוגל לאכוף ולבצע באופן עצמאי (self-executing) תנאים חוזיים בין צדדים;

"**ICO (Initial Coin Offering), "Token Sale", "Token Launch", "Airdrop", "Coinsale"**, או "**הנפקת מטבע**" - הנפקה ראשונית של מטבעות קריפטוגרפיים לציבור;

"**מסמך לבן**" או "**מסמך הגילוי (White Paper)**" – מסמך שיווקי המפורסם על ידי מנפיק בהנפקה ראשונית של מטבעות קריפטוגרפיים לציבור;

## תמצית

הוועדה בחנה בעיקר את תחולת הוראות חוק ניירות ערך על הנפקת מטבעות קריפטוגרפיים (ICOs) ואלה המלצותיה באופן תמציתי:

- השאלה אם מטבע ייחשב נייר ערך תוכרע לפי מכלול הנסיבות והמאפיינים של כל מקרה לגופו על רקע תכליות החוק.
- מטבעות קריפטוגרפיים המקנים זכויות דומות לאלו של ניירות ערך מסורתיים כמו מניה, אגרת חוב או יחידת השתתפות ייחשבו לנייר ערך<sup>5</sup>.
- ככלל, מטבעות שנועדו לשמש כאמצעי תשלום, סליקה או חליפין בלבד, שלא במיזם ספציפי, שאינם מקנים זכויות נוספות, ושאינם נשלטים על ידי גורם מרכזי, לא ייחשבו לנייר ערך<sup>6</sup>.
- ככלל, מטבעות קריפטוגרפיים המגלמים זכות למוצר או שירות ונרכשים למטרת צריכה ושימוש בלבד, לא ייחשבו לנייר ערך<sup>7</sup>. בהקשר זה הבחינה הרלבנטית היא של מטרת הרכישה בפועל, כך שהעדר יכולת שימוש אמיתית בטוקן בשלב ההנפקה או אפשרות לסחור בו בשוק משני עשויים ללמד כי רכישתו אינה למטרה צרכנית אלא למטרת השקעה.
- מוצע לשקול שימוש והרחבה של מסלולי גיוס ייעודיים קיימים ועתידיים עבור הנפקות ICOs, ובכלל זה לבחון: אסדרה מקלה לביצוע הצעה לציבור של מטבעות קריפטוגרפיים בהיקפים מוגבלים; האפשרות לגייס באמצעות מטבעות קריפטוגרפיים בפלטפורמות של מימון המונים; קביעת מסגרת זמנית לצורך התנסות בהנפקות של מטבעות קריפטוגרפיים וליווי יזמים בהקשר זה, במתכונת של ארגז חול רגולטורי (Sandbox); ובחינת האפשרות להסתמך על רגולציה זרה החלה בנושא של מטבעות קריפטוגרפיים.
- ככל שיהיו הנפקות של ICOs על פי תשקיף תידרש התאמה של דרישות הגילוי מכוח חוק ניירות ערך למאפיינים היחודיים של תחום זה, כפי שנעשה ביחס לתחומי פעילות אחרים (נדל"ן, גז ונפט, ביומד, ועוד).
- בחינת השאלה האם הנפקת מטבעות קריפטוגרפיים המהווים ניירות ערך נחשבת הצעה לציבור בישראל תיעשה לפי מאפייני ההצעה. הצעה לא תיחשב להצעה לציבור בישראל אם מאפייניה מלמדים בבירור כי אינה מיועדת לציבור בישראל (למשל, על ידי שפת ההצעה, העדר שיווק, פרסום ופנייה לציבור משקיעים בישראל). הוועדה מעלה לדיון את השאלה אם יש צורך בהתאמת מבחני ההצעה הקיימים לאופי המבוזר והבין-טריטוריאלי של הנפקות מטבעות קריפטוגרפיים.

<sup>5</sup> קטגוריה זו מכונה לעיתים "Security Tokens" או "Investment Tokens".

<sup>6</sup> קטגוריה זו מכונה לעיתים "Currency Tokens" או "Payment Tokens". חברי הוועדה מדגישים כי אין בכך כדי לחוות כל דעה על מעמדם המשפטי של נכסים אלו (לרבות הגדרתם כ"מטבעות") מבחינת דינים אחרים (דיני המס, הבנקאות ואיסור הלבנת הון) שהרשות אינה אמונה על פרשנותם או על אכיפתם.

<sup>7</sup> קטגוריה זו מכונה לעיתים "Utility Tokens".

- הדוח מתייחס גם למסגרות דינים נוספות בתחום ניירות הערך, אם כי בהיבט זה ההתייחסות קצרה יותר ולא כוללת המלצות ליצירת מסגרת אסדרה חדשה.

**לפירוט נוסף של ההמלצות האמורות ראו עמ' 48 לדוח.**

## תיאור התופעה<sup>8</sup>

### רקע

בסוף שנת 2008, בעיצומו של המשבר הפיננסי העולמי, עם התערערות האמון במוסדות הפיננסיים המסורתיים, פורסם מאמרו של סאטושי נאקאמוטו<sup>9</sup> (זהותו האמיתית אינה ידועה), שהציג את הביטקוין, מטבע וירטואלי וקריפטוגרפי (מוגן באמצעי אבטחה). מניעיו של נאקאמוטו ליצירת הפרויקט ולהעברתו אינם ידועים במלואם. ואולם, מעדויות של אנשים ומטקסטים שפורסמו בשמו עולות השפעותיה של אידיאולוגיה ליברטריאנית, תפיסה המבקשת לבטל את השפעותיהם של ממשלות ובנקים מרכזיים על ערך הכסף. (מאפיין אחד של ביטקוין שנועד להגשים מטרה זו הוא הגבלה על כמות המטבעות שייכנסו למחזור, המבטיחה שיהיה דיס-אינפלציוני).

מאז ובייחוד החל בשנת 2013 חוותה תעשיית המטבעות הקריפטוגרפיים נסיקה חדה במחירי המטבעות ובתפוצתם.

הביטקוין הוא למעשה היישום הראשון לטכנולוגיית הרישום המבוזר (Distributed Ledger Technology; להלן – "DLT") בלוקצייין. טכנולוגיית רישום מבוזר הינן תשתיות טכנולוגיות המאפשרות פעילות מבוזרת של רישום וחיתום. מיזמי רישום מבוזר מתבססים לרוב על קוד פתוח, ומאפשרים למשתמשים ממחשבים שונים לשתף ביניהם מאגר מידע מקוון של עסקאות (טרנזקציות) הכולל נתונים מוצפנים. בטכנולוגיית הבלוקצייין שומרים המחשבים המקושרים ברשת את כל היסטוריית העסקאות ויכולים לוודא את תקינותה. המידע מוצפן באופן שלכל המחשבים ברשת ידוע מאיזו כתובת ("מפתח פומבי") הועבר איזשהו סכום לאיזו כתובת, אך הגורם מאחורי כל כתובת אינו ידוע (גורם המחזיק ב"מפתח פרטי", המקושר לאותו מפתח פומבי). כמו כן, טכנולוגיית הבלוקצייין מאפשרת לוודא את נכונותן של העסקאות ואת הסדר בו בוצעו, ולמנוע מצבים של שימוש כפול באותו המטבע על ידי אותו הגורם (Double Spending). הדרך לכך היא יצירת מקבצים של עסקאות ב"בלוקים" והסכמת הרשת על סדר יצירתם ונכונותם.<sup>10</sup>

יכולת זו לאמת עסקאות ללא צורך בגורם ניהול מרכזי מאפשרת ניהול אמין, פשוט וקל יחסית של עסקאות בין עסקים לצרכנים. השימוש בטכנולוגיה רלוונטי במיוחד לתחום הפיננסים, ובייחוד להעברות כספים, לצד תחומים נוספים כגון חוזים חכמים, אחסון מבוזר של מידע ועוד. מרכיב מרכזי במיזמי הרישום המבוזר הוא ה-DLT Token (טוקן או מטבע קריפטוגרפי כהגדרתם לעיל), שבו נעשות עסקאות, מועברים נתונים ומוגדרות, מומחות ומועברות זכויות.

כאמור, הביטקוין היה היישום הראשון לטכנולוגיה זו. הביטקוין נועד להעברת ערך בין המשתמשים באופן מאובטח ואנונימי, ללא קיום פיזי, ללא גורם מרכזי ששולט במטבע ובהיצע שלו

<sup>8</sup> פרק זה נכתב בסמוך לסוף שנת 2017 ומכאן שאינו מתייחס לשינויים, אירועים או פרסומים שהיו מאז.

<sup>9</sup> Satoshi Nakamoto, "Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System"

<sup>10</sup> בביטקוין למשל, הסליקה ויצירת ההסכמה על סדר העסקאות מתבצעת בתהליך של "כרייה" (Mining), שבו גורמים רבים ברשת הבלוקצייין מתחרים על הרכבת בלוקים של עסקאות תוך פתרון חידה מתמטית הדורשת משאבים רבים ("Proof of work"). קיימים מנגנונים נוספים ליצירת ההסכמה זו, כמו Proof of stake.

(קיים היצע סופי קבוע של 21 מיליון מטבעות, וקצב היצירה שלהם מוכתב בפרוטוקול; כיום קיימים קרוב ל-17 מיליון), וללא צורך במתווכים ובגורם מרכזי לסליקת העסקאות<sup>11</sup>. שווי ההתחלתי של הביטקוין היה אפסי, ועם כניסתו לתודעה הציבורית החל לצבור תאוצה, עד כדי כך שנכון למועד כתיבת שורות אלה הגיע מחירו בשיאו לכמעט 20,000 דולר ליחידה, תוך תנודות קיצוניות של עד עשרות אחוזים ביום, ושווי השוק שלו הגיע בשיאו ליותר מ-300 מיליארד דולר (יותר ממרבית החברות במדד ה-S&P 500). מגמה זו באה לידי ביטוי גם במחזורי המסחר, ואלה עלו בשנתיים האחרונות מעשרות מיליוני דולרים למיליארדי דולרים ביום. בעקבות הביטקוין הגיעו מטבעות רבים נוספים על יסוד טכנולוגיות דומות, המנסים לתת פתרונות יעילים יותר לאותו השימוש או מיועדים לשימושים אחרים. ההערכות כיום הן כי קיימים מעל 1,300 מטבעות או טוקנים<sup>12</sup>, בשווי שוק שבראשית 2017 היה כ-18 מיליארד דולר ולקראת סוף שנת 2017 עלה לכ-600 מיליארד דולר (ומשתנה באופן תדיר לאור התנודתיות הגבוהה בשוק זה)<sup>13</sup>.

בשנת 2013 פותחה שיטת ה-Colored Coins, שאפשרה "לצבוע" מטבעות ביטקוין כך שיוכלו לייצג בעלות על נכסים בעולם האמיתי ויאפשרו עסקאות בהם. באותה השנה החלו מספר פרויקטים וביניהם Mastercoin<sup>14</sup> (שהיה בעיני רבים הנפקת המטבע הראשונה), שנועדו לאפשר פונקציות מורכבות על גבי רשת הביטקוין. אלה היו ראשיתם של החוזים החכמים, אחת ההתפתחויות המשמעותיות בתחום. חוזים אלה מאפשרים למעשה אכיפה של תנאים שונים באופן אוטומטי ע"י המחשבים ברשת. חוזה חכם יכול למשל לוודא שקיים אישור של מספר גורמים להעברת מטבעות מחשבון מסוים (Multi-Signature), באופן שהפעולה תבצע רק לאחר תאריך מסוים ולאחר שהתקבלו בחשבון מטבעות בסכום מסוים. זו למעשה רק דוגמה אחת לשימוש בחוזה חכם, אך השימושים רבים וכוללים בין היתר הקניית זכויות שונות במיזמים (שיכולות להיות מובנות בקוד הטוקן) ואף יצירת ארגונים שלמים המנהלים באופן אוטומטי (DAO – Decentralized Autonomous Organizations), עליהם יפורט בהמשך.

בשנת 2015 הושק פרוטוקול "את'ריום" (Ethereum), שיצר תשתית ושפת תכנות פשוטה יחסית (Solidity), המאפשרת ליצור בהרכבה אישית מטבעות וחוזים חכמים המובנים בטוקן. הסליקה ואכיפת החוזים מתבצעות ברשת הבלוקצ'יין של את'ריום<sup>15</sup>. התשלום עבור שירות זה (המכונה GAS) מתבצע באמצעות המטבע את'ר (Ether), שערכו נגזר מהצפי לביקוש לשירות. כיום המטבע המבוסס על את'ריום הוא המטבע השני בגודלו עם שווי שוק שהגיע בשיאו ליותר מ-130 מיליארד דולר (במחיר שהגיע בשיאו למעל 1,300 דולר ליחידה).

האפשרויות שמספק את'ריום הביאו להשקתם של מטבעות רבים על בסיס פרוטוקול זה (ופרוטוקולים נוספים שמאפשרים שירות דומה), שלמעשה הצמיח תעשייה שלמה של הנפקת

---

<sup>11</sup> להרחבה על האופן שבו פועל הביטקוין (והבלוקצ'יין במקרה זה), ראו נספח 1.

<sup>12</sup> לפי הערכות אחרות, מספרם עולה על 2,500.

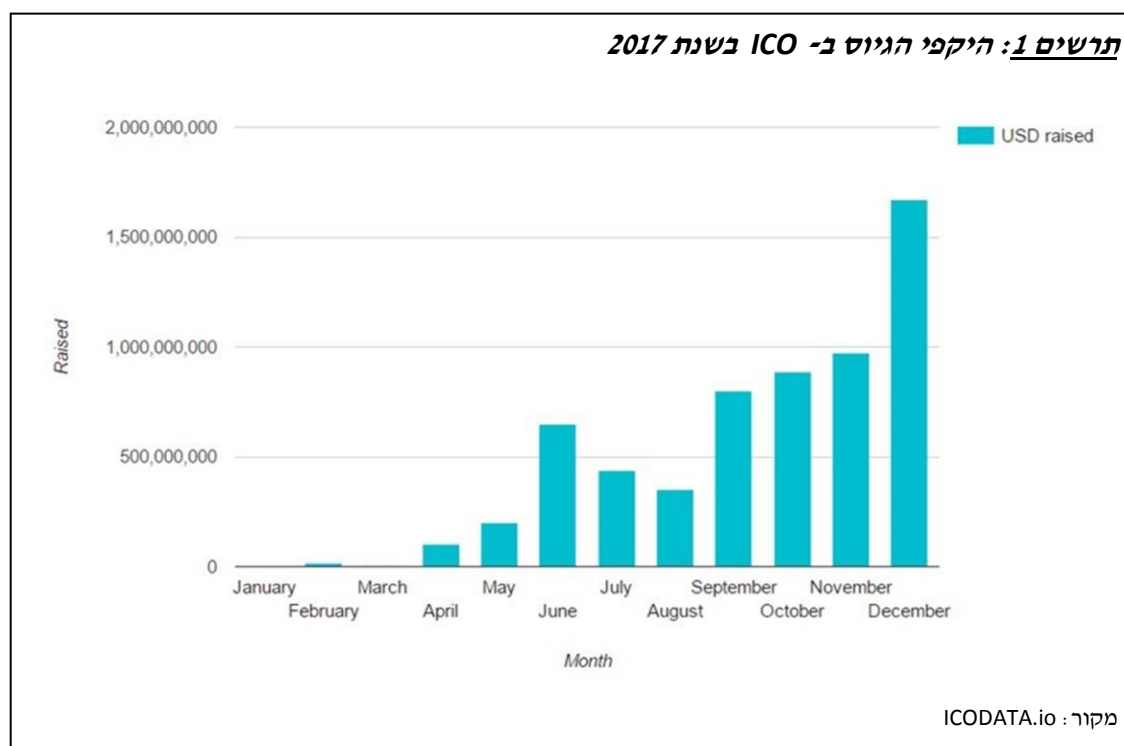
<sup>13</sup> לפי נתוני CoinMarketCap.

<sup>14</sup> היום נקרא Omni.

<sup>15</sup> שבה נעשה שימוש במנגנון הנקרא "Ethereum Virtual Machine".

טוקנים המקנים זכויות במיזמים שונים ומכירתם לציבור לצורך מימון אותם מיזמים. תופעה זו מכונה, בין היתר, Initial Coin Offering (על משקל המונח Initial Public Offering – גיוס הון ראשוני מהציבור בבורסה).

גיוסים אלה צוברים תאוצה בשנים האחרונות כאמצעי מימון חלופיים. על פי אומדנים, בשנת 2017 בלבד הגיע היקף הגיוס לכ- 6 מיליארד דולר<sup>16</sup> במאות הנפקות מטבע, מרביתן במהלך המחצית השנייה של השנה, לעומת כ-300 מיליון דולר בשנת 2016<sup>17</sup>. בתרשים 1 ניתן לראות את התפתחות היקפי הגיוס בשנת 2017.



שוק זה מתאפיין בשונות רבה, וניתן למצוא בו מגוון רחב של מיזמים השונים זה מזה באופי פעילותם, בזכויות שמקנים הטוקנים במיזמים אלה, בהיקף ובשיטת הגיוס, בהיקף הגילוי שהם מספקים, במודלים העסקיים שלהם, במיקום ובסוג ההתאגדות שלהם (אם אכן קיימת) וברמת הפיתוח של המוצר. להלן סקירה קצרה של מאפיינים אלה.

## סוגי מיזמים

כאמור, ניתן למצוא בשוק זה מיזמים במגוון רחב, השונים זה מזה באופי פעילותם. חלק ניכר ממיזמים אלה הינם פרויקטים המפתחים פרוטוקולים ותשתיות DLT (לרוב בלוקצייין), אם כי ככל שהתחום מתפתח, צפים יותר ויותר מיזמים המספקים שירותים או מקושרים למוצרים/נכסים שאינם קשורים לתחום זה. במיזמים אלה משמש המטבע הקריפטוגרפי כאמצעי תשלום לשימוש בשירות, או שהוא מיצג בעלות על נכסים וזכויות נוספות.

<sup>16</sup> לפי נתוני אתר ICO Data - <https://www.icodata.io/stats/2017>  
<sup>17</sup> כולל הנפקת The DAO בשווי של מעל 150 מיליון דולר, שתמורתה הוחזרה לבעליה בשל ניסיון גניבה ע"י ניצול פרוצה בקוד (יפורט בהמשך).

את המיזמים השונים ניתן לחלק על פי מאפיינים שונים. להלן רשימה חלקית בלבד להבחנות אפשריות:

- **מיזמים מבוססי DLT מול מיזמים המשתמשים בטוקן לצורך הגיוס בלבד** – ישנם מיזמים המבוססים על DLT ומשתמשים ברשת מבוזרת באופן פעיל כחלק מהשירות. אלה יכולים לכלול מיזמים המפתחים תשתיות בעצמם (לשימושים שונים) או כאלה שמשתמשים בתשתית של רשת מבוזרת עבור שירותים אחרים, כמו שיתוף של שטח דיסק או כוח מיחשוב בין מחשבים אישיים המנוהל בצורה מבוזרת. מיזמים אלה פועלים בדרך כלל במטרה לבסס קהילה של משתמשים שתיצור מערכת כלכלית ("Ecosystem") שבה כל המשתמשים מעורבים בקידום המיזם, למשל באמצעות השימוש, בעריכת הקוד, במתן שירותים וכד'. ככל שקהילה זו תגדל ותתרום למיזם, כך יעלה ערכם של הטוקנים (שבחלקם הגדול מוחזקים ע"י היזמים עצמם)<sup>18</sup>. לעומתם, ישנם כאלה שפעילותם אינה קשורה כלל ל-DLT, אך הם משתמשים בטוקנים בכדי לייצג זכויות אחרות, כמו אמצעי תשלום עבור השירות או זכויות לרווחים הנובעים מהמיזם (כמפורט בהמשך), ומשתמשים בהם רק לצורך הגיוס. אלה לרוב נשענים על רשתות בלוקצ'יין קיימות ובעיקרן רשת האתריום (מסקירה שביצענו עלה כי כ- 80% מהטוקנים המונפקים על גבי רשת מונפקים על רשת זו).
- **מיזם צרכני מול מיזם השקעתי** – קיימים מיזמים המציעים למשקיעים בהם שירותים צרכניים, כמו שירותים פיננסיים, רכישות במשחקי מחשב או הפצת כרטיסים להופעות. לעומתם, קיימים מיזמים הפועלים כמיזמי השקעה משותפת. מיזמים אלה יכולים להשקיע במיזמים אחרים (בין אם בצורה של השקעה הונית ובין אם באמצעות רכישת טוקנים), במטבעות קריפטוגרפיים או בכל נכס אחר. מטרתם הינה השאת רווחים לכלל מחזיקי הטוקנים (המעניקים זכות ברווחים ובעלות על הנכסים), בחלק מהמקרים תוך שימוש בחוכמת ההמונים (באופן שמחזיקי הטוקנים יכולים להציע הזדמנויות ולהצביע על בחירת ההשקעות).
- **מיזם חדשני מול מיזם המהווה שיפור של מוצר קיים** – ישנם מיזמים שמביאים עמם בשורה צרכנית חדשה, כמו למשל תגמול המשתמש על שעיין בתכנים (Attention Tokens). לעומתם, יש מיזמים שלוקחים שירות או מוצר קיים ומציעים אותו בצורה יעילה או זולה יותר. כאמור, חלקם בונים את השירות כך שייעשה שימוש בטוקנים ("טוקניזציה"), מה שעשוי במקרים רבים לייעל אותו (אם כי לא בהכרח).
- **מתן שירות וירטואלי מול החזקה בנכס ריאלי** – מיזמים רבים משקיעים בפיתוח מוצר אשר אמור לשמש את לקוחותיו באופן וירטואלי בלבד, כמו אתרי הימורים או משחקי מחשב. לעומתם יש מיזמים שבהם הטוקנים מייצגים זכויות על מוצרים או סחורות בעולם ה"ריאלי", כמו נדל"ן, שרתי מיחשוב (המשמשים לרוב לכרייה של מטבעות) או זהב (המכונים נכסי "off-chain").

---

<sup>18</sup> פירוט בעניין מודל זה בפרק הניתוח הכלכלי.



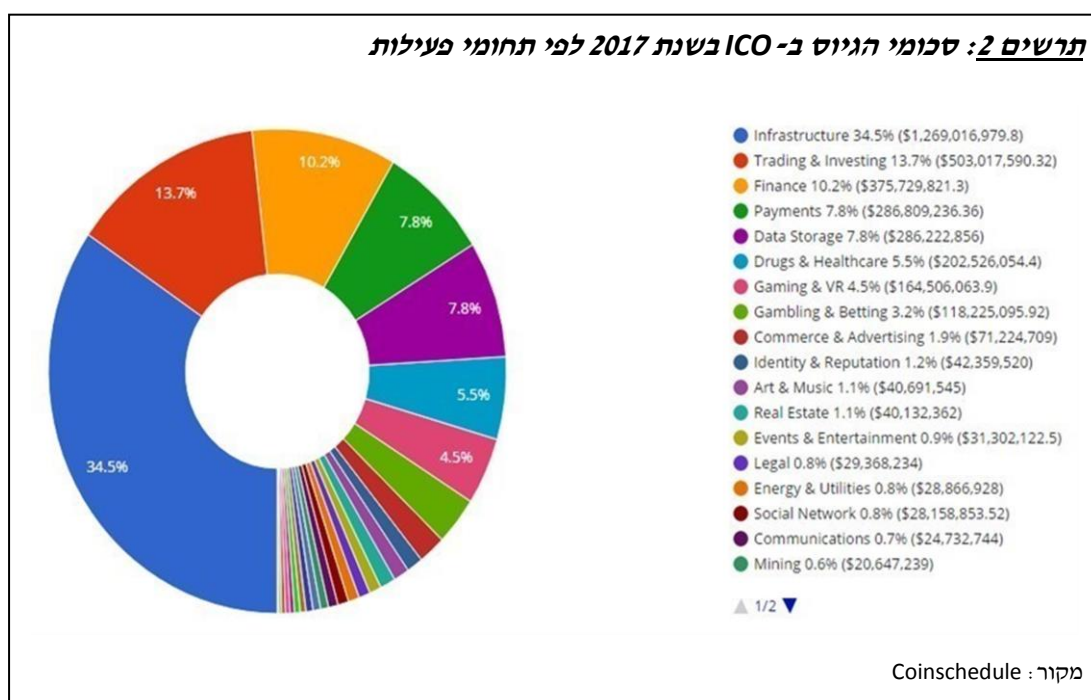
- **מיזם המוכוון לקהילה ספציפית מול מיזם לכלל הציבור** – ישנם מיזמים הפונים לקהילות ספציפיות, ומיועדים לספק בהן פונקציות כמו מטבע לשימוש מקומי או טוקן המוענקת תמורת תרומה לקהילה ומספק הנחות על מוצרים מקומיים. קהילה ספציפית יכולה להיות גם קהילה של משתמשים קיימים, כמו משתמשי משחק מחשב הרוכשים מטבעות לשימוש פנימי במשחק או חברי מועדון כלשהו. לעומת זאת, מיזמים רבים פונים לציבור הרחב.
- **מיזם עם שליטה מרכזית מול מיזם ללא שליטה מרכזית** – חלק מהמיזמים מנוהלים ע"י הגוף שפיתח את הטוקנים. דוגמה מובהקת לכך היא כאשר הטוקן מספק גישה לשירות שנותן אותו הגוף. במקרה זה, אם היזם מחליט להפסיק את פעילותו, אין עוד צורך בטוקנים שלו. במיזמים אחרים (בעיקר בכאלה העוסקים בתשתית בלוקצ'יין) הטוקנים מהווים חלק אינטגרלי מהמערכת, ולכן גם אם היזם מפסיק את פעילותו הפרויקט ממשיך להתקיים, והקהילה שנבנתה סביבו ממשיכה להשתמש בטוקנים ולתמוך במערכת. גם במיזמים אלה אין אחידות מבחינת הניהול המרכזי, שכן ייתכן שהיזם שומר לעצמו זכויות עדיפות על פני אלה של יתר המחזיקים, כמו היכולת לעדכן ולשנות את הקוד ללא הסכמת הרוב. אבל גם אם היזם אינו שומר לעצמו זכויות עודפות, ייתכן כי בפועל מאחר שהוא הגורם המוביל את הפרויקט הסכמת הרוב נשענת עליו.<sup>19</sup> הבחנה נוספת לעניין זה הינה האם המיזם מבוסס רשת בלוקצ'יין פרטית או מבוזרת. להבדיל מהרשת המבוזרת, שבה כל המעוניין יכול להצטרף ולהוות חלק מהרישום או הסליקה (Permissionless), ברשת פרטית נדרשות הרשאות לשם כך (Permissioned), והיא מאופיינת לרוב בריכוזיות, כך שמספר גורמים שולטים בה ויכולים לעשות בה שינויים.
- **מיזם למוצר/שירות קיים לעומת מיזם פיתוח** – ישנם מיזמים המבצעים מכירה של טוקנים שהשירות עבורם כבר קיים (או בשלבי פיתוח מתקדמים) וניתן להשתמש בהם. מכירה זו יכולה למשל להשיק את הפלטפורמה מתוך רצון לייצר קהילת משתמשים כפי שתוארה לעיל (ראה פירוט בפרק הניתוח הכלכלי). גיוס הכספים במקרה זה יכול להיות מיועד לתמיכה באותה קהילה ולהגדלתה, להוספת שירותים ופיתוחים עתידיים וכן כתמורה למפתחי הפלטפורמה. מכירה כזו יכולה לשמש גם למטרות אחרות, כמו ייצוג שירותים או נכסים שבהם הטוקניזציה עשויה לשפר את היעילות (כמו חלוקת הבעלות לחלקים קטנים וסחירים). לעומתם, מיזמים רבים מפיצים את הטוקנים (או הבטחה למסירתם בעתיד) בעוד בידיהם רק רעיון או כאשר הפרויקט נמצא בשלבי פיתוח מוקדמים. אלה יכולים לבצע את הגיוס כדי לממן את הפיתוח וכן לשם אותן מטרות שתוארו לעיל.<sup>20</sup>

נוסף על השונות באופיים, המיזמים מתפרסים על פני ענפי תעשייה רבים. על פי נתוני Coinschedule, נכון לדצמבר 2017, כ- 35% מסכום הגיוס בשנת 2017 יועדו למיזמי תשתית רישום

<sup>19</sup> דוגמה אחת למיזמים מסוג זה היא פרוטוקול האתריום, שבו לכל המחזיקים קיימת זכות שווה, והמייסד מוביל מהלכים רק בעקבות הסתמכות הרוב על דעתו, אם כי שינוי ברשת זו דורש הסכמה רחבה ומצריך פיצול לשני מטבעות שונים (Fork).

<sup>20</sup> פירוט נרחב יותר בנושא זה בפרק על שלב המיזם.

מבוזר, כ- 14% מהגיוסים היו עבור פרויקטים בתחום המסחר וההשקעות (אלה כוללים למשל גישה לתוכנת מסחר אלגוריתמי או למיזמי השקעה), כ-10% בתחום המימון (לדוגמה, בנק דיגיטלי המותאם לעידן הבלוקצ'יין), כ-8% בתחום התשלומים והמסחר (לדוגמה העברות בין-בנקאיות ע"י ייצוג הנכסים בבלוקצ'יין וכרטיסי אשראי לשימוש במטבעות קריפטוגרפיים), כ-8% בתחום אחסון המידע (לדוגמה שיתוף שטח דיסק פנוי בין מחשבים באמצעות בלוקצ'יין) וכ-5.5% בתחום התרופות והבריאות (כמו ניהול מידע רפואי). תחומים נוספים שבהם פועלות החברות הם משחקי מחשב (4.5%), הימורים (3.2%), שיווק ופרסום (1.9%), זיהוי ומוניטין (1.2%), אמנות ומוזיקה (1.1%), נדל"ן (1.1%) ועוד.



## סוגי זכויות מוקנות

בתחילת דרכם של המטבעות הקריפטוגרפיים הזכות שהעניקו הטוקנים הייתה למעשה היכולת להעביר ערך בין המשתמשים (הביטקוין כדוגמה הנפוצה ביותר), ולא העניקה זכות במיזם ספציפי. מטבעות קריפטוגרפיים מסוג זה מונפקים ו/או מופצים עד היום. עם התפתחותו של השוק, ובעיקר עקב התפתחותם של החוזים החכמים והפרוטוקולים המאפשרים הנפקה של טוקנים ב"התאמה אישית" (ובראשם אתריום), כלומר הנושאים עמם כללים או זכויות בהתאם להכתבת המנפיק, החלו להופיע יותר ויותר מיזמים המנפיקים לציבור הרחב (או לקהלים ייחודיים) טוקנים ומשתמשים במכירתם לצורך מימון פעילותם. טוקנים אלה לרוב מעניקים לרוכשים אותם את היכולת להשתמש בשירות או במוצר שמפתח המיזם, אך יכולים להעניק זכויות נוספות. זכויות אלה מגוונות ומשתנות ממיזם למיזם.

להלן רשימה לא סגורה של הזכויות העיקריות שטוקנים יכולים להעניק :

- זכויות גישה/שימוש – כאמור, הזכות העיקרית שניתן לראות במיזמים רבים הינה היכולת להשתמש בשירות שמציע המיזם. אופן השימוש בטוקנים שונה גם הוא ממיזם למיזם, ותלוי מאוד בסוג המיזם ובמודל העסקי העומד מאחוריו. כך למשל, במיזמים בעלי אופי צרכני, כמו משחקי מחשב, השימוש יכול להיות אמצעי תשלום עבור השירות (דבר שהיה קיים עוד לפני התפתחות שוק זה). במיזמים שבהם מוצעת פלטפורמה חיצונית (למשל אלגוריתם מסחר), השימוש יכול להיות מתן האפשרות לגשת לשירות או לפלטפורמה. כשמדובר במיזם המחזיק בנכסים ריאליים, כמו שרתי מחשב, הטוקן יכול לאפשר למחזיק בו לעשות שימוש באותם נכסים (כמעין דמי שכירות). במקרים בהם השירות עצמו מבוסס בלוקצ'יין, השימוש יכול להיות מובנה בטוקן (מעין מכירה של תוכנה), והמחזיק בו יכול לבצע פעולות על גבי הרשת (כמו שיתוף של שטח דיסק) או לשלם באמצעותו לגורמים ברשת עבור כוח המיחשוב הנדרש לביצוע הפעולה שהוא מבקש לבצע (כמו סליקת עסקאות או אכיפה של חוזה חכם, בדומה לאתריים).  
אלה כמובן רק חלק מהדוגמאות לאפשרויות השימוש בטוקנים.
- זכויות ברווחים – במיזמים אלו מוקנות למחזיקי הטוקן זכויות ברווחי המיזם. זכויות אלה מאפיינות למשל מיזמי השקעה, בהם מחזיקי הטוקן זכאים לקבל חלק מרווחי המיזם שיחולקו כשהיו כאלה, בדומה לחלוקת דיבידנדים.
- זכויות לתמלוגים – טוקנים יכולים להעניק את הזכות לעשות שימוש בפלטפורמה שמציע המיזם, להציע את שירותיו למשתמשים אחרים (מעין זכיינות או רישיון שיווק) ולגבות עבורם תשלום.
- זכויות על נכסים – טוקנים המקנים למחזיקים בהם זכויות על נכסים שבבעלות החברה. אפשרות אחת היא ייצוג של חלק מהבעלות על כלל נכסי החברה (בדומה למניה). דוגמה נוספת יכולה להיות ייצוג של נכס נדל"ן כלשהו או כל נכס פיזי אחר (ואם כן להבדיל מזכות השימוש בטוקן כדמי שכירות, הוא מייצג בעלות בנכס).
- זכות למתן שירות תמורת תגמול – מיזמים יכולים לתגמל את משתמשי הטוקנים עבור מתן שירותים שונים. כך למשל, טוקן עשוי לאפשר שירותי סליקה או כרייה, אשר לרוב יתגמלו את מחזיק הטוקן בטוקנים נוספים (בצורה של עמלה ממבקש השירות ו/או בצורה של יצירת טוקנים חדשים); לתת תמריצים להרחבת השירותים המוצעים במיזם ע"י הענקת טוקנים למפתחים המוסיפים פיצ'רים נוספים למיזם (התמורה יכולה להיות מוצעת גם ע"י קהילת המשתמשים בטוקן עבור שיפורים הדרושים להם); או לאפשר למשתמשים לספק שירותי תוכן וכדי תמורת תגמול.
- זכויות הצבעה – טוקנים המאפשרים למחזיק בהם להצביע בנושאים העומדים על הפרק ובאורח זה להשפיע על קבלת החלטות במיזם. הזכות יכולה להיות בקבלת החלטות ניהוליות (כמו בחירת השקעות בקרן) או רק בתחום פעילות מוגדר מראש (כמו בוררות בסוגיות העולות בין משתמשים בפלטפורמה). יש מיזמים שבהם אף ניתן לסחור בזכויות ההצבעה, ללא מסחר בטוקן עצמו.

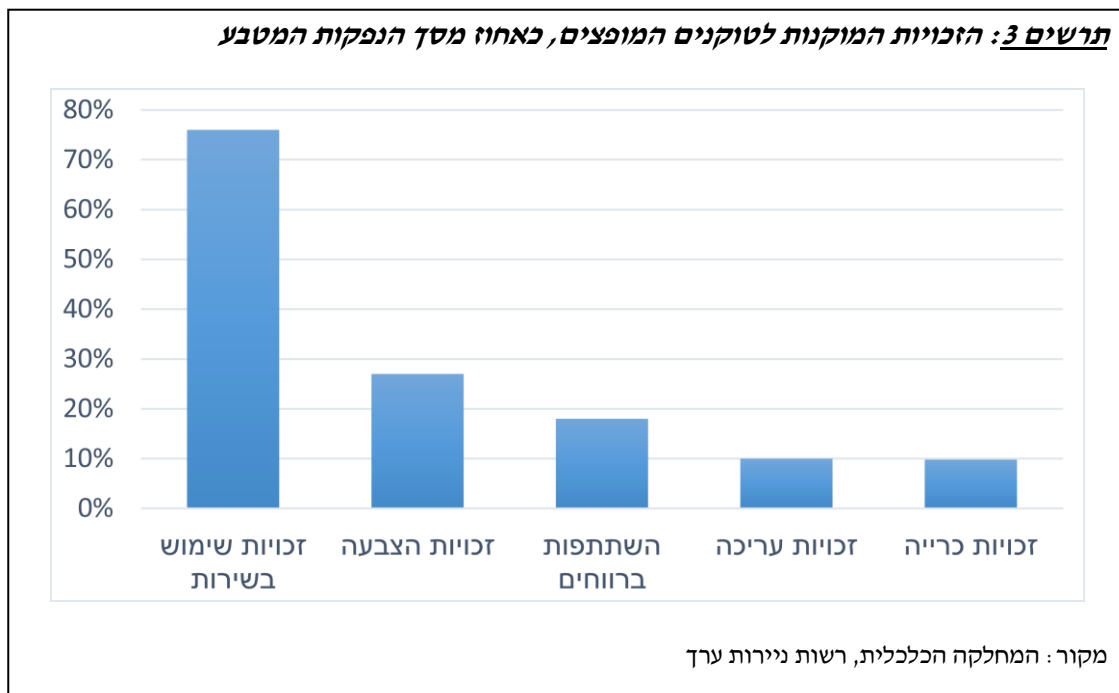
- זכויות לתזרים מזומנים – טוקנים יכולים גם לזכות את בעליהם בהתחייבות מצד המיזם להעניק להם תזרים מזומנים, קבוע או משתנה.
- זכויות עריכה – טוקנים המאפשרים למחזיקים בהם את הזכות לערוך שינויים ולשפר את הקוד.

כאמור, זוהי רשימה לא סגורה, וייתכנו וריאציות רבות של זכויות אלה וזכויות נוספות. כמו כן, כל טוקן יכול להעניק יותר מזכות אחת.

ישנם אם כן סוגים שונים ומגוונים של טוקנים, הנעים על הטווח שבין מטבעות קריפטוגרפיים המיועדים לשמש כאמצעי להעברת ערך ואינם מכוונים למיזם ספציפי, דרך טוקנים המעניקים גישה לשירות או אמצעי לתשלום עבור השירות או המוצר שמספק מיזם מסוים, ועד טוקנים המייצגים זכויות בנכסים או בחברה כמו ייצוג של בעלות, זכות לרווחים וזכות להצבעה.

מחקר שבוצע בשתי אוניברסיטאות<sup>21</sup> בחן 253 הנפקות עד אוגוסט 2018. במחקר נמצא כי 81% מהטוקנים העניקו זכויות שימוש, 68% העניקו זכויות הצבעה כלשהן ו- 26% העניקו זכויות להשתתפות ברווחים.<sup>22</sup>

מניתוח נתונים על 53 הנפקות, כפי שפורסמו באתרי אינטרנט המבצעים סקירות של מיזמים (מדגם אקראי, אם כי מותנה בסקירת המיזם), נמצא כי מרבית הטוקנים מעניקים זכויות שימוש (76%), כ- 27% מעניקים זכויות הצבעה וכ- 18% מעניקים זכויות להשתתפות ברווחים.<sup>23</sup> ראו תרשים 3.



<sup>21</sup> Saman Adhami, Giancarlo Giudici, & Stefano Martinazzi, "Why do businesses go crypto? An empirical analysis of Initial Coin Offerings", Università Bocconi & Politecnico di Milano.

<sup>22</sup> חשוב לזכור כי מחקר זה עסק בהנפקות שהיו עד אוגוסט 2017, ומאז ייתכן שהיו שינויים בשוק.  
<sup>23</sup> מדגם זה אינו בהכרח מייצג, ותלוי ברמת הפירוט שסופקה באתרי הסקירה השונים ובפרויקטים שנסקרו. במדגם עלו הנפקות לתקופה מרץ-ספטמבר 2017.

בתעשייה זו קיימות הגדרות רבות הבאות לסווג את הטוקנים השונים. בין היתר, נהוגה הבחנה (שאינה רשמית או חד-משמעית) בין שלושה סוגים של טוקנים לעניין האסדרה: Digital "Cryptocurrency"/"Currency" ("מטבע קריפטוגרפי"), "Security Token" ("טוקן נייע") ו-"App coin"/"Utility Token" ("טוקן שמישי").

- "מטבע קריפטוגרפי" עניינו לרוב מטבעות שמיועדים לשמש כאמצעי להעברת ערך ואינם מכוונים למיזם ספציפי (כמו הביטקוין).
- Security Token חל לרוב על טוקנים הנכללים בהגדרה של Security Token בדין האמריקאי או במדינות אחרות.
- Utility Token מתייחס לרוב לטוקנים המעניקים גישה לשירות או זכויות שימוש בשירות או במוצר (מבוסס DLT או לא) שמספק מיזם מסוים (למשל, כאמצעי תשלום).<sup>24</sup>

הקריטריונים לסיווג לא תמיד אחידים וברורים ולא בהכרח מקובלים על הרגולטורים השונים. כך למשל, רשות ניירות הערך בארה"ב (SEC) הציגה גישה לפיה קיומה של "Utility" אינו מספיק בפני עצמו לצורך החרגת הטוקן מהגדרת נייר ערך, והודיעה שתשקול גורמים נוספים לצורך סיווג הטוקן.<sup>25</sup>

## צורת ההתאגדות

מיזמים אלה מתאגדים בצורות שונות ופועלים במדינות שונות. למיקום ולצורת ההתאגדות השלכות משפטיות רבות על אופן פעילותם ועל החובות המוטלות עליהם.

ישנם מקרים שבהם הישות המפתחת את המיזם רשומה במדינה מסוימת, ולצורך ההנפקה מוקמת חברה נוספת המתאגדת במדינה "נוחה" יותר להנפקות מסוג זה (משיקולים של ודאות רגולטורית, דרישות מקלות, משטרי מס מקילים, היכולת לעבוד מול המערכת הפיננסית וכד').

צורות ההתאגדות הנפוצות<sup>26</sup> עבור חברות אלה מתוארות להלן:

- עמותה ללא כוונת רווח (Non Profit Foundation) – מיזמים רבים מתאגדים כעמותות ללא מטרת רווח, כך שלמעשה תמורת הגיוס מתקבלת בארגון שאינו מרוויח ישירות מהשימוש במוצר. במקרה זה, לרוב חלק לא מבוטל מהטוקנים מונפק ישירות ליוזמים, מה שמאפשר להם להרוויח ממכירתם בעתיד וכן נותן להם תמריץ לתמוך בהצלחת המיזם.<sup>27</sup>

---

<sup>24</sup> הבחנה זו מוצאת ביטוי בחוות דעת משפטיות של משרדי עורכי דין בארה"ב ובמדינות אחרות, הנערכות עבור מיזמים לעניין החרגת הטוקנים שהם מציעים מתחולת ההגדרה כנייר ערך.

<sup>25</sup> בעניין זה היו מספר מקרים עליהם הצהיר ה-SEC כי היו מכירה של ניירות ערך בניגוד לחוק, וכן הוגשו מספר תביעות בארה"ב המאשימות את מארגני המיזמים במכירה של ניירות ערך בניגוד לחוק, לצד טענות נוספות הנוגעות להגיונותם. ראו פרק על סקירת ההתייחסויות בעולם.

<sup>26</sup> ישנן צורות התאגדות נוספות, כמו שותפויות, שלא הוכנסו פה הואיל והיקף קיומן בתעשייה זו מצומצם יותר. כמו כן, יש לסייג רשימה זו, שכן מיזמים רבים אינם מציינים את צורת התאגדותם.  
<sup>27</sup> להרחבה ראו פרק ניתוח כלכלי.

חלק מהמודלים בעולם עשויים גם לאפשר הכנסות ליזמים באמצעות משכורות או באמצעות חברות קשורות (כאשר העמותה היא המגייסת את הכסף אך הפיתוח ומתן השירותים מתבצעים ע"י חברה אחרת). צורת התאגדות זו נפוצה בשווייץ למשל, בין היתר בשל גמישותו הרבה של חוק העמותות בשווייץ והאפשרות לקבל פטור מתשלום מסים בתנאים מסוימים. על עמותות אלה מוטלות גם מגבלות שונות הכוללות כללי ממשל תאגידי והגשת דיווחים.

- חברה בע"מ (Ltd, LLC) – צורת התאגדות נוספת היא של חברה באחריות מוגבלת. מבנה משפטי זה מקנה ליזמים הגנה מנשיאת אחריות אישית לפעילות החברה (כל עוד אין היא פועלת בניגוד לחוק). הוא נפוץ בארה"ב למשל, ובפרט במדינת דלוור המכירה באפשרות של ניהול מרשם בעלי מניות על גבי פנקס רישום מבוזר<sup>28</sup>.
- מיזמים ללא התאגדות – חלק מהמיזמים אינם מבוססים על התאגדות משפטית מסודרת, ובהם על פי רוב יזמים אחדים פועלים יחד על מנת לפתח את המוצר והשירות. במקרה זה קיים סיכון לתביעה אישית, אך נחסכות העלויות והמורכבויות הנובעות מהקמת חברה.

לכל אחת מהאפשרויות הללו יש השלכות רבות המשתנות בין מדינה למדינה, ואין זה המקום לפרט על כך.

## שלב המיזם – בין רעיון למוצר קיים

השונות בין המיזמים הרבים בעת הנפקות המטבע משתקפת גם ברמות הפיתוח השונות של המוצרים או השירותים שהמיזמים רוצים לשווק לציבור.

ישנם מיזמים המבקשים לגייס כסף בעוד בידיהם רעיון בלבד (תמורת טוקנים או בהבטחה לטוקנים בעתיד) או כשהם בשלבי פיתוח מוקדמים. בשונה מאלה, מיזמים יכולים להציע לציבור טוקנים כאשר יש בידיהם מוצר מוגמר (או בשלבי פיתוח מתקדמים), והטוקן כבר יכול לשמש את הרוכשים אותו – אם כי גם כשנעשה שימוש מלא בטוקנים, שכיח שהיזמים ימשיכו בפיתוח המוצר, בהוספה של תכונות נוספות ובתחזוקת הפלטפורמה.

מובן כי ישנם גם מיזמים הנמצאים במקום כלשהו בטווח שבין רעיון למוצר מוגמר, והם עשויים להציע גרסאות ראשוניות למוצר או להציע שירות הכולל רק חלק מהשירות שמתואר במצגי המיזם שעבורו מתבצע הגיוס. לאור הפרקטיקה שהתפתחה בארצות הברית, המבחינה בין טוקן שמיש לבין טוקן נייר ערך (כמתואר בפרק "סוגי זכויות מוקנות"), ישנם מיזמים המאפשרים שימוש בטוקן העשוי להיות מצומצם או שונה מהשימוש המיועד על פי הפיתוח הממומן.

השונות הרבה ברמת הפיתוח של המוצרים והשאלה אם הם פעילים בעת ביצוע ההצעה לציבור משמעותית עבור רוכשי הטוקנים. הציבור הרוכש הבטחה לזכות עתידית (בין אם הפיתוח נמצא בתחילת הדרך ובין אם המוצר אינו כולל את כל המאפיינים המובטחים), למעשה תלוי לחלוטין

---

<sup>28</sup><https://global.delaware.gov/2017/07/10/delaware-is-close-to-law-that-will-let-companies-trade-shares-on-a-blockchain/>

במאמצי היזמים, ועשויים להתקיים פערי מידע משמעותיים בין היזם למשקיע (שיכולים להצטמצם באמצעות גילוי הולם והתנהלות הוגנת, או מנגד להיות מנוצלים ע"י היזם). גם כאשר המוצר קיים, הרוכשים עשויים להיות תלויים במידה רבה במאמצי היזמים לבצע תחזוקה שוטפת ולהוסיף מאפיינים (פיצ'רים) למיזם (היקף התלות תלוי במודל העסקי של המיזם), ולכן גם במצב זה עשויים להתקיים פערי מידע, אם כי במידה פחותה.

לפי נתונים שפורסמו באוקטובר 2017 ע"י פרויקט שנקרא "Token Report", מתוך 226 הנפקות שהושלמו ונסקרו, רק 20 מיזמים מאפשרים שימוש ממשי בשירות (שלא בהכרח התאפשר בעת ההנפקה), וכל היתר מאפשרים רק מסחר בטוקן.<sup>29</sup>

לאור ההבחנה בין טוקן שמיש ובין טוקן נייר ערך, כשעורכי דין מגישים חוות דעת בנוגע לסיווג הטוקן מבחינה זו, השאלה אם הטוקן מאפשר שימוש מיידי במוצר או בשירות שמציע המיזם הינה שאלת ציר, שכן המענה עליה עשוי להשפיע רבות על סיווג הטוקן.<sup>30</sup> הלכה למעשה, בארצות הברית ובמדינות נוספות נהוג להתייחס לטוקנים שאין להם עדיין שימושיות מלאה כנייר ערך בהתאם לדין האמריקאי (כחלק מהלכת Howey), שבה מתקיים במקרה זה גם התנאי לציפייה לעליית ערך עקב מאמץ שנעשה ע"י אחרים<sup>31</sup>).

בארצות הברית הביא מצב זה להתפתחותו של ה- SAFT (Simple Agreement for Future Tokens)<sup>32</sup>, שהוא חוזה סטנדרטי למכירה מוקדמת של טוקנים – לפני שפותח השירות תמורתם – למשקיעים מתוככמים (Accredited) בלבד. החוזה מוגדר על ידי מפתחיו כחוזה השקעות (Investment Contract), המסווג בחוק האמריקאי כנייר ערך, ולרוב משתמש בפטור הקיים ב-

---

<sup>29</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-10-23/only-one-in-10-tokens-is-in-use-following-initial-coin-offerings>

<sup>30</sup> כך למשל מתוך מסמך הגילוי של ה- SAFT (בעניינו ראו להלן בפסקה הבאה בדוח): "Pre-functional Utility Token Sales Are More Likely to Pass the Howey Test Potential plaintiffs (whether private or governmental) seeking to assert that a token is a security, might argue that the "efforts of others" prong is satisfied whenever the developers sell utility tokens prior to the network launch and prior to genuine utility (aside from mere tradability). They might take the position that the purchasers of these pre-functional utility tokens in such a scenario necessarily rely on the managerial and technical efforts of the developers to realize value from their tokens .

For many pre-functional utility tokens, there is merit to this position. As stated in the prior section, the secondary market price of an already-functional utility token is determined by a great variety of factors. Likewise, the secondary market price of a pre-functional utility token could also be determined by a great variety of factors. However, the application of the technical and managerial efforts of the seller is likely the predominant factor in the price of a pre-functional utility token until it transitions to being a functional utility token. The purchasers of a pre-functional utility token are, by and large, reliant on the efforts of the seller to develop functionality. These sellers have not yet expended their "essential" efforts. Those efforts are still required to deliver functionality, and therefore profit."

<sup>31</sup> להרחבה ראו בפרק הסוקר את ההתייחסויות בעולם.

<sup>32</sup> Juan Batiz-Benet, Jesse Clayburg & Marco Santori, "The SAFT Project: Toward a Compliant Token Sale Framework", Cooley, Protocol Labs, October 2<sup>nd</sup> 2017.

Reg D, המאפשר מכירה למשקיעים מתוחכמים ללא עמידה בכל דרישות האסדרה<sup>33</sup>. לאחר שמפותח השירות המלא מונפקים הטוקנים – המוגדרים כטוקנים שמישים – למחזיקי החוזה (היכולים אז למוכרם בשוק), והמיזם יכול לצאת בהנפקת טוקנים נוספים לציבור.

## ההצעה למשקיעים

להליך הגיוס עשויה להיות חשיבות רבה להיקף הגיוס ולהמשך התפתחותו של המיזם. מעבר לכספים עצמם הדרושים לפיתוח, ההפצה לציבור של הטוקנים עשויה להוות מרכיב חשוב ביצירת קהילת משתמשים רחבה וליצירת "באז" שיווקי סביב הפרויקט. על כן ישנם מיזמים שמשקיעים משאבים רבים בתהליך זה, ואנו עדים להתפתחותה של תעשייה שנועדה לתמוך בתהליך. ניתן לחלק תהליך זה למספר שלבים:

- **Pre-ICO** – מיזמים רבים פונים למשקיעים מתוחכמים (קרנות הון סיכון, קרנות פרטיות, אנג'לים [משקיעים פרטיים גדולים] וכד') טרם ביצוע ההנפקה, בשלב המכונה Pre-ICO (באופן דומה לתהליך המכונה Road Show בהנפקה מסורתית של מניות או אג"ח). מחקר שנעשה באוניברסיטאות לוקסמבורג וסידני<sup>34</sup> מצא כי 68% מהמיזמים במדגם<sup>35</sup> ביצעו גיוס הון בטרם ההנפקה, וההערכה היא כי המספר האמיתי גבוה יותר, הואיל והגילוי לוקה בחסר. מכירות אלה נעשות לעתים במחיר הנמוך מהמכירה לציבור, וסכומיהן עשויים להוות נתח משמעותי מסך הגיוס. כמו כן, המפגש עם משקיעים אלה נעשה לרוב פנים אל פנים, והם יכולים לדרוש מידע רב, כמו קבלת קוד המחשב שבו משתמש המיזם ובדיקתו באופן עצמאי. ישנם מיזמים שמסתפקים בשלב זה ואינם פונים לציבור הרחב מיד לאחר מכן, בין אם משיקולים הכרוכים בהיקף הגיוס הנדרש ובין אם בשל החשש מאסדרה (מול הפטורים הקיימים בדיני ניירות הערך במדינות שונות)<sup>36</sup>.
- **הכנת המיזם לגיוס** – ההכנה עשויה לכלול בין היתר תכנון המודל העסקי, התקשרות עם גורמים מייעצים וקבלת חוות דעת (משפטיות ומקצועיות), הכנת מצגים לתיאור המיזם ולשיווקו (הכוללים מסמך גילוי, אתר אינטרנט, סרטונים וכד'), כמתואר בהמשך), פרסום חומרים ראשוניים בפורומים וקבלת משובים מהציבור, פיתוח התשתית להנפקה (העשויה לכלול כתיבה של חוזים חכמים שינהלו את ההפצה), כתיבת הקוד לטוקנים הנמכרים ועוד.
- **שיווק הגיוס לציבור** – מיזמים יכולים לפנות לאפיקים שונים לצורך השיווק, כמו הפצה ברשתות החברתיות, פרסום באתרי תוכן ואף שימוש במשווקים מקצועיים המפיצים את הבשורה. בד בבד עם התפתחות התעשייה התפתחו גם אתרים המיועדים להפצה של הנפקות טוקנים וכוללים רשימות ארוכות של הנפקות צפויות (או כאלה שכבר הסתיימו). חלקם מבצעים סקירות בהיקפים שונים על המיזמים ואף מדרגים אותם ואת רמת הסיכון

---

<https://www.sec.gov/fast-answers/answers-regdhtml.html> <sup>33</sup>

<sup>34</sup> Dirk A. Zetzsche, Ross P. Buckley, Douglas W. Arner, Linus Föhr, "The ICO Gold Rush : It's a scam, it's a bubble, it's a super challenge for regulators", 2017.

<sup>35</sup> המדגם כלל מעל 150 מיזמים.

<sup>36</sup> ראו פירוט בפרק הנוגע לשלב המיזם.



הכרוכה בהם. סקירות אלה כמו גם קידום המיזם והבלטתו באתר עשויים להיות תמורת תשלום.

- **ההנפקה** – הנפקת מטבע כאמור הינה הפצה של מטבעות קריפטוגרפיים. התמורה עבורה מתקבלת לרוב תמורת מטבעות קריפטוגרפיים אחרים (לרוב ביטקוין, את'ר או כל מטבע אחר המשמש כתשלום לסליקה ברשת הבלוקצ'יין שבה משתמש המיזם). התמורה עשויה להתקבל גם במטבעות המסורתיים (FIAT<sup>37</sup>). הליך ההנפקה עצמו מתבצע במקרים רבים באופן אוטומטי ע"י חוזים חכמים המתוכננים ע"י מפתחי המיזם. חוזים אלה יכולים לכלול מנגנונים רבים וביניהם שילוח אוטומטי של כמות מוגדרת מראש של טוקנים לאחר קבלה של המטבעות המתקבלים בהנפקה, ואף אכיפה של תקופות הפשרה (Vesting) לטוקנים המועברים ליזמים (אם הוגדרו כאלה). חוזים אלה יכולים גם לשמור את תמורת ההנפקה. בניית החוזים יכולה להתבצע ע"י היזם תוך שימוש בכלים ובקודים המופצים ברשת וכן ע"י רכישת השירות מגורמים מקצועיים.

לרוב נקבעת מראש תקופה מסוימת (מספר ימים בד"כ) שבה ניתן להעביר כספים תמורת טוקנים (או תמורת התחייבות לטוקנים) במחיר ידוע מראש (שיכול גם להשתנות לאורך התקופה). לעתים נקבע גם סכום תקרה לגיוס, אם כי ייתכן שהסכום לא יהיה קבוע. במהלך תקופת הגיוס הסכום המגויס מוצג לרוב באתר החברה, ובו גם נמצאת הפנייה לרכישת הטוקנים.

כאמור, בכל שלבי ההנפקה ישנם גורמים מקצועיים הנותנים את שירותיהם ליזמים, וישנן גם פלטפורמות המאפשרות ליווי מלא של התהליך כולו. לפלטפורמות אלה עשוי להיות תפקיד חשוב בעיצוב התעשייה, והן יכולות להשפיע על האופן שבו מיזמים בונים את הצעתם, על הגילוי שהם מספקים ועל כללי ההתנהלות שהם מאמצים. לאור חשיבותו של המוניטין בתחום זה, ייתכן כי הפלטפורמות שמתכננות להישאר פעילות לאורך זמן ידאגו לקיומם של סטנדרטים גבוהים גם בהיעדר אסדרה, וככל שתתפתח האסדרה בתחום הן יכולות לקחת חלק משמעותי ביישומה.

## הגילוי למשקיעים ומצגי המיזם

הגילוי הניתן למשקיעים בעת גיוס הון הינו מרכיב חשוב, המאפשר למשקיע ללמוד על אופי גיוס ההון, הסיכונים הכרוכים בו וכדאיותו מבחינת המשקיע.

בשוק ההון המסורתי שבמרבית המדינות חברה הבוחרת להציע ניירות ערך לציבור נדרשת לתת לציבור גילוי של כל המידע המהותי ולקבל על עצמה כללים של ממשל תאגידי. בין היתר, חברה ציבורית נדרשת לפרסם תסקיף המכיל פרטי מידע רבים, כמו תחום פעילותה העסקית, אופי ניירות הערך המוצעים וכמותם, ייעוד התמורה, נתונים כספיים על החברה ונכסיה, יכולתם של אנשים מסוימים לרכוש ניירות בתנאים מיוחדים ועוד<sup>38</sup>. המידע מפורסם ונגיש לציבור המשקיעים, כדי לאפשר למשקיע להבין את הסיכונים הכרוכים בהשקעה בחברה ולהעריך את כדאיות ההשקעה

<sup>37</sup> בלטינית, "כך יהיה", כלומר, תוקפם בא מכוח החוק.

<sup>38</sup> ראו תקנות ניירות ערך (פרטי התסקיף וטיוטת התסקיף – מבנה וצורה), התשכ"ט-1969.

בה. כמו כן, על החברה מוטלת אחריות משפטית לכל הפרטים הנמסרים בפרסומיה, על מנת שהמשקיע יוכל להסתמך עליהם. בהמשך, החברה נדרשת לפרסם אחת לתקופה דוחות כספיים, פירוט על החזקות בעלי עניין ועוד וכן דוחות מידיים על אירועים מהותיים. מלבד הגילוי, החברה נדרשת לקיים ממשל תאגידי תקין, שתפקידו להגן על המשקיע, כגון הדרישות שעסקאות עם בעלי עניין או שכרם של בכירים יותנו בהסכמתם של רוב בעלי מניות המיעוט.

בגיוס הון בדרך של ICO לציבור כיום המצב שונה<sup>39</sup> – מנפיקים רבים רואים עצמם פטורים מאסדרה ומהחובה לעמוד בדרישותיה. לכן לא קיים גילוי אחיד שהמיזמים מספקים לצורך הגיוס, וכל מיזם עשוי לפרסם או להסתיר פרטים חשובים על אודותיו, כמו רמת הפיתוח של המוצר המיועד, נתונים כספיים והתוכנית העסקית. כמו כן, אין דרישות לממשל תאגידי הוגן.

לרוכש עשויות להיות מספר דרכים מרכזיות לקבלת מידע על מיזמים המתעתדים לבצע הנפקת טוקנים, וביניהן ה- White Paper (להלן: "מסמך הגילוי"), אתר האינטרנט של החברה, אתרי שיווק המבצעים סקירות של מיזמים, שירותי ביקורת חיצונית (Audit) של גורמים מקצועיים ואתרי תוכן ובלוגים שבהם פועלת הקהילה.

המסמך הנפוץ ביותר המלווה הנפקות טוקנים ונותן גילוי אודות המיזם ואופי ההשקעה בו הוא מסמך הגילוי. זהו מסמך שמנסח היזם (שלא בהכרח רואה בו התחייבות), לעתים בליווי של גורמים מקצועיים, שמטרתו להציג את הרעיון העומד מאחורי המיזם, לשווקו ולציין פרטים אודות הגיוס. מסמך זה אינו אחיד ועשוי לכלול אחד או יותר מהסעיפים הבאים, ברמת פירוט ובהירות כזו או אחרת<sup>40</sup>:

- הרעיון והחזון העומדים בבסיס המיזם
- התוכנית העסקית (העשויה לכלול מודל כלכלי, ניתוח שוק, אתגרים וכד')
- פרטים טכניים אודות הטכנולוגיה וקוד התוכנה (סעיף העשוי להוות חלק ניכר מהמסמך) שלב הפיתוח
- פרטים אודות היזמים והיועצים המלווים את המיזם (שעשוי להיות להם משקל רב עבור המשקיעים בתחום)
- פרטים על החברה (אופן ומקום ההתאגדות וכד')
- פרטים אודות הטוקנים ובכללם:
  - הזכויות המוקנות בטוקנים
  - אופן השימוש בהם
  - הכמות המונפקת והאם כמותם מוגבלת
  - קיום מנגנון לרכישה חוזרת (Buyback)
  - מחיר בהנפקה (קבוע או משתנה)
- פרטים אודות הגיוס הצפוי ובכללם:

---

<sup>39</sup> הבדל זה לא מתקיים כאשר חברות פונות למשקיעים מתוככמים כמו קרנות הון סיכון, קרנות פרטיות או אנג'לים. במקרה זה, כוח המיקוח של משקיעים גדולים ו/או מתוככמים אלה מאפשר להם לדרוש דיווח אישי של פרטים רבים בהתאם, והם לרוב מלווים את הפרויקט במהלך חייו.

<sup>40</sup> עם התפתחות התחום החלו להתפתח גם סטנדרטים לרמת הפירוט במסמכים אלה. להרחבה ראו פרק "מגמות בהתפתחות התופעה".

- היקף הגיוס המבוקש (לעתים ללא הגבלה, מה שיכול להעלות שאלות לגבי השימוש העתידי בכספים)
- מועד הגיוס
- ייעוד הגיוס (לעתים בחלוקה לפי המטרות השונות, כמו תשלום משכורות, פיתוח וכד')
- אופן החלוקה של הטוקנים (במיזמים רבים חלק מועבר ליזמים, חלק מוצע לציבור וחלק נשאר בידי החברה לשימוש עתידי)
- תקופת ההבשלה לחלק המונפק ליזמים (אם קיימת)
- אופן החזקת הכספים (באמצעות חוזה חכם או נאמן כלשהו)
- מטבעות המתקבלים בהנפקה (לרוב ייכללו מטבעות קריפטוגרפיים נפוצים ועשוי להיכלל כסף מסורתי)
- לוחות הזמנים הצפויים לפיתוח
- אופן שמירת הכספים ומידת האבטחה שלהם
- דוגמאות לשימוש אפשרי בשירות
- תחזיות לעתיד, כמו מספר הלקוחות או הרווחים (באופן מספרי או איכותני)
- הבטחות נוספות, כמו קיום שוק משני וצפי לעליית ערך

כל אחד מהפרטים הללו יכול להופיע בנפרד ממסמך זה באתר החברה או ביתר האפיקים שצוינו לעיל ויכול גם שלא להופיע כלל.

בהיעדר הפיקוח, כל מיזם עשוי להציג עצמו כראות עיניו, להבליט את היתרונות הפוטנציאליים שעשויים להיות טמונים במוצר או בשירות שהוא עתיד לפתח ולהתעלם מחסרונות וסיכונים העשויים להתקיים. נוסף על כך, קיימת שונות רבה ברמת הגילוי המופיעה בנייר זה (וביתר המיצגים) – קיימים מיזמים שבהם רמת הגילוי היא מועטה ומסופק למשקיע מידע מועט ביותר, ולעומתם קיימים מיזמים שמסמך הגילוי שלהם מקיף יחסית.

במחקר המוזכר לעיל<sup>41</sup> הסיקו החוקרים כי ברוב מיזמי ה-ICO שנדגמו לא ניתן היה להגיע להחלטת השקעה בצורה מושכלת<sup>42</sup>. מחקר זה מציג תמונה עגומה אודות רמת הגילוי המסופקת במסמך הגילוי. מתוך מדגם של מעל 150 מיזמים שביצעו ICO, נמצא למשל כי מעל 20% מהמיזמים לא חושפים מידע אודות היזמים העומדים מאחורי המיזם, 25% לא מספקים למשקיעים מידע אודות אופן השימוש בכספים המגויסים, ומעל 80% לא מפרטים אם הכספים ניתנים למשיכה מיידית ע"י היזמים. עוד נמצא כי כ-59% מהמיזמים שמספקים מידע אודות הישות לא מספקים את הכתובת המדויקת שבה הם יושבים, וכי ב-33% מהמקרים שם הישות שכתבה את מסמך הגילוי היה שונה משם היזמים או החברה שמאחורי המיזם.

סוגיה נוספת המתעוררת עקב היעדר אסדרה על הצעות המיזמים היא תוקפו המשפטי של מסמך הגילוי. מיזמים מגייסים הון מהציבור על סמך מצגים אלה, אך לעתים נעשים בהם שינויים בשלב

<sup>41</sup> "The ICO Gold Rush : It's a scam, it's a bubble, it's a super challenge for regulators", Dirk A. Zetzsche, Ross P. Buckley, Douglas W. Arner, Linus Föhr, 2017.

<sup>42</sup> "In most ICOs in our sample, potential participants are given so little financial information that their decision to fund the ICO cannot be based on a rational calculus."

מאוחר יותר, או שהמיזמים אינם נאמנים לאופי הפיתוח ולמרכיבי המוצר שעל בסיסם גייסו את הכסף. בעת כתיבת שורות אלה מתנהלות מספר תביעות בארה"ב כנגד מיזם שביצע הנפקת טוקנים, ושאלת תוקפו המשפטי של מסמך הגילוי עומדת במרכזן של תביעות אלה<sup>43</sup>. מיזמים רבים אף מצהירים במסמך עצמו כי אין מדובר במסמך מחייב או בהמלצה להשקעה, וכן שאינו מהווה נייר ערך ואינו כפוף לאסדרה כלשהי.<sup>44</sup> הצהרה זו (Disclaimer) אינה בהכרח פוטרת אותם מאחריות.

באתר האינטרנט של המיזם, מלבד חלק מהפרטים שתוארו לעיל, מתוארת לרוב התקדמות הגיוס ויכול גם להתפרסם מידע שוטף אודות המיזם. תיתכן גם האפשרות ליצור קשר מקוון עם היזמים, לשאול שאלות ולקבל מידע נוסף אודות המיזם. כמו כן, מיזמים רבים מעלים לאתר האינטרנט שלהם סרטוני הסבר על המיזם כדי לפשט לרוכש את הרעיון (המורכב לעתים) ולהציגו באופן שיווקי. האתר צפוי להכיל פרטים מהותיים, שלעיתים נעדרים ממסמך הגילוי, בין אם הושמטו מהמסמך מסיבות שונות ובין אם מפני שטרם הותוו בעת הנפקת הטוקנים. לעתים אף חלים שינויים ותמורות בשירות המתוכנן או בפעילות החברה, ואתר האינטרנט של החברה עשוי לספק עדכונים בנושאים אלה, כמו גם עדכונים בדבר התקדמות הפיתוח וסוגיות שונות הנוגעות למיזם.

ישנם אתרים עצמאיים המרכזים רשימות של הנפקות טוקנים, וחלקם אף עושים סקירות על מיזמים אלה ומדרגים אותם לפי פרמטרים שונים. שירות זה נעשה במקרים רבים תמורת תשלום מהמיזם, מה שעשוי לפגוע במידת אמינותם. אתרים אחרים עוקבים גם אחר התקדמות הפרויקטים.

אפיק נוסף שבו המשקיע יכול לקבל מידע הינו אתרי תוכן ובלוגים. פרטי המידע המצויים בהם אמנם אינם בהכרח מהימנים, ולא קיים מידע מוסדר לגבי רמת ההבנה או ניגודי עניינים שיכולים להיות לכותבים, אך נראה כי קיימת קהילה פעילה של אנשים הבוחנת כל הנפקה שיוצאת לציבור, מפרסמת ביקורות נוקבות ודורשת תשובות מהיזמים. כך למשל, גם כאשר החברה לא מתקשרת עם נותן שירותי ביקורת, גורמים שונים בקהילה עשויים לבצע בעצמם ביקורות לקוד העומד בבסיס המיזם ולפרסם את ממצאיהם לציבור.

במציאות הנוכחית החלו להתפתח סטנדרטים של גילוי בצורות שונות. סטנדרטים אלה עשויים להוות אסדרה עצמית שגופים בשוק מקבלים על עצמם מתוך רצון להבחין עצמם ממיזמים בעייתיים. סטנדרטים כאלה יכולים למצוא ביטוי בגילוי של כל המידע הרלוונטי למשקיע במצגי החברה, בהימנעות ממתן הבטחות ללא כיסוי וכן בזמינות של היזמים למענה על שאלות.

---

<sup>44</sup> להלן נוסח טיפוסי של הצהרה (Disclaimer) מסוג זה:

"Nothing in this White Paper shall be deemed to constitute a prospectus of any sort or a solicitation for investment, nor does it in any way pertain to an offering or a solicitation of an offer to buy any securities in any jurisdiction. This document is not composed in accordance with, and is not subject to, laws or regulations of any jurisdiction which are designed to protect investors. Certain statements, estimates and financial information contained in this White Paper constitute forward-looking statements or information. Such forward-looking statements or information involve known and unknown risks and uncertainties which may cause actual events or results to differ materially from the estimates or the results implied or expressed in such forward-looking statements."

ביטוי נוסף הינו שכירת שירותי ביקורת חיצונית. הביקורות נעשות ברמות ובהיקפים שונים, וישנם גופים שצברו מוניטין בתחום זה. הביקורת סוקרת במקרים רבים את הקוד העומד בבסיס הטוקן המוצע ובוחנת בין היתר את תוכנו, איכותו, יעילותו ומידת האבטחה שלו. הסקירה יכולה לכלול גם את הקוד שבבסיס החוזה החכם המשמש לניהול תהליך ההפצה. במקרים אלה הביקורת תתריע בין היתר על פרצות בקוד המאפשרות ליזם לשנות את תנאיו (כמו שינוי בהקצאת הטוקנים ליזם), פרצות אבטחה וכד'. לעתים דוח הביקורת מחלק את הלקויות לרמות חומרה שונות, וקיימת אפשרות למנפיק להגיב או לתקן את הליקויים שנמצאו ולעדכן את הציבור על כך. בנוסף, ישנן ביקורות מקיפות יותר, שסוקרות את כל תהליך הגיוס ועשויות לכלול את התנהלות החברה, ניהול הכספים (למשל, האם כל מה שגויס אכן נשמר בארנק החברה), בחינת המשתתפים בגיוס והליך זיהוי הלקוחות (KYC<sup>45</sup>), תרמיות וממשל תאגידי.

גם בהקשר של ממשל תאגידי החלו להתפתח סטנדרטים, אם כי במידה מצומצמת יחסית. כך למשל ישנם מיזמים הקובעים תקופת הבשלה (Vesting), שיכולה להגיע למספר שנים, במהלכה היזם אינו יכול למכור את הטוקנים שהוקצו לו בהנפקה. מנגנון זה מאפשר לציבור הרוכשים לדעת כי היזם ימשיך לפעול לטובת המיזם, היות שלא יוכל למכור בשוק את החזקותיו באופן מיידי ו"לברוח" עם הכסף.

## סוגי משקיעים

במיזם המבצע ICO עשויים להיות סוגים שונים של רוכשים – כאלה המונעים בעיקר מהרצון להשתמש בשירות או במוצר שמציע המיזם, ולעומתם כאלה המונעים בעיקר מהציפייה להשאת תשואה. מקובל לבצע חלוקה נוספת של הרוכשים הפוטנציאליים לכמה קטגוריות מרכזיות:

- משתמשים/לקוחות פוטנציאליים – אנשים שמעוניינים להשתמש בשירות שמציע המיזם, בין אם באופן מיידי ובין אם בשלב מאוחר יותר (ואז הרכישה יכולה להיות על סמך ההנחה שהם רוכשים את זכות השימוש במחיר מופחת).
- חלוצי המשקיעים – המפתחים, המשתמשים והמשקיעים שרכשו מטבעות קריפטוגרפיים כשהיו בתחילת דרכם. לאור העלייה האדירה במחיריהם של חלק מהמטבעות הקריפטוגרפיים מאז הנפקתם, אנשים שרכשו את המטבעות הללו בעבר, גם אם בסכומים קטנים, והחזיקו בהם עד התקופה הנוכחית השיגו תשואות העשויות להגיע למאות אלפי אחוזים והגדילו את הונם באופן משמעותי. כספים אלה יכולים להיות מוחזקים עדיין במטבעות קריפטוגרפיים, מה שמאפשר למחזיקים בהם גישה נוחה יחסית להנפקות אלה וכן מאפשר להם לעשות שימוש במטבעות ללא הצורך להחליפם לדולרים (מה שעשוי להיות משימה לא פשוטה בנפחים גדולים)<sup>46</sup>. ניתן להעריך עוד כי משקיעים אלה נלהבים מהטכנולוגיה, מכירים אותה ואת התחום ברמה כזו או אחרת, מחפשים את הזדמנות ההשקעה הבאה, ויש הטוענים כי הם גם זהירים פחות לאור התעשרותם המהירה.

---

<sup>45</sup> Know Your Customer – הליך לזיהוי הלקוח, שהוא חלק מהדרישות הרגולטוריות בעולם.  
<sup>46</sup> לעניין זה ראו החלק הנוגע לסיכון הנזילות בפרק "הסיכונים הכרוכים בהשקעה במטבעות קריפטוגרפיים".

- כורים ופלטפורמות המסחר – גורמים אלה מעצם פעילותם מחזיקים סכומים גדולים של מטבעות קריפטוגרפיים, ורווחיהם מתקבלים לרוב במטבעות אלה. גורמים אלה גם מעורבים בשוק ומחזיקים במידע רב. על כן, גורמים אלה יכולים להקיף חלק משמעותי מהיקפי ההשקעה בשוק זה.

- משקיעים מתוחכמים – כאמור, חלק ניכר מהיקפי הגיוסים נעשים ממשקיעים מתוחכמים, לרוב בשלב של קדם הנפקת מטבע (Pre-ICO). ניתן למנות עמם קרנות הון סיכון, קרנות פרטיות, משרדים משפחתיים, אנג'לים וכד'. גיוס משקיעים אלה נעשה לרוב באופן אישי, וההשקעות עשויות להיות גדולות יחסית. כמו כן, לרוב מדובר במשקיעים מנוסים בעלי ידע רב בעולם העסקי. על כן, משקיעים אלה יכולים מצד אחד להציב דרישות רבות, כמו דרישות למידע וגילוי בכל משך חיי ההשקעה ודרישה לקבלת חלק מההשקעה (או כולה) דרך החזקה במניות החברה ולא רק בטוקנים המונפקים. מן הצד השני, משקיעים אלה יכולים להעניק ליווי מקצועי של הפרויקט ולייעץ ליזמים בתחום מומחיותם. בנוסף, לאור ניסיונם הרב, גיוס של משקיעים מתוחכמים יכול גם לשמש איתות למשקיעים אחרים כי מדובר במיזם בעל פוטנציאל. סיבה נוספת לפנייה למשקיעים אלה, נוכח חוסר הוודאות בכל הנוגע לתחולת דיני ניירות ערך על מיזמים אלה במדינות רבות בעולם, הינה העובדה כי במדינות רבות הצעה למשקיעים מתוחכמים (לפי הגדרות שונות) מעניקה פטורים נרחבים מדרישות האסדרה ומפרסום תשקיף. אם המיזם בוחר להימנע מדרישות דיני ניירות ערך, עליו להגביל את הגיוס למשקיעים מסוג זה בלבד או לדחות את הגיוס ליתר המשקיעים לשלב שבו רמת הפיתוח תאפשר ודאות גבוהה יותר.

ככל שהתחום מתפתח קמות יותר ויותר קרנות המיועדות להשקעה במטבעות קריפטוגרפיים. כמה מקרנות אלה מגיעות להיקפים של מאות מיליוני דולרים. נוסף על כך, קיימות עדויות לכך שגם הקרנות הוותיקות מתחילות להיכנס לתחום.

הגיוס ממשקיעים אלה היווה אפיק מרכזי בגיוסים של חברות הזנק גם טרם התפתחותו של התחום. בשנה האחרונה נראה כי גיוס באמצעות הנפקת טוקנים הפך לאפיק המרכזי עבור חברות העוסקות בתחום ה-DLT, והיקפיו עקפו את היקפי הגיוס הישיר מקרנות הון סיכון בשלב הגרעיני (Seed) של חברת הזנק<sup>47</sup>.

- משקיעים קמעונאים – משקיעים אלה עשויים להתאפיין בידע מועט לעומת המשקיעים האחרים, הן בעולם ההשקעות והן בעולם הטכנולוגי. לאור היקפי ההשקעה הקטנים יותר על ידם, עשויה להיות להם השפעה פחותה על המיזמים ועל הגילוי הנדרש מהם. ההד התקשורתי והתשואות הגבוהות שנראות בתחום, במקביל לעולם של ריביות נמוכות, מביאים למשיכה של משקיעים אלה לתחום.

---

<sup>47</sup> דווח עי"י מספר מקורות, ביניהם SmithandCrown.

## שוק משני

אחד המאפיינים המרכזיים של תעשייה זו הינו קיומו של שוק משני למסחר במטבעות קריפטוגרפיים. להבדיל מהשוק הראשוני, המתייחס למכירתן הראשונית של הטוקנים לציבור ע"י המיזם, שוק משני הינו האפשרות של אנשים לסחור בטוקנים בשווקים או בפלטפורמות המסחר המיועדות לכך<sup>48</sup>.

כיום קיימות בעולם מספר רב של זירות המאפשרות מסחר במטבעות קריפטוגרפיים. ההערכות הן כי ישנן כ- 200 פלטפורמות מסחר, חלק גדול מהן מתרכז במזרח הרחוק ובארצות הברית. ישנן פלטפורמות המאפשרות מסחר בין מטבעות קריפטוגרפיים בלבד, ויש כאלה המאפשרות גם החלפה של כסף מסורתי במטבעות אלה (בעיקר מול המטבעות הנפוצים שלאחר מכן נסחרים מול יתר המטבעות). האחרונות מורכבות יותר לתפעול בשל הצורך לנהל חשבונות בנק לכספי הלקוחות ולעמוד בדרישות רגולטוריות במדינות שונות. להבדיל ממרבית הפלטפורמות במזרח, פלטפורמות מסחר בארה"ב (ובמדינות נוספות) מפוקחות ע"י גורמים שונים, ובעיקרם הרשות למניעת הלבנת הון ומימון טרור (FINCEN) וגופי הפיקוח על נותני שירותי מטבע, גופים המשתייכים לרוב לרשויות המקומיות<sup>49</sup>. הפיקוח הקיים נעשה בעיקר על פלטפורמות המחליפות כסף פינט במטבעות הקריפטוגרפיים (לאור המעבר של כספים בין המערכת הבנקאית לבין המערכת האנונימית של המטבעות הקריפטוגרפיים). דרישות אלה כוללות בין היתר תהליכי הכרת הלקוחות (KYC) ובדיקת מקור הכספים כחלק מדרישות מניעת הלבנת הון (AML)<sup>50</sup>. לעומת זאת, בשונה מהשווקים המשניים המסורתיים, נראה כי לא קיים פיקוח רשמי על התנהלות המסחר ולא מתבצעת פעילות לזיהוי מניפולציות. שוני נוסף בין הפלטפורמות הינו בשאלה אם הפלטפורמה פועלת כצד נגדי מול הלקוח (כדילר או כחלפן) או רק כמתווך בין הלקוחות השונים, המפגיש בין הוראות קנייה להוראות מכירה של צדדים שלישיים בדומה לבורסות. גם להבדל זה עשויות להיות השלכות תפעוליות ורגולטוריות.

נוכח אי הוודאות הרגולטורית, ובעיקר כדי להימנע מקביעה של רשות ניירות הערך בארה"ב (SEC) בדבר הפרה של דיני ניירות הערך האמריקאים, פלטפורמות המסחר הגדולות הפועלות בארה"ב מאפשרות מסחר במטבעות קריפטוגרפיים שהוערכו כמטבעות שאינם עונים על ההגדרה לנייר ערך התקפה בארצות הברית, ואשר מנפיקיהם ביצעו את כל התהליכים שנדרשו ע"י רגולטורים אחרים. על כן, לצורך רישום של טוקן כלשהו, פלטפורמות אלה עשויות להציב דרישות למיזמים, כמו חוות דעת משפטית שמעידה שלא מדובר בנייר ערך והוכחה לכך שביצעו תהליך KYC במהלך ההנפקה. בשל היתרון שברישום טוקן למסחר בבורסה גדולה (נזילות למחזיקים), פלטפורמות אלה נעשו מעין

---

<sup>48</sup> ייתכנו גם מטבעות שלא הוצעו לציבור בצורה של הנפקה אך הם נסחרים בשוק המשני.

<sup>49</sup> בניו יורק למשל נקבע רישיון ספציפי לזירות המאפשרות פעילויות הקשורות במתן שירות במטבעות קריפטוגרפיים כמו החזקה, החלפה וביצוע עסקאות, רשיון זה נקרא "BitLicence".

[http://www.dfs.ny.gov/legal/regulations/bitlicense\\_reg\\_framework.htm](http://www.dfs.ny.gov/legal/regulations/bitlicense_reg_framework.htm)

<sup>50</sup> <https://www.fincen.gov/news/news-releases/fincen-issues-guidance-virtual-currencies-and-regulatory-responsibilities>

שומר סף בכל הקשור לדרישות אלה מהיזמים. יצוין כי הרישום למסחר יכול להתבצע ע"י היזם (או מחזיקי הטוקנים) הפונה לפלטפורמה, אך יכול להתבצע גם ביוזמת הפלטפורמה עצמה.

בישראל פועלות כיום שתי פלטפורמות מרכזיות המאפשרות החלפה של שקלים למטבעות קריפטוגרפיים נפוצים.

המסחר במטבעות הקריפטוגרפיים הנפוצים יותר מתבצע במספר רב של פלטפורמות ובנפחים המאפשרים נזילות מסוימת<sup>51</sup>. לעומתם מטבעות רבים רשומים במספר מועט של פלטפורמות (אם בכלל), והנזילות בהם נמוכה יחסית. ישנם מיזמים המנסים לפתור מחסור זה בנזילות באמצעות בניית מנגנוני מסחר בתוך המיזם או מנגנונים תחליפיים, כמו מנגנוני רזרבה מובנים המאפשרים ללקוחות להפקיד בהם או למשוך מהם מטבעות. עובדה נוספת שיש להתייחס אליה היא כי בין הפלטפורמות ייתכנו פערים ניכרים בהיקף הנזילות ואף במחיר המצוטט עבור אותו מטבע. פערים אלה יכולים להגיע למאות ואף אלפי דולרים, והם עשויים להעיד על חוסר יעילות מסוים בשוק זה. כמו כן, עסקאות רבות נעשות מחוץ לפלטפורמות אלה לאחר שקונים ומוכרים מתאמים בניהם באמצעות רשתות חברתיות ויישומי מסרונים, נפגשים פנים אל פנים ומעבירים בניהם את התמורה למטבעות הקריפטוגרפיים בכסף פיזי (מסורתית).

לרוב, אדם המעוניין לסחור בפלטפורמה כזו נדרש להעביר את המטבעות שלו למפתח פרטי הנמצא בבעלותה. עובדה זו מביאה לסיכון משמעותי לפריצה לפלטפורמות אלה, שיכולה אף להביא לקריסתן. דוגמה בולטת להתממשות סיכון זה הינה הפריצה בפברואר 2014 לפלטפורמת Mt. GOX, הפלטפורמה הגדולה ביותר באותו זמן למסחר בביטקוין. הפלטפורמה אכן קרסה לאחר שהתגלה שהיא נפרצה ונגנבו ממנה כ- 850,000 ביטקוין של לקוחות בשווי של מעל 450 מיליון דולר (על פי השער באותו הזמן)<sup>52</sup>. דוגמה נוספת התפרסמה במהלך כתיבת דוח זה (ב- 19 בדצמבר 2017), כאשר זירת מסחר בדרום קוריאה הודיעה על פשיטת רגל עקב פריצה בה נגנבו כספי לקוחות.

תחום רלוונטי נוסף הינו התפתחותן של פלטפורמות מבוזרות. אף על פי שהמטבעות הקריפטוגרפיים מנסים לפטור את מבצעי העסקאות מהצורך להסתמך על צד שלישי, מרבית המסחר מתבצע היום בפלטפורמות ריכוזיות, השומרות אצלן את כספי הלקוחות כחלק מהשירות (בארנקים נפרדים שהמפתח הפרטי שלהם נשמר כאמור בפלטפורמה). הפלטפורמות המבוזרות באות לפתור את החשש מהסתמכות על צד שלישי באמצעות חוזים חכמים הפועלים במנגנונים שונים (למשל באמצעות יצירה של טוקן פרוקסי המייצג החזקה במטבע אחר, קריפטוגרפי או פיזי) ומאפשרים את המסחר ישירות בין הלקוחות (Peer-to-Peer) באופן אוטומטי. פלטפורמות מסוג זה מעלות שאלות בכל הקשור להתאמתם של מנגנוני האסדרה הקיימים, שנבנו בעיקר עבור המודל המסורתי של בורסות ריכוזיות.

---

<sup>51</sup> לפירוט בעניין הנזילות ראו פרק הניתוח הכלכלי.  
<sup>52</sup> [https://en.wikipedia.org/wiki/Mt.\\_Gox](https://en.wikipedia.org/wiki/Mt._Gox)



## מגמות בהתפתחות התופעה

ה-ICO היא תופעה שהחלה רק במחצית העשור הנוכחי. לפני שנת 2016 התקיימו הנפקות מטבע בודדות בלבד. במהלך שנת 2016 החלה התופעה להתגבר, ואירוע ההנפקה הבולט בשנה זו היה הנפקת The DAO (עליו יפורט בהמשך) במאי 2016 בשווי של מעל 150 מיליון דולר. הנפקה זו הייתה גדולה משמעותית מכל יתר ההנפקות עד אותו זמן. סך ההנפקות בשנת 2016 עמד על כ-300 מיליון דולר. מגמה זו המשיכה להתחזק במהלך 2017, ובמחצית השנייה של שנה זו חלה התגברות משמעותית בהיקף הגיוסים ובמספר המיזמים שגייסו בצורה זו. התגברות זו גובתה במספר הנפקות גדולות, שהגיעו אף לגיוס של מעל 250 מיליון דולר למיזם יחיד (וחלקן לא נעשו לכלל הציבור אלא למשקיעים מתוככמים בלבד). ראוי לציין הנפקות של מטבעות ע"י חברות ותיקות ומבוססות ששילבו את השימוש בטוקנים בשירות שהן נותנות<sup>53</sup>. ההערכות הן כי במהלך שנת 2017 כולה גויסו כ-6 מיליארד דולר במאות הנפקות מטבע<sup>54</sup>.

הנפקות אלה לוו בצמיחה ניכרת בסך שווי השוק של המטבעות הקריפטוגרפיים. כפי שניתן לראות בתרשימים 4 ו-5, שווי השוק בתחילת 2017 עמד על כ-18 מיליארד דולר, והביטקוין היה בשיעור של כ-90% ממנו. לעומת זאת, בסוף שנת 2017 הגיע שווי השוק ליותר מ-600 מיליארד דולר, עלייה של יותר מ-3,000%, וחלקו של הביטקוין ירד לפחות מ-50%. זאת על אף עלייה של כ-1,400% במחירו של הביטקוין. עלייה זו בסך שווי שוק המטבעות נבעה הן מהנפקתם של מטבעות רבים תוך עלייה משמעותית במחיריהם של אחדים מהם והן מעלייה ניכרת בערכם של מטבעות ותיקים יותר, כמו את'ר וריפל, שעלו באלפי אחוזים, והנתח של כל אחד מהם מהווה כיום מעל 10% מסך שווי השוק.<sup>55</sup>

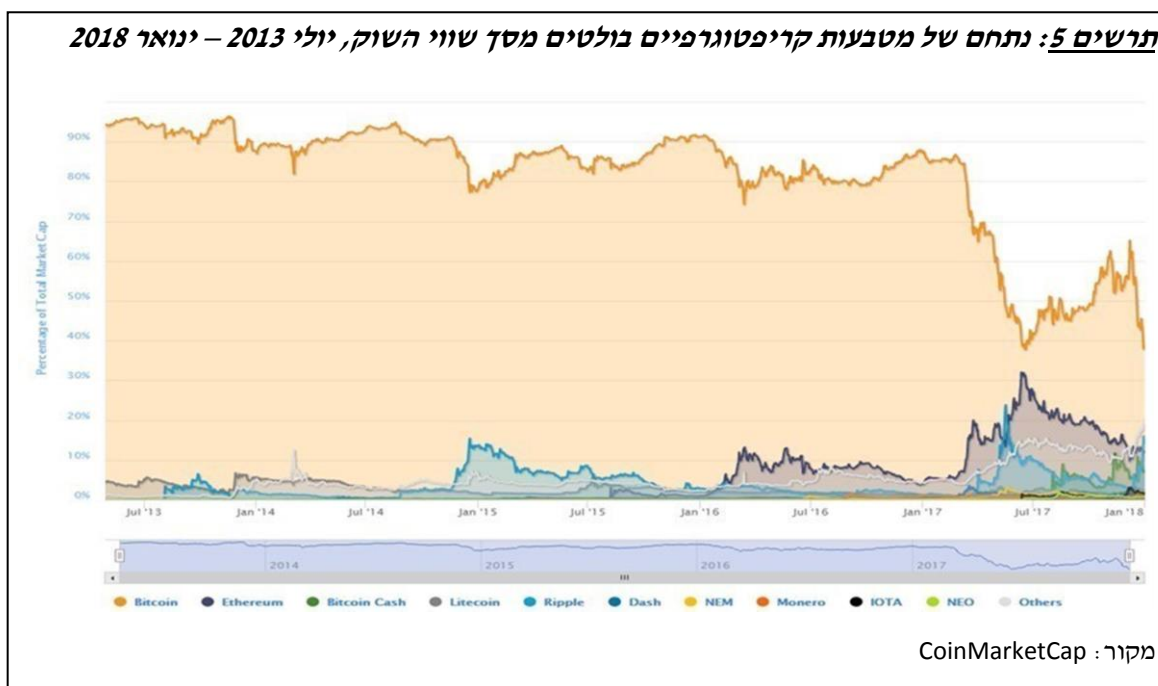
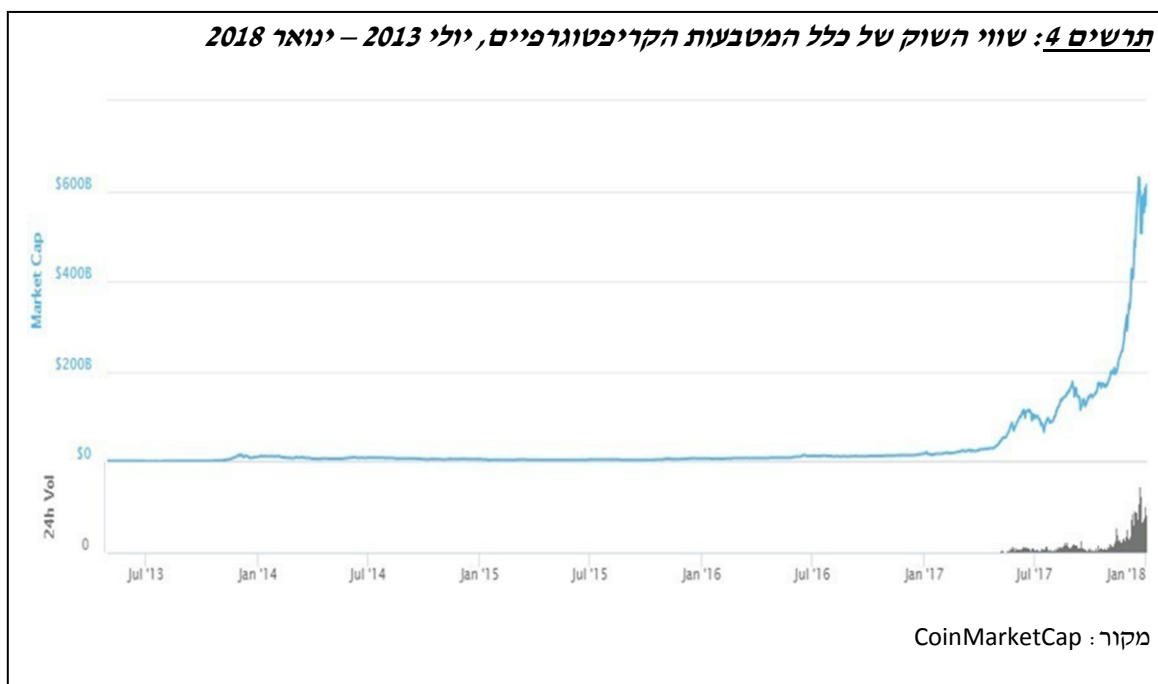
---

<sup>53</sup> ואף מדינת אסטוניה, שהכריזה על ICO.

<sup>54</sup> קיימים מספר מקורות לנתונים אלה, אך אלה אינם אחידים ומהווים הערכה בלבד. ראו תרשים 1 בפרק הרקע.

<sup>55</sup> לפי נתוני CoinMarketCap.

במקביל לעלייה בשווי השוק הייתה גם עלייה ניכרת במחזורי המסחר. בתחילת 2017 ולפניה הגיעו מחזורי המסחר לפחות מ- 200 מיליון דולר ביממה, ולקראת סוף השנה הגיעו לכמה עשרות מיליארדים.



קיימות עדויות למספר מגמות נוספות בהתפתחותה של תעשייה זו שראוי להתייחס אליהן. **עלייה במודעות הציבור** – אחת התופעות שליוו את התפתחות תעשיית הנפקות המטבע ואת העלייה הניכרת במחיריהם של מטבעות קריפטוגרפיים בכלל ושל הביטקוין בפרט הינה הכניסה המהירה שלהם למודעות הציבורית, שלוותה בהד תקשורתי רב. במהלך 2017 היו כתבות רבות בעיתונות הכלכלית על המטבעות האלו, והם הפכו לנושא שיחה יומיומי בכל רחבי העולם. כמו כן, דמויות

ציבוריות בולטות רבות מתבטאות בעניין זה ומשמיעות דברי תמיכה או פקפוק,<sup>56</sup> ובעיקר בנוגע לביטקוין. המודעות התגברה גם בעקבות מאמצי שיווק של קהילת התומכים במטבעות הקריפטוגרפיים.

**השקת מוצרי השקעה מסורתיים** – בשנה האחרונה החלו להתפתח מוצרי השקעה בעולם הפיננסי המסורתי המתבססים על מחיריהם של מטבעות קריפטוגרפיים. הדוגמה הבולטת לכך היא השקתם של החוזים העתידיים על הביטקוין בבורסות ה-CME וה-CBOE.<sup>57</sup> מדובר בחוזים להתחשבות כספית (Cash Settlement) על הפרשי המחיר בין הביטקוין לדולר (להבדיל מהעברה בפועל של ביטקוין במועד הנקוב) לפי חישוב שער אחת ליום (Fixing). על כן, הפעילות בהם לאו דווקא מיתרגמת לפעילות בביטקוין. כמו כן, כיום מחזור המסחר בהם עדיין מצומצם יחסית. למרות זאת יש הרואים בהשקתם צעד משמעותי בתהליך כניסתו של הביטקוין למערכת הפיננסית המסורתית. נוסף על כך, עד כה לא התירה רשות ניירות ערך האמריקאית (SEC) להשיק קרנות ETF שיעקבו אחר מחיריהם של מטבעות קריפטוגרפיים.<sup>58</sup> במדינות אחרות, ובעיקר במזרח אירופה, מוצרים כאלה כבר החלו להיסחר. כמו כן יש לציין כי קרנות ומוצרי השקעה נוספים כבר קיימים במסגרת תעשיית המטבעות הקריפטוגרפיים (להבדיל מהעולם הפיננסי המסורתי), וחלקם נסחרים בעצמם באמצעות טוקנים.

**כניסתן של קרנות הון סיכון והשקעה מסורתיות** – כפי שכבר תואר בחלק העוסק בסוגי המשקיעים, ככל שהתחום מתפתח ניתן לראות, לצד התפתחותן של קרנות ייעודיות לתחום, גם את כניסתן של קרנות השקעה מסורתיות – החל בקרנות הון סיכון וקרנות פרטיות, שהחלו לקבל גם טוקנים בתמורה להשקעתם בחברות אלה (במקרים רבים בנוסף להחזקה הונית) וכלה בבנקי השקעות גדולים, שהכריזו על פתיחתם של דסקים שיעסקו במסחר במטבעות קריפטוגרפיים.<sup>59</sup> נסייג ונאמר כי כיום אין עדיין עדויות לכך שגופי הפנסיה ובתי ההשקעות הגדולים, המנהלים כספי ציבור, נכנסים לתחום באופן ישיר, בין אם בשל אופיים השמרני יותר ובין אם בשל האסדרה החלה עליהם.

**התפתחות סטנדרטים להתנהלות הוגנת** – קיימות עדויות לכך שככל שהתעשייה מתבגרת (בעקבות תהליכי למידה של משקיעים ויזמים כאחד וכניסתם של שחקנים גדולים ומשמעותיים משני הצדדים), חלק מהיזמים מקבלים על עצמם תנאים שנועדו לשמור על הוגנות בפני המשקיעים, גם ללא דרישה רגולטורית כלשהי. תהליכים אלה עשויים לייצר סטנדרטים (Best Practice) שיבחינו בין מיזמים הגונים לבין כאלה שפחות מתחשבים בצורכי המשקיע או מתכננים להונות אותו. דוגמה להתפתחות זו היא הקצבת תקופת הבשלה (Vesting), שיכולה להגיע למספר שנים, במהלכה היזם

---

<sup>56</sup> ביניהם היזמים ביל גייטס וריצ'רד ברנסון, ג'ף בזוס מנכ"ל JP Morgan, חתני פרס נובל לכלכלה פול קרוגמן, רוברט שילר ומילטון פרידמן, קריסטין לגארד יו"ר קרן המטבע העולמית, ראש הפד לשעבר אלן גרינספאן ועוד רבים.

<sup>57</sup> בורסות גדולות ומבוססות לחוזים עתידיים ולסחורות בארצות הברית, הנתונות לפיקוח הרשות המוסמכת לעניין זה בארצות הברית, ה-CFTC – Commodity Futures Trading Commission.

<sup>58</sup> אם כי ישנן קרנות המבצעות סוג של עקיבה אחר מחיר הביטקוין.

<sup>59</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-12-21/goldman-is-said-to-be-building-a-cryptocurrency-trading-desk>

אינו יכול למכור את הטוקנים שהוקצו לו בהנפקה. מנגנון זה מאפשר לציבור הרוכשים לדעת כי היזם ימשיך לפעול לטובת המיזם, היות שהוא לא יוכל למכור בשוק את החזקותיו באופן מיידי. דוגמה נוספת היא השימוש במבקרים חיצוניים, הבוחנים את הקוד שבבסיס הטוקן או החוזה החכם שאחראי להפצה ומספקים לרוכשי הטוקנים ודאות לגבי איכותם ואמינותם. דוגמאות נוספות הן רמת הפירוט במסגרת מסמכי הגילוי ומצגי המיזם, זמינותם של היזמים למענה לשאלות ציבור המשקיעים ושימוש בנאמן (Escrow) לשמירת כספי הגיוס, נוסף על השימוש בחוזים חכמים. התפתחותם של סטנדרטים הינה תופעה מבורכת שעשויה לתרום רבות לפיתוח התעשייה, להגן על המשקיעים ולאפשר להם להעריך טוב יותר את ערך השקעתם. עם זאת, ספק אם די בכך כדי להגן על ציבור המשקיעים.

**תמורות בסוגי המיזמים** – בתחילת פריחתן של הנפקות המטבע וכן בתקופה שקדמה לה, עיקר ההנפקות היו בפרויקטים לפיתוח תשתיות DLT. לעומת זאת, ככל שתחום זה התפתח כך החלו להיכנס חברות המציעות שירותים נוספים ומשתמשות בטכנולוגיה כחלק משירות אחר או לצורך השימוש בטוקנים בלבד (כמייצגים של שירות שאינו קשור לטכנולוגיה). למשל, לפי נתוני Coinschedule, בשנת 2016 ובמחצית הראשונה של 2017 היו פרויקטים של תשתיות כמחצית מסך הגיוסים. לעומת זאת, הנתון לכלל שנת 2017 הוא כ- 35%. כלומר, במחצית השנייה של 2017 ירד במידה ניכרת הנתח של פרויקטים של תשתיות<sup>60</sup>.

**תמורות בזכויות המוקנות ע"י הטוקנים** – קיימות עדויות שגם בזכויות עצמן חלו שינויים במהלך התקופה הקצרה שבה קיימת התופעה. ההערכות הן כי לאחר פרסום דו"ח ה- SEC על המיזם<sup>61</sup> The DAO ביולי 2017, לצד הצהרות של רגולטורים רבים במהלך אותה תקופה, החלו יותר ויותר מיזמים, שהבינו כי האסדרה בדרך, לנסות להתרחק מהאפשרות להגדירם כניירות ערך (או להנפיק את הטוקנים למשקיעים מתוחכמים בלבד). אחת ההשלכות של תהליך זה היא הנפקתם של טוקנים המעניקים זכות שימוש בלבד, ללא זכויות המזוהות עם ניירות ערך כמו השתתפות ברווחים, בעלות או הצבעה. השפעה נוספת היא הנפקת הטוקנים לאחר שכבר פותחה עבורם יכולת שימוש חלקית.

**התפתחות שירותים תומכים** – התפתחותו של תחום חדש כרוכה בפוטנציאל רב לנותני שירותים תומכים – הן נותני השירותים הוותיקים, כמו יועצים מקצועיים ועורכי דין, והן נותני שירותים חדשים המתפתחים בעקבותיו. לאור חוסר הוודאות הרגולטורי הקיים במרבית מדינות העולם, עורכי הדין הפועלים בתחום נהנים מביקוש רב לליווי פרויקטים ולמתן חוות דעת על מעמדו של הטוקן המונפק, שיהיה בה כדי לאשר שאינו בגדר נייר ערך. גם המודל העסקי החדשני שמביאה עמה הטוקניזציה והעובדה שמדובר בתחום עתיר טכנולוגיה יוצרים ביקוש רב ליועצים מקצועיים, לכלכלנים ולמפתחים המבינים את התחום. בנוסף, אנו עדים להתפתחותה של תעשייה שלמה לשירותים היקפיים. עם אלה ניתן למנות את הפלטפורמות המסייעות בהליך הגיוס ומשווקות

---

<sup>60</sup> נתון זה עשוי להיות מושפע ברובו מכמה הנפקות גדולות.  
<sup>61</sup> לפירוט ראו הפרק העוסק בסקירה הבינלאומית.

מיזמים, גופים המבצעים ביקורות חיצוניות על המיזם והקודים שבבסיסו, פלטפורמות למסחר בטוקנים, ארנקים דיגיטליים, אתרי תוכן ובלוגים ועוד.

**התפתחות מודל ה-DAO** – אחת התופעות המעניינות בתעשייה הינה התפתחותם של מיזמים שבהם תהליכים ניהוליים רבים מתבצעים באופן אוטומטי באמצעות חוזים חכמים ומאפשרים ניהול "דמוקרטי" של המיזם. השם הנהוג לארגונים כאלה הוא DAO (Decentralized Autonomous Organization – ארגון אוטונומי מבוזר). החוזים החכמים מאפשרים למעשה לאכוף באופן אוטומטי תנאים שונים שנקבעים מראש. כך למשל, חוזה מסוים יכול לדאוג שהחלטות בחברה יתקבלו רק ברוב של גורמים המחזיקים בזכות הצבעה מסוימת. דוגמה בולטת לארגון כזה היה The DAO, שביצע הנפקת מטבעות במאי 2017 שבה גויסו כ-155 מיליון דולר (הגדולה ביותר עד אז). המיזם היה קרן להשקעה במטבעות קריפטוגרפיים, שאפשרה למשקיעים בה לקבוע את השקעותיה באמצעות השתתפות בהצבעות<sup>62</sup>. חלק ניכר מתהליכי הניהול נאכפו באמצעות חוזים חכמים. כישלוננו של מיזם זה הביא לידי ביטוי את אחת הבעיות הגדולות של ארגונים מסוג זה, והיא הסתמכותם המלאה על חוקים שנקבעים מראש ומקודדים בתוך החוזים החכמים, ללא אפשרות לשנותם בקלות. הסתמכות זו הביאה לכך שפרצה בקוד נוצלה ונגנבו מטבעות אתרי מהחזקות המשקיעים בשווי של כ-50 מיליון דולר (אך הושבו בשלב מאוחר יותר ע"י פיצול ברשת את'ריום).<sup>63</sup>

מיזמים מסוג זה מעלים שאלות בכל הקשור למעמד המשפטי, הואיל והם לא חייבים להתאגד באופן רשמי ובכפיפות להנהלה ריכוזית, ועשויים להידמות יותר לשותפות המבוססת על קהל רחב. כל המגמות שתוארו לעיל הן רק חלק מהמגמות הקיימות בתחום זה. כמו כן, מדובר בתחום חדשני הנמצא בתחילת דרכו, וסביר כי ככל שיתפתח יחולו בו שינויים משמעותיים נוספים.

---

<sup>62</sup> אם כי מעמדם של מחזיקי הטוקנים לא היה אחיד, והם חולקו לתפקידים שונים.  
<sup>63</sup> להרחבה ראה את הסקירה על הדוח שפרסם ה-SEC לעניין The DAO, בפרק הסקירה הבינלאומית.

## ניתוח כלכלי – הזדמנויות, אתגרים וסיכונים

גיוס הון באמצעות הנפקת מטבעות (טוקנים) קריפטוגרפיים טומן בחובו הזדמנויות, לצד אתגרים וסיכונים, עבור היזמים, עבור המשקיעים (או הלקוחות) ועבור המשק כולו. בפרק זה ננתח הן את היתרונות והן את האתגרים והחסרונות הטמונים בגיוסי הון אלה מנקודת מבטם של הגורמים השונים המעורבים בתחום. נזכיר כי אופייה הטכנולוגי והתפתחותה המהירה של התעשייה מובילים לשינויים רבים באופי הגיוסים והמיזמים, ולכן ייתכן שיתעוררו בעתיד הזדמנויות, אתגרים וסיכונים חדשים, בעוד אחרים יכולים להיחלש או להיעלם. כמו כן, לאור השוני הרב בין המיזמים השונים, קיימים גם הבדלים בהשפעות הנובעות מהם.

יש לציין כי בעוד הנפקת הטוקנים היא מאפיין אחד של השימוש בטכנולוגיות רישום מבוזר, המשמעויות של טכנולוגיות אלה רחבות בהרבה. התעשייה המבוססת עליהן הינה תעשייה חדשנית, בעלת פוטנציאל לשנות ולייעל תחומים רבים, וביניהם העולם הפיננסי.

אולם, לא כאן המקום לפרוס את היריעה בנושא זה או בנושא המטבעות הקריפטוגרפיים בכללותו, ואנו נתמקד במשמעויות של תופעת הנפקת המטבעות בלבד (אם כי לא תמיד ניתן להפריד ביניהם).

### היזמים

#### הזדמנויות מרכזיות:

**אפיק גיוס** – הנפקת מטבעות מאפשרת ליום בראש ובראשונה אפיק נוסף לגיוס הון. גיוס זה מהווה חלופה לדרכי הגיוס המסורתיות – המתמקדות במשקיעים פרטיים, במסדות פיננסיים ובשוקי ההון – בעיקר עבור פרויקטים העוסקים בטכנולוגיות רישום מבוזר.<sup>64</sup> שכן, האפיק מאפשר גישה קלה לציבור משקיעים בכל רחבי העולם, שיכולתם להשקיע בפרויקטים מסוג זה הייתה מוגבלת בעבר, וכפי שתואר לעיל, מאפשר גיוסים בהיקפים משמעותיים, לעתים על סמך רעיון בלבד, תוך גילוי של מידע מצומצם יחסית. גיוס מסוג זה נחשב בעיני רבים כהליך פשוט, יעיל וזול יחסית לדרכים המסורתיות, אם כי ככל שהשוק מתבגר ויותר מיזמים מתחרים על תשומת ליבם של המשקיעים, ההליך הולך ונעשה קשה יותר.

**מכירה מוקדמת ללא הקצאת מניות ובהתחייבות מוגבלת** – בגיוסי ההון המסורתיים היזמים נדרשים להעניק למשקיע חלק מהחזקותיהם במיזם (אם מדובר במניות) או התחייבות לתזרים מזומנים עתידי (אם מדובר בהלוואה או באיגרות חוב). כמתואר לעיל, חלק מהטוקנים אינם מעניקים זכויות אלה, אלא זכויות שימוש בלבד. בכך למעשה יכול היזם לגייס סכומים ניכרים ללא דילול של החזקתו בחברה וללא התחייבות להחזרת הכספים ו/או לתשלום ריבית. כמו כן, יש המעלים שאלות בנוגע לקיומה של התחייבות אמתית מצד המנפיק ברבות מהנפקות אלה.

**מודל עסקי שיתופי (אפקט הרשת)** – הנפקת הטוקנים מאפשרת למיזמים, בעיקר אלה המציעים פלטפורמות למתן שירותים נוספים, ליצור מודל עסקי יוצא דופן, שבו המשקיעים לוקחים חלק פעיל בהיבטים רבים של המיזם. ראשית, במקרים רבים הטוקן מהווה למעשה מוצר היברידי

---

<sup>64</sup> כפי שהובא לעיל, היקף הגיוס בשיטה זו למיזמים מבוססי בלוקצ'יין עקף את היקף הגיוסים מקרנות הון סיכון.

המשלב בין שימושיות לבין מוצר השקעה. בכך נוצר מבנה תמריצים הגורם למשקיעים בטוקן לשאוף להשתמש במוצר ולהפיץ את הבשורה, היות שככל שקהילת המשתמשים תגדל והרשת תתרחב, כך יגדל הביקוש לטוקנים ומחירם יעלה (Net Effect). מעבר לכך, במקרים רבים קיימים מנגנונים דיס-אינפלציוניים הדואגים לכך שככל שיעשה שימוש רב יותר בטוקנים כך יעלה מחירם (כמו למשל קיומה של כמות מוגבלת או מחיקה של טוקנים בכל שימוש).

שנית, במיזמים רבים אותה קהילה גם אחראית להכנסת שיפורים בקוד וכן למתן שירותים במסגרת המיזם (תמורת תגמול), החל בשירותי הסליקה של העסקאות ברשת וכלה בשירותים הניתנים על גבי הפלטפורמה המוצעת. שירותים אלה יכולים להיות מגוונים ותלויים באופי המיזם. למשל, מיזם המציע פלטפורמה לשירותי תוכן יכול לתגמל את הגורמים המציעים תכנים על גביה ומושכים משתמשים נוספים (מודלים דומים קיימים גם ללא טוקנים, אך אלה יכולים לייעל אותם משמעותית). בנוסף, היות שנותני השירותים מתוגמלים בטוקנים, הם מקבלים תמריץ להמשיך ולשפר את המערכת ולהעלות את ערכם של הטוקנים (בדומה לתגמול באופציות). מודל עסקי זה יכול לקבל צורות שונות ולקבל ביטוי ברמות שונות, התלויות במבנה של המיזם ובזכויות המוקנות בטוקנים. כך למשל, כאשר הטוקנים מעניקים גם זכות הצבעה על החלטות שונות במיזם, אותו משקיע/לקוח/נותן שירותים שתואר לעיל יכול גם לקחת חלק בהחלטות הניהוליות של המיזם.

מאפיינים אלה יוצרים מעין מערכת כלכלית ("אקוסיסטם") המזינה את עצמה ומייצרת ערך למיזם גם ללא התערבות היזם (אם כי ככל שיפעל להגדלת הקהילה, כך גם הוא ייהנה מפירותיה). במודל זה חלק ניכר מהרווחים ליזם עשויים לצמוח מהחזקתו בכמות גדולה של טוקנים ולא רק ישירות ממתן השירותים.

**היעדר אסדרה מלאה ומותאמת** – מצב הדברים כיום הוא שמיזמים רבים נתונים בחוסר ודאות לעניין כניסתם להגדרות החוק הקיימות, וייתכן שמבחניתם אינם נדרשים לעמוד בדרישות רגולטוריות כמו פרסום תשקיף, דוחות כספיים וממשל תאגידי. מצב זה מאפשר למיזמים לחסוך בעלויות רבות ולעתים אף לפרסם מצגים המוטעים לטובת המיזם (מה שמספר את סיכויי הגיוס).

**בינלאומיות** – היות שהמטבעות הקריפטוגרפיים פועלים על גבי הרשת ללא הבחנה בין גבולות, מתאפשרת למיזמים הפועלים באמצעותם העברת ערך מהירה ופשוטה לכל מקום בעולם. לעובדה זו ישנם מספר יתרונות, והעיקריים שבהם הם הפוטנציאל לפנות לקהל לקוחות (או משקיעים) רחב וייעול השימוש במשאבים כלל-עולמיים – כמו כוח אדם, כוח מיחשוב וכסף – בצורה פשוטה יחסית (כך למשל, יוכלו להעביר תגמול בטוקנים בקלות וללא מעבר בין מטבעות וגופים שלישיים).

### **אתגרים עיקריים:**

**העברת הערך לטוקנים** – במקביל ליתרונות שתוארו לעיל, יש לזכור כי לא ניתן ליצור ערך יש מאין. הנפקת טוקנים יכולה במקרים רבים להעביר חלק או את כל ערך החברה אל הטוקנים. למשל, חברה הבוחרת למכור טוקנים המעניקים שימוש בפלטפורמה שיצרה לא תיהנה באופן ישיר מעלייה בערכה ככל שייגיעו משתמשים חדשים שיהיו מוכנים לשלם יותר על השירות (מאשר במכירה הראשונית), מפני שהם יעשו זאת ע"י רכישת הטוקנים בשוק המשני. עובדה זו תלויה גם היא כמובן במודל העסקי של המיזם. כך למשל, אם המיזם ימשיך למכור טוקנים גם לאחר המכירה הראשונית, הוא ימשיך ליהנות מהכנסה בגינם אך גם יפגע במקביל במחירם (בשל הגדלת ההיצע).

בהקשר זה, יש לזכור כי חלק ניכר מהטוקנים נשארים בדרך כלל בידי היזם ובידי החברה, ולכן גם הם נהנים מעלייה במחירם (וכן נפגעים מירידה במחיר).<sup>65</sup> כאשר הערך מועבר לטוקנים רווחי היזמים עשויים להתאפיין בתנודתיות רבה בשל השפעתם של מניעים ספקולטיביים על המסחר בשוק המשני.

**היעדר אסדרה מלאה ומותאמת לתחום** – המצב שתואר לעיל כהזדמנות ליזמים יכול להיות גם בעוכריהם. מצב זה עשוי להביא לגיוסים של מיזמים שאינם מציגים עצמם כראוי ואף כאלה שמטרתם להונות את המשקיעים, דבר שעלול לפגוע משמעותית במוניטין של התחום ובהצלחתם של מיזמים הגונים בעתיד.

## **המשקיעים/ המשתמשים**

### **הזדמנויות מרכזיות:**

**גיוון אפשרויות ההשקעה** – ההשקעה בטוקנים מאפשרת למשקיעים גישה למיזמים חדשניים בשלבים הראשוניים של חייהם, שבהם קיים סיכוי לרווחים משמעותיים – עולם שעד כה היה זמין בעיקר למשקיעים מתוחכמים. כמו כן, מדובר באפיק השקעה נוסף, שאינו בהכרח קורלטיבי עם יתר ההשקעות של אותם משקיעים, ומאפשר להם לפזר את הסיכונים באופן רחב יותר.

**יכולת להשקעה בסכומים קטנים** – לאור אופיו של השוק אין למעשה מגבלה משמעותית על היקף ההשקעה, והיא יכולה להתחיל מסכומים קטנים מאוד, כפי שהיא יכולה להגיע גם לסכומים גבוהים מאוד. בכך ניתנת האפשרות גם למשקיעים קטנים להגיע להשקעות שבעבר היו נגישות לרוב למשקיעים גדולים בלבד.

**שוק משני ונזילות** – לרוב השקעה במיזמים חדשניים בתחילת דרכם, המתבצעת פעמים רבות באמצעות קרנות הון סיכון וכד', נעשית לתקופות ארוכות ואינה מאפשרת נזילות בכל עת. השימוש בטוקנים הנסחרים בשווקים משניים (או בעלי מנגנונים תחליפיים) מאפשר למשקיעים נזילות רבה יותר (אם כי היא מוגבלת, על פי היקף הנזילות הקיים בשוק עבור אותם טוקנים), ולמעשה מעניק להם את האפשרות למכור את החזקתם בכל עת.

קיומו של שוק משני הוא אחד הגורמים התורמים ליכולתו של המשקיע ליהנות מעליית הערך של הטוקן גם כאשר אין בו זכויות מעבר ליכולת להשתמש בשירות שמציע המיזם. משקיע שמאמין כי ערכו של הטוקן יעלה, למשל עקב צפי לעלייה בביקוש לשירות או עקב התקדמות בפיתוחו, כאשר מדובר במיזם שעדיין לא פיתח את השירות, רוכש את הטוקן בציפייה שיוכל למכור אותו בשוק המשני בשלב מאוחר יותר. זאת להבדיל ממימון המונים של מוצר לדוגמה, שבו לא צפוי להתקיים שוק משני פעיל (ישנם הבדלים נוספים כמובן).

**יכולת השפעה על הפרויקט** – היתרון ליזם של מודל עסקי שיתופי שתואר לעיל רלוונטי במידה רבה גם למשקיעים. המשקיעים יכולים ליהנות מתרומתם של חבריהם להשקעה וכן לתרום

---

<sup>65</sup> דרך להתמודדות עם בעיה זו של משקיעי האקוויטי בחברות אלה היא דרישה לקבלת טוקנים בנוסף על מניות.



בעצמם, לקבל תגמול תמורת שירותים, להצביע בעת קבלת החלטות ניהוליות ועוד, ובכך להשפיע על הפרויקט ועל ערכם של הטוקנים שברשותם.

**שימוש בשירותים/מוצרים** – השירותים והמוצרים שמציעים מיזמים אלה הם לרוב חדשניים ויכולים לייעל תהליכים רבים עבור המשתמש. כך למשל, היכולת להעביר ערך בקלות וללא מתווכים מוזילה עלויות למשתמש ויכולה להקל עליו משמעותית.

כמו כן, עבור אנשים רבים עצם ההשתתפות בקהילה בעלת ערכים ומטרות משותפים, כמו הקהילות שתוארו לעיל, נושאת ערך בפני עצמה.

### **אתגרים עיקריים:**

**חשיפה לסיכונים** – ההשקעה במטבעות קריפטוגרפיים כרוכה בסיכונים השונים בעוצמתם או באופיים מאלה המוכרים למשקיע בשוק ההון. סיכונים אלה כוללים סיכונים שוק (כמו התפתחות בועות מחירים, נזילות מועטה ותנודתיות גבוהה), סיכונים תפעוליים (כמו הסיכון להונאות ומניפולציות במסחר שאינו מפוקח, סיכונים סייבר, ריכוזיות ושליטה במטבעות והקושי בהכנסת הכספים למערכת הבנקאית) וכן סיכונים רגולטוריים (הכוללים את השלכותיהן של אסדרות עתידיות על התחום). פירוט נרחב של סיכונים אלה יוצג בהמשך, אך בשורות הבאות נתמקד בסיכונים הכרוכים בהשתתפות בהנפקת מטבעות.

חלק גדול מהמיזמים המנפיקים מטבעות הינם מיזמים חדשניים, עתירי טכנולוגיה, הנמצאים בתחילת דרכם. לצד הסיכוי לרווחים גבוהים, ההשקעה במיזמים אלה מהווה השקעה בסיכון גבוה. רבים ממיזמים אלה עשויים להיכשל, והמשקיעים בהם עלולים לאבד את כל השקעתם. כמו כן, בשונה מהשקעה של משקיע מתוחכם, שלרוב מלווה את התקדמות הפרויקט ומשקיע בהתאם להתקדמות, ההשקעה של הציבור בהנפקות מטבע מתבצעת מראש, ללא כל התניה או מתן ביטחונות.

סיכון נוסף הכרוך בהשקעה כזו הוא העובדה שהתחום חשוף להונאות. התחום אינו מפוקח, והמשקיע לא בהכרח יודע מי עומד מאחורי המיזם והיכן הוא נמצא. מצב זה פותח פרצה לגנב, והמשקיע עלול לאבד את כספו ללא יכולת להשיבו. דוגמה אחת לכך היא המטבע הקריפטוגרפי One Coin, ששנה לאחר שהונפק התברר כהונאת פונזי ומשקיעים רבים איבדו את כספם. לאחרונה התפרסמו הונאות נוספות הקשורות בגיוסי ICO ובעניינין הוגשו כתבי אישום (למשל ע"י ה-SEC).<sup>66</sup>

ההשקעה במטבעות קריפטוגרפיים טומנת בחובה סיכון נזילות שעשוי להיות גבוה ביחס להשקעה בנכסים אחרים (אם כי היא מאפשרת נזילות גם בהשקעה במיזמים שבהם לא הייתה נזילות קודם לכן, כמתואר לעיל), קרי הסיכון שמכירת החזקה תהיה כרוכה בעלות גבוהה. סיכון זה מתעצם אף יותר כאשר מדובר במיזם חדש, שלא ידוע עד כמה תתאפשר נזילות במטבע שהוא מנפיק. כפי שכבר תואר, ישנם מנגנונים המנסים לפתור בעיה זו, למשל באמצעות שימוש ברזרבות, אך גם למנגנונים אלה חסרונות, והם לא בהכרח יספקו למשקיע את האפשרות למכור את החזקתו ללא

---

<sup>66</sup> ראו פרק הסקירה על התייחסויות בעולם.

עלות ניכרת. מחסור זה בניזילות עשוי להביא עוד לתנודות גבוהות במחיר ולחשוף את המטבעות הללו למניפולציות במסחר.

סיכון נוסף בהשקעה בהנפקות אלה הוא העובדה שהיא מסתמכת על ארנקים ממוחשבים ועל חוזים חכמים החשופים לסיכונים סייבר ופריצות. קיימות מספר דוגמאות לכך, וביניהן הפריצה למיזם The DAO (שתוארה לעיל) או למיזם Coindash, שבו נגנבו כ- 7 מיליון דולר במהלך ה-ICO ע"י ניתוב הכספים לכתובת חלופית.

**א-סימטריה באינפורמציה** – כפי שקיים בכל השקעה פיננסית במיזמים הנשלטים ע"י גורם מרכזי, גם בתחום זה ישנה במקרים רבים א-סימטריה מובנית בין המידע המצוי בידי היזם והפועלים תחתיו לבין המשקיעים. כך למשל, היזם יכול להיות מודע בכל עת למצבה הפיננסי של החברה, להצלחות או לכישלונות בתהליכים מהותיים במיזם כמו פיתוח המוצר או מידת השימוש בו, לעסקאות ולשיתופי פעולה, ולמעשה לכל אירוע משמעותי בחיי המיזם. היזם במקרים רבים הוא גם זה הפועל להנעת תהליכים אלה. לעומתו, המשקיע תלוי פעמים רבות במידת הגילוי שמספק לו היזם. פערים אלה עשויים למשל להקשות על המשקיע בהערכת שווי החברה (בין אם בעת הנפקת המטבע ובין אם במהלך חיי ההשקעה) ולחשוף אותו לשימוש במידע פנים ע"י היזם או הפועלים תחתיו. בשוקי ההון המסורתיים פערים אלה מטופלים ע"י החלת אסדרה הכוללת דרישות גילוי מתאימות, כללי ממשל תאגידי והבטחת מסחר הוגן. על כך יפורט בהמשך.

**הערכת שווי ההשקעה** – מספר גורמים עשויים להקשות על המשקיע בבואו להעריך את שווי של הטוקנים אותם הוא רוכש. ראשית מדובר בסוג חדש של כלי השקעה השונה במובנים רבים מהכלים המסורתיים ועל כן לא בהכרח ניתן לעשות שימוש במודלים המקובלים. שנית, כל מיזם יכול לעשות שימוש במודלים שונים ליצירת ערך עבור הטוקנים כאשר לכל אחד מהם השלכות על תמחורם. בנוסף, כפי שתואר לעיל התחום חשוף לאי וודאות גבוהה במספר תחומים המקשה על הערכת השווי. כמו כן, כפי שצויין לעיל, פערי מידע שיכולים לנבוע מהיעדר מחוייבות של המנפיק לספק מידע ואו מקושי להעריך את אמינות המידע הנגיש למשקיע כמו גם אופיו הטכנולוגי של המידע שדורש מידה רבה של מומחיות בתחום, עשויים להשפיע משמעותית על יכולתם של המשקיעים להעריך את שווי.

**היעדר אסדרה מלאה ומותאמת לתחום** – כאמור, תחום זה עדיין אינו מוסדר במרבית מדינות העולם, ומיזמים רבים נמנעים מלהיכנס לפיקוחן של הוראות רגולטוריות בתחום ניירות הערך (או מתעלמים מהן). לעובדה זו ייתכנו השלכות רבות. ראשית, כפי שכבר תואר לעיל, היא חושפת את המשקיעים לסיכונים שונים כמו הסיכון שיפלו קורבן להונאה, הסיכון כי יבוצעו מניפולציות על המסחר וכן סיכונים יציבות (כמו קריסה של זירות מסחר או מיזמים עקב מתקפת סייבר ללא כרית ביטחון ראויה או ביטוח לכספים, וזאת בניגוד להשקעה פיננסית מסורתית, שבה קיים מענה חלקי לסיכונים אלה באמצעות האסדרה). שנית, היעדר האסדרה עשוי לאפשר לחברות לספק למשקיע גילוי חסר, מוטה ואף מטעה. מיזמים יכולים למשל לכלול מידע מועט על החסרונות של הרעיון ושל המודל העסקי, ומצד שני להדגיש את היתרונות שבו. במקרים רבים קיימות שאלות לגבי מעמדו המשפטי של מצגי המיזם, ובכללם מסמך הגילוי, וישנם מיזמים שאף כותבים בו כי אין מדובר במסמך מחייב (מה שלא בהכרח פוטר אותם מאחריות). על כן, מיזמים עשויים לשנות את תוכנם של מסמכים אלה, להתנער מחלק מההבטחות שניתנו בהם או לפעול בדרכים השונות מהמובטח.

עובדה זו משמעותית עבור המשקיעים, שכן אין ערובה לכך שכספם אכן ישמש את המיזם למטרות שהביאו לקבלת החלטת ההשקעה. יתרה מכך, בהיעדר כללי ממשל תאגידי ופיקוח רגולטורי, מיזמים עשויים לשנות גם תנאים מהותיים, כמו היכולת להנפיק טוקנים נוספים (הנפקה שתשפיע באופן ישיר על ערכם) או לשנות את תנאי ה-Vesting ואף לייעד את הכספים למטרות אחרות, גם אם הן לא בהכרח קשורות למיזם עבורו גויסו הכספים.

כאמור, מצב נוסף המתאפשר בהיעדר אסדרה נובע מכך שאין דרישות גילוי מתאימות הכוללות דיווחים שוטפים על מצב החברה ודיווחים מיידיים על אירועים משמעותיים, וזאת במקביל לחוסר פיקוח על המסחר ועל השימוש במידע פנים (ככל שרלוונטי). במצב זה, איש פנים שיודע כי צפוי להתרחש אירוע משמעותי יכול לקנות או למכור טוקנים טרם פרסום המידע לציבור, וכך להרוויח מהתנודות במחיר. כך גם אם המיזם עומד בפני פשיטת רגל אך אין בידי המשקיעים דרך לאמוד זאת. אף כאן איש הפנים יכול למכור את החזקותיו לפני שהקריסה מתממשת. מצבי קיצון אלה הם רק דוגמאות למצבים היכולים להיגרם עקב היעדרם של דיווחים אלה. אבל גם במהלך ההתנהלות השוטפת של המיזם (או בעת ההנפקה) היעדר דיווח עשוי לפגוע ביכולתם של המשקיעים להעריך נכונה את השקעתם. נסייג ונאמר כי ישנם מיזמים המספקים דיווח הולם גם ללא כל דרישה רגולטורית, וכן מתנהלים באופן הוגן ומנסים לעמוד בהתחייבויותיהם באופן מלא<sup>67</sup>.

## המשק

### הזדמנויות מרכזיות:

**עידוד חדשנות וצמיחה** – התפתחותו של אפיק מימון נוסף עבור חברות חדשניות בתחילת דרכן עשויה להביא תרומה ניכרת למשק. ראשית, מיזמים אלה, ובעיקרם מיזמים העוסקים בטכנולוגיית רישום מבוזר, יכולים להביא להתייעלות כלכלית בתחומים רבים. הטכנולוגיה המתפתחת בידי מיזמים אלה נוגעת בתחומים רבים ויכולה בין היתר להפחית עלויות, לחסוך את הצורך במתווכים ולייעל את אופן העברת המידע בין גופים (ולחיסוך בירוקרטיה רבה). כך למשל, בתעשייה הפיננסית היא עשויה לחסוך את הצורך להסתמך על גורמים מרכזיים לצורך סליקה ורישום של עסקאות, ובכך להפחית את הסיכונים המערכתיים הנובעים ממנה ולחסוך בעלויות התיווך. השימוש בחוזים חכמים יכול ליעל גם הוא תחומים רבים הדורשים אכיפה של חוזים, שכן היא תיעשה באופן אוטומטי על ידי מחשב. אלה הם רק חלק קטן מהיתרונות שיכולים לספק מיזמים הפועלים ליצירת פתרונות מבוססי טכנולוגיית רישום מבוזר.

מעבר לכך, התפתחותם של מיזמים רבים, יחד עם הסיכוי כי חלק מהם יהפכו להצלחות גדולות, תתרום באופן ישיר לתוצר הלאומי ולצמיחה וכן תיצור מקורות פרנסה רבים (הן בחברות עצמן והן בקרב נותני השירותים התומכים בהן).

**הכלכלה השיתופית** – ככלל, כלכלה שיתופית (Sharing Economy) מאפשרת שיתוף רכוש, מוצרים ושירותים בין אנשים, תוך ניצול יעיל יותר של המשאבים והעודף הקיים שלהם, ובשל כך יש לה ערך רב למשק. דוגמאות מוכרות לתחומים של כלכלה שיתופית הן שירותי נסיעה שיתופיים

---

<sup>67</sup> ראו הפרק העוסק במגמות בהתפתחות התופעה לעניין הסטנדרטים.

(Carpool) ושירותי השכרה לזמן קצר של חדרים ודירות שאינם מאוכלסים. תעשייה זו מתחברת למושג זה במובנים רבים.

ראשית, מיזמים רבים בתחום זה משתמשים בטכנולוגיה כדי לאפשר שיתוף של משאבים לא מנוצלים. כך למשל, קיימות חברות המציעות פלטפורמות לשיתוף של שטח דיסק פנוי או כוח מיחשוב לא מנוצל.

שנית, המודל העסקי השיתופי שתואר לעיל מאפשר למשל לכל משתמשי הרשת לתרום מזמנם הפנוי ומכישורונותיהם לשיפור המיזם, לקבל על כך תגמול וליהנות מעלייה בערכה של הרשת כולה ושל הטוקנים שברשותם. זהו למעשה ניצול טוב יותר של המשאבים הקיימים.

יתרון נוסף המתאפשר בזכות השימוש בטוקנים הינו האפשרות לחלק ליחידות קטנות, המיוצגות ע"י טוקנים סחירים, מוצרים שלרוב נדרשת עבורם השקעה גדולה ורף הכניסה אליהם גבוה, כמו נדל"ן, חפצי אמנות וסחורות. חלוקה זו מאפשרת רכישה של יחידות אלו, באופן שכל אדם יכול ליהנות מהשקעה באותם מוצרים, וכן מאפשרת נזילות בהשקעות אלה. עובדה זו עשויה לשפר את הקצאת ההון, לייעל את השפעת חוכמת ההמונים על תמחור הנכסים, לאפשר חלוקה הוגנת יותר של העושר, ועשויה לייעל תחומים רבים שבהם הנזילות פחותה.

**פיזור סיכונים ושיפור הקצאת ההון** – פיזור סיכונים ברמה המשקית וגיוון במקורות התורמים לצמיחת המשק חשובים כדי לשמור על יציבות המשק. הרחבת היצע המודלים והמבנים הקיימים מקטינה את התלות במספר מצומצם של גורמים. כמו כן, הקצאת ההון עשויה להיות יעילה יותר ככל שנעשה שימוש רב יותר בחוכמת ההמונים.

**תועלת חברתית** – תחום חדש הפותח הזדמנויות חדשות עבור יזמים ומשקיעים כאחד הינו בעל ערך רב לחברה. ערך זה מתעצם בשל זמינותו של אמצעי הגיוס המדובר גם ליזמים ולמשקיעים שאין בידיהם משאבים כספיים רבים ובשל היתרונות שפורטו לעיל הנוגעים לכלכלה השיתופית. כל אלה יכולים לתרום לחלוקה שוויונית יותר של המשאבים בחברה ולצמצום אי-השוויון.

### **אתגרים עיקריים:**

**חשיפת המשק לסיכונים** – כאמור, לקיומה של תעשייה חדשנית יש יתרונות רבים, אך כאשר אינה מפוקחת היא חושפת את המשקיעים לסיכונים רבים, ועקב כך חושפת גם את המשק לסיכונים. העובדה כי פרויקטים רבים עשויים שלא לצלוח, יחד עם העובדה כי קיים סיכון לתרמיות והחשש מהתפתחות בועות במחירי המטבעות הקריפטוגרפיים, עשויים להביא לכך שכספים רבים יירדו לטמיון תוך פגיעה בכלכלה. מעבר לכך, ככל שהתחום יצבור נתח גדול יותר מהכלכלה וימשוך השקעות רבות יותר, גם מהעולם הפיננסי המסורתי, עשויים להתפתח סיכונים מערכתיים שעלולים לפגוע במשק באופן משמעותי.

**מוניטין** – כפי שהמוניטין של ישראל כמובילה בתחום זה יכול למשוך השקעות רבות למדינה ולתרום לכלכלה ולתפיסה כי ישראל הינה גורם משמעותי בהתפתחות הטכנולוגית בזירה הבינלאומית, הסיכון לכישלון של פרויקטים או לתרמיות עשוי לסכן את המוניטין של ישראל ולפגוע במעמדה הבינלאומי.

## הסיכונים הכרוכים בהשקעה במטבעות קריפטוגרפיים

מעצם טבעם החדשני, ההשקעה במטבעות קריפטוגרפיים שונה במספר מובנים מההשקעות המוכרות בשוק ההון. לצד מנגנון הסליקה, אופן הרכישה והמכירה, הכרייה וההחזקה, ההשקעה במטבעות קריפטוגרפיים כרוכה גם בסיכונים השונים בעוצמתם או באופיים מאלה המוכרים למשקיע בשוק ההון. להלן נתייחס לסיכונים אלה ובכללם לסיכוני שוק, סיכונים תפעוליים וסיכוני אסדרה.

### סיכוני שוק

**שווי המטבעות** – קיים קושי רב להעריך את שווי הפונדמנטלי של המטבעות הקריפטוגרפיים, ולא ברור כיצד ניתן להשתמש במודלים הכלכליים והמימוניים המוכרים בכדי להעריך את שוויים הכלכלי.

בדומה למטבעות פיזי, גם ערכם של המטבעות הקריפטוגרפיים (כגון הביטקוין) מבוסס על מערכת של אמון ועל ציפייה כי האמון הזה יימשך ורשת המשתמשים במטבע הקריפטו תמשיך להתקיים. אך בשונה ממטבעות הפיזי, אמון זה מתקיים בין המשתמשים בלבד, ולא מעורבת בו שום כפייה או התחייבות של ממשלה או צד נגדי.

קיימות מספר עדויות או השלכות לקושי בהערכת שוויים של מטבעות קריפטוגרפיים. למשל, שווי של הביטקוין עלה יותר מפי 20 בשנת 2017 (ובאלפי אחוזים בחמש השנים האחרונות), לשווי שוק העולה על 300 מיליארד דולר, ללא עדות מובהקת לשינוי מהותי בערכו הכלכלי ובאימוצו כאמצעי תשלום<sup>68</sup>. ככלל, מחירם של המטבעות הקריפטוגרפיים תנודתי מאוד, ושוויים מזנק או נופל במשך תקופות זמן קצרות.

קיימות דעות רבות בכל הנוגע לכיוונו העתידי של שווי המטבעות הקריפטוגרפיים ובראשם הביטקוין. הערכות רבות גורסות כי העלייה בערכם של מטבעות אלה נובעת בעיקר מרכישה ספקולטיבית. כלכלנים מוכרים רבים יצאו בהצהרות על כך שקיים חשש ממשי שמדובר בבועה ללא בסיס כלכלי, ובהם ניתן למנות את חתני פרס נובל פול קרוגמן, רוברט שילר וראש הפד לשעבר אלן גרינספאן. סקר שערך ה-Wall Street Journal לאחרונה בקרב כלכלנים מהשוק הפרטי העלה כי 96% מהם מסכימים שמדובר בבועה<sup>69</sup>. גם גורמים בכירים בגופים רגולטוריים ברחבי העולם יצאו בהצהרות כי על המשקיעים להיזהר מהשקעה במטבעות קריפטוגרפיים. למשל, ראש ה-FCA בבריטניה הזהיר כי המשקיעים צריכים להיות מוכנים לכך שהם עשויים להפסיד את כל כספם<sup>70</sup>. יתרה מכך, המחיר המצוטט למטבעות אלה אינו בהכרח מתכנס ל"מחיר שוק", כך שלעתים המחיר שונה באופן ניכר בין זירות המסחר השונות, ויכול להגיע להבדלים של מאות ואף אלפי דולרים (למשל בביטקוין).

---

<sup>68</sup> יש לסייג אמירה זו בעובדה כי הוא הוגדר כאמצעי תשלום ביפן (להבדיל מ"הילך חוקי"), אך קשה לטעון כי שינוי זה הוא העומד מאחורי הזינוקים במחיר, שהיו לפניו והמשיכו אחריו.

<sup>69</sup> <https://blogs.wsj.com/economics/2017/12/13/is-bitcoin-a-bubble-96-of-economists-say-yes/>

<sup>70</sup> <http://www.bbc.com/news/business-42360553>

**סיכון הנזילות** – המסחר בביטקוין, שנחשב לנזיל יותר מבין המטבעות הקריפטוגרפיים, אמנם מגיע להיקפים ניכרים (כ- 10 מיליארד דולר ביום בממוצע בחודש האחרון<sup>71</sup>), אך המסחר מתפרש על גבי מאות זירות מסחר בכל רחבי העולם, ופערי המחירים בין הזירות יכולים להגיע למאות ואף אלפי דולרים (מה שעשוי להעיד על חוסר יעילות בשוק). לגבי יתר המטבעות, הרי שככל שהמטבע מוכר פחות כך גם היכולת לסחור בו פחותה (באתריום למשל, השני בגודלו, מדובר על פחות משני מיליארד דולר בממוצע, ואילו העשירי עומד על כ- 200 אלף). כאמור, מרבית המסחר במטבעות נעשה בזירות מסחר ריכוזיות או מבוזרות. בניגוד לשווקים המפוקחים, שבהם נעשה מחקר ומעקב מתמידים אחר הנזילות ויכולת הספיגה של השוק במצבי קיצון, מעט מאוד, אם בכלל, ידוע על ממדים אלה בשווקי הקריפטו. זירות המסחר הן המקור העיקרי לנזילות, אך כבר היו אירועים בעבר שהן הפסיקו את פעילותן ואף קרסו לחלוטין. שתי דוגמאות לכך הינן זירת המסחר Mt. GOX, שקרסה בשנת 2014, וזירת המסחר בדרום קוריאה בדצמבר 2017, כמתואר לעיל בפרק "שוק משני".

בנוסף, בשל המבנה של חלק מרשתות הבלוקצ'יין, וביניהן ביטקוין, ישנם דיווחים על כך שבעתות בהן קיים עומס על הרשת עשויים להיות עיכובים משמעותיים בסליקת העסקאות ונדרשת עמלה גבוהה בכדי לקבל קדימות. מצב זה יכול להגביר את סיכון הנזילות בזמן משבר.

כמו כן, קיימות עדויות לקושי בהנלה של סכומים גדולים. למשל ב-Coinbase, אחת הזירות הגדולות ביותר בארצות הברית, ישנה מגבלה על גודל העסקאות המותרות ללקוח, והיא משתנה בהתאם לגורמים שונים<sup>72</sup>. על כן, ייתכן כי בעת הצורך לממש פוזיציה גדולה לא יהיה ניתן לעשות זאת בזמן קצר.

**תנודתיות** – המסחר במטבעות הקריפטוגרפיים מאופיין בתנודתיות גבוהה מאוד, וערכם עשוי להשתנות בעשרות ואף במאות אחוזים ביום. בשנה האחרונה התרחשו עשרות פעמים תנודות תוך-יומיות של עשרות אחוזים בערכו של הביטקוין, והתנודתיות במטבעות הקטנים יותר עשויה להיות גדולה בהרבה.

## סיכונים תפעוליים

**תרמיות** – בעת כתיבת הדוח המסחר במטבעות קריפטוגרפיים אינו נמצא בפיקוח. על כן, המסחר בהם עלול להיות חשוף באופן משמעותי לתרמיות ולמניפולציות במחיר. הואיל ואין גוף המפקח על המסחר, קשה להצביע על מקרים של מניפולציות במסחר (ישנם דיווחים על חברות שרימו משקיעים ושגדן נקטו פעולות אכיפה), אך קיימות הערכות רבות בשוק ובקרב רגולטורים כי קיימים גורמים בעלי יכולת השפעה במטבעות קריפטוגרפיים (המחזיקים בכמויות גדולות) ומנהלים מהלכים של הרצות שערים ("Pump and dump"), בעיקר במטבעות הפחות נזילים<sup>73</sup>.

<sup>71</sup> לפי נתוני Coinmarketcap.

<sup>72</sup> <https://support.coinbase.com/customer/en/portal/articles/2108820-coinbase-account-limits>

<sup>73</sup> זירת המסחר bitrex פרסמה אזהרה מפני מהלכים כאלה, שמבוצעים בין היתר באמצעות קבוצות טלגרם שמנסות לתאם מהלכים בקרב חבריהם <http://uk.businessinsider.com/bittrex-warning-cryptocurrency-pump-and-dump-scams-market-manipulation-2017-11>

נוסף על כך, היות ושוק זה אינו מפקח ואין עליו מעקב רגולטורי, עשוי להיות קושי רב בהשבת הכספים במקרה של גניבה או תרמית<sup>74</sup>.

**סיכוני סייבר** – כפי שתואר לעיל, החזקת המטבעות מתבצעת באמצעות "ארנק דיגיטלי", והחזקה במטבע נרשמת על פי "המפתח הפרטי" של בעליו. אם גורם זר משיג את המפתח הפרטי של אדם מסוים, הוא משיג למעשה את השליטה על כל המטבעות שברשותו. נוסף על כך, מטבעות אלה, כמו גם כל השירותים הכרוכים בהם (כמו הארנקים והחוזים החכמים המאפשרים שימושים שונים), מסתמכים לחלוטין על קוד מחשב. מסיבות אלה, החזקה במטבעות קריפטוגרפיים עשויה להיות חשופה באופן משמעותי לפריצות של האקרים ולכשלים הקשורים בקוד. עובדה זו משמעותית במיוחד ככל שמדובר בזירות מסחר, שכן אדם המעוניין לסחור בזירה כזו נדרש להעביר את המטבעות שלו למפתח פרטי הנמצא בבעלות הזירה. דוגמה בולטת להתממשות סיכון זה היא הפריצה לזירת Mt. GOX שתוארה לעיל, שבה נגנבו מטבעות בשווי של כ- 450 מיליון דולר.

קיימות דוגמאות נוספות לגניבה או לחסימה של מטבעות בשווי מאות מיליוני דולרים בגין באגים בקוד התוכנה, ובהן גניבת כספי המשקיעים בקרן "The DAO" (שפעלה באמצעות חוזים חכמים) בשווי של כ- 50 מיליון דולר (ורובם הוחזרו בשלב מאוחר יותר באמצעות פיצול המטבע). דוגמה נוספת היא חסימת ארנקי "Parity", שבה ננעלו מטבעות האתריום של משתמשי הארנק בשווי של כ- 150 מיליון דולר.

בעוד הכספים המופקדים במערכות הפיננסיות המסורתיות מבוטחים במקרים רבים<sup>75</sup> או מגובים בידי הממשלה, כספים המושקעים במטבעות קריפטוגרפיים אינם נהנים מביטוח זה.

**ריכוזיות ושליטה** – מטבעות אלה מוגדרים לרוב כמטבעות מבוזרים, שאינם נשלטים על ידי גורם אחד, אך עובדה זו אינה חד-משמעית. ראשית, לצורך ביצוע של שינוי או עדכון בקוד של המטבע נדרשת הסכמת רוב המשתמשים, אם כי במקרים רבים הגורם המייסד של המטבע הוא שמתווה את הדרך<sup>76</sup>. שנית, במקרים רבים כריית המטבעות מתבצעת ברובה ע"י מספר מצומצם של גורמים או שותפויות כרייה ("Mining Pools"), המחזיקים בכוח מיחשבי רב. עובדה זו מביאה לכך שלגורמים אלה עשוי להיות כוח השפעה רב על ההחלטות המתקבלות בקהילה (ויכוחים בין גורמים שונים בקהילת הביטקוין השפיעו על קיומם או אי קיומם של פיצולים במטבע), יכולת להגביל משמעותית את המסחר (באם יפסיקו לפעול) ואף יכולת לבצע מניפולציות והעברות כפולות של מטבעות (הם אמנם יזדקקו לכוח מיחשוב העולה על מחצית מכוח המיחשוב ברשת, אך אין הבטחה כי מצב זה לא יתקיים בעתיד). לצורך ההדגמה, כיום לארבע קבוצות כרייה יש מעל 50% מכוח הכרייה ברשת הביטקוין. כמו כן, ארבע מתוך חמש הקבוצות הגדולות נמצאות בסין<sup>77</sup>.

---

<sup>74</sup> על כך למשל צוין באזהרה שפרסם ה- SEC

[https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/investoralertsia\\_bitcoin.html](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/investoralertsia_bitcoin.html)

<sup>75</sup> SPIC ו- FDIC בארה"ב, ובארץ דרישות תקנון הבורסה ובנק ישראל.

<sup>76</sup> הדבר בולט עוד יותר כאשר המטבע משמש במיזם ספציפי ולא כאמצעי להעברת ערך בלבד. במקרים אלה למפתחי המיזם עשויה להיות שליטה מלאה במטבע.

<sup>77</sup> <https://blockchain.info/pools>

חשש נוסף הוא כי הן הכורים, הן זירות המסחר, הן קרנות השקעה והן הרוכשים בשלבים המוקדמים של מטבעות אלה מחזיקים בפוזיציות משמעותיות (או יחזיקו בעתיד), ובאם ירצו יוכלו להשפיע באופן משמעותי על המחיר ("Cornering").

**פיצולים** – פיצול במטבע ("Hard Fork") הינו מצב שבו הקהילה, או חלק ממנה, מבצעת עדכון בקוד של המטבע וגורמת ליצירתו של מטבע חדש, הפועל במקביל למטבע הישן, בעל היסטוריה זהה. המטבע החדש מונפק לכל מחזיקי המטבע הישן. ברשת הביטקוין היו מספר פיצולים, שהמוכר שבהם היה כרוך ביצירת ה-Bitcoin Cash, ששווי השוק שלו עלה על 30 מיליארד ש"ח (המטבע השלישי בגודלו), וישנן הערכות שהוא נשלט ע"י גורמים בסין. בעוד שמשקיעים שהחזיקו את המטבע טרם הפיצול יקבלו גם את המטבע החדש, פיצולים אלה עשויים להוות סיכון ככל שמשקיע בוחר לרכוש מטבעות חדשים (או להמשיך ב"כרייה") במטבע ה"פחות מוצלח". דוגמה נוספת לסיכון שעשוי לנבוע מפיצולים אלה הינה ביטולו המפתיע של פיצול ברשת הביטקוין ("SEGWIT2X"), שהביא לירידה זמנית של עשרות אחוזים בערך הביטקוין (ולעלייה בערכו של הביטקוין קאש).

**הכנסת כספים למערכת הפיננסית** – קיימות עדויות לכך שיש בנקים וגופים פיננסיים ברחבי העולם שאינם מוכנים לקבל כספים שמקורם במטבעות קריפטוגרפיים, הן מטעמי איסור הלבנת הון והן מטעמי רמת הסיכון. רגולטורים ברחבי העולם הצהירו שמדובר בפעילות בסיכון גבוה עבור הבנקים<sup>78</sup>. כך למשל, בפסק הדין שניתן בתביעה של חברת "ביטס אוף גולד" (המספקת שירותי המרה בין שקלים לביטקוין או לאתרויום) נגד בנק לאומי, קבע בית המשפט המחוזי כי לא ניתן להכריח את הבנק לקבל את כספי החברה שמקורם בפעילות בביטקוין, במיוחד לאור העובדה כי בנק ישראל (ויתר הרשויות) מצביעים על הסכנות הכרוכות במסחר בביטקוין ומתקשים להגיע להכרעה בצעדים שיש לנקוט כדי למנוע סיכון זה<sup>79</sup>.

## סיכונים רגולטוריים

מעמד המשפטי של המטבעות הקריפטוגרפיים בכלל ושל הביטקוין בפרט עדיין אינו ברור במדינות רבות בעולם, וקיימות סוגיות רגולטוריות ומשפטיות רבות בכל הקשור למטבעות קריפטוגרפיים, שעשויות להביא לשינויים בעתיד.

---

<sup>78</sup> ראו למשל מסמך שפרסם ה-EBA European Banking Authority בשנת 2014: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+on+Virtual+Currencies.pdf>

<sup>79</sup> "יחובתו של הבנק שלא לסרב לתת שירותים מסוימים, ובכלל זה פתיחת חשבון עובר-ושב וניהולו, כל עוד החשבון מצוי ביתרת זכות וכל עוד הלקוח עומד בתנאי ההסכם בקשר לניהול החשבון. הבנק רשאי לסרב ליתן שירות, מקום בו מדובר בסירוב סביר. במצב הדברים הנתון, שבו הרגולטור – בנק ישראל והמפקח על הבנקים, וגם הרשויות "הנושקות" (רשות המיסים, רשות ניירות ערך והרשות לאיסור הלבנת הון) מצביעים על הסכנות הכרוכות בעיסוק בביטקוין, אך מתקשים להגיע להכרעה בצעדים שיש לנקוט כדי למנוע סיכון זה וכדי לקבוע את כללי המותר והאסור, וכאשר הבנק מודה כי אין לו את הידע ואת הכלים "לנהל" את הסיכון האמור, אזי החלטת המשיב לאסור בחשבון המתנהל אצלו כל פעילות הקשורה למסחר בביטקוין, מצויה במתחם הסבירות. מאחר שהמבקשת עוסקת במסחר בביטקוין בלבד, אין להורות למשיב לאפשר את הפעילות בחשבונה ללא הטלת מגבלות כלשהן" (ה"פ 15-06-1992).



עד כה אין מדינה שהגדירה את הביטקוין או כל מטבע קריפטוגרפי אחר כ"הילך חוקי". ביפן הוגדר כי ניתן להשתמש בו כאמצעי תשלום, ואילו מדינות אחרות עשויות לאסור על פעילויות מסוימות במטבעות אלה.<sup>80</sup>

שימוש במטבעות קריפטוגרפיים ככלי להלבנת הון הוא אחד החששות המרכזיים של רגולטורים בעולם.<sup>81</sup> החשש עולה עקב האפשרות לבצע העברות כספים במטבעות קריפטוגרפיים בין חשבונות שזהות בעליהם אינה ידועה לאף גורם שלישי. כיום רשויות איסור הלבנת ההון במדינות שונות דורשות זיהוי מלא של הלקוחות כאשר הם מבקשים להירשם לזירות מסחר, אם כי המסחר מחוץ לזירות אלה עדיין אינו מפוקח. כמו כן, המדיניות בה נוקטות רשויות איסור הלבנת ההון משפיעה על התנהלות הבנקים בכל הקשור להכנסת כספים שמקורם בהשקעה במטבעות קריפטוגרפיים. שינוי במדיניות רשויות הלבנת ההון עשוי להשפיע משמעותית על ההשקעה במטבעות אלה.

גם למדיניות רשויות המס עשויה להיות השפעה ניכרת, ולכל שינוי בהגדרתם של המטבעות צפויה להיות השלכה ישירה על ההכנסה מההשקעה במטבעות קריפטוגרפיים.<sup>82</sup>

גם לעמדתם של הבנקים המרכזיים בעולם עשויות להיות השלכות ניכרות בעתיד. ככל שהמטבעות הקריפטוגרפיים ישמשו תחליף למטבעות שמנפיקות מדינות (מצב שעלול להוות איום בעיקר עבור כלכלות חלשות), הבנקים המרכזיים עשויים לנקוט עמדה שתגביל את השימוש בהם.

גם לגופי הפיקוח על הבנקים עשויה להיות השפעה. הפיקוח על הבנקים בישראל לא פרסם הוראות מפורשות בכל הנוגע לאפשרות של חברות ויחידים להפקיד כספים שמקורם בפעילות במטבעות קריפטוגרפיים, ולהחלטותיו בנושא עשויה להיות השפעה ניכרת על תעשייה זו. כתוצאה מחוסר ודאות זה, בנקים רבים בוחרים שלא לאפשר לחברות העוסקות בתחום לפתוח חשבון.<sup>83</sup>

הפיקוח על המסחר ועל תרמיות במטבעות קריפטוגרפיים הינו תחום נוסף שאינו מוגדר עדיין במדינות רבות, ואין ודאות איזה גוף עשוי לפקח עליהם (אם בכלל) ובאילו אמצעים.<sup>84</sup>

---

<sup>80</sup> בסין למשל נאסר השימוש בו כמטבע ע"י גופים פיננסיים, והם הורו לאחרונה על סגירה של זירות המסחר שפעלו בתחומים.

<sup>81</sup> [http://fincen.gov/statutes\\_regs/guidance/html/FIN-2013-G001.html](http://fincen.gov/statutes_regs/guidance/html/FIN-2013-G001.html)

<sup>82</sup> בינואר 2017 פרסמו רשויות המס בישראל טיוטת חוזר המגדירה את הביטקוין כ"נכס" ומחילה עליו תשלום מע"מ ומס רווחי הון של 25% ([https://taxes.gov.il/incometax/documents/hozrim/hoz\\_x\\_2017\\_tyota.pdf](https://taxes.gov.il/incometax/documents/hozrim/hoz_x_2017_tyota.pdf)), אך לאחרונה הם הצהירו על שינוי גישה שימנע את תשלום המע"מ ויקל בדרישות הדיווח.

<sup>83</sup> ראו למשל פסיקת בית המשפט בעניין "ביטס אוף גולד" נגד בנק לאומי שתוארה לעיל (ה"פ 15-06-1992).

<sup>84</sup> תחום נוסף שבו מתחיל העיסוק לאחרונה בהקשר של מטבעות קריפטוגרפיים הינו איכות הסביבה. כריית מטבעות מהסוג הדורש כוח מייחשוב רב גורמת לבזבז רב של חשמל ופוגעת באיכות הסביבה. לפי ההערכות, כיום צריכת החשמל של כריית ביטקוין משתווה לכ- 3 מיליון בתי אב בארה"ב, וככל שתצמח הרשת כך תגדל צריכת החשמל.

## חובת פרסום תשקיף בהצעת ניירות ערך לציבור

### מבוא

חובת פרסום תשקיף לשם הצעה של ניירות ערך לציבור היא דרישת יסוד בדיני ניירות ערך. סעיף 15 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן – "חוק ניירות ערך") קובע כי לא יעשה אדם הצעה או מכירה של ניירות ערך לציבור אלא על פי תשקיף או טיוטת תשקיף שרשות ניירות ערך התירה את פרסומם, לפי העניין.

תכליתו של סעיף מרכזי זה היא קביעת תחולתו של חוק ניירות ערך על תאגידים המציעים ומוכרים ניירות ערך, על מנת להגן על ציבור המשקיעים בניירות ערך. דרישת התשקיף משרתת, בין היתר, את המטרות הבאות:

ראשית, מתן גילוי מקיף בדבר ההשקעה המוצעת לציבור. הגילוי נועד לאפשר לציבור המשקיעים לקבל החלטת השקעה מושכלת וחלה בענייניו אחריות פלילית, מנהלית ואזרחית בנוגע למידע הכלול בתשקיף על החברה ומנהליה. אחריות זו נועדה להבטיח כי המידע שייכלל בתשקיף יהיה מלא ונכון.

שנית, לאחר פרסום התשקיף מוגדר התאגיד שניירות הערך שלו הוצעו לציבור כתאגיד מדווח החב בחובות גילוי שוטפות כל עוד ניירות הערך שלו מצויים בידי הציבור. חובות אלו נועדו להקנות למשקיעים יכולת לקבל החלטה מושכלת לצורך ביצוע פעולות בניירות הערך של התאגיד, ובכלל זה מכירתם ורכישתם בשוק משני, הצבעה במסגרת אסיפות כלליות של התאגיד, אמידת שווי זכויותיהם, והשקעת כספים נוספים בתאגיד.

שלישית, דיני החברות ודיני ניירות ערך מעניקים הגנות נוספות רבות למחזיקי ניירות ערך שהוצעו על פי תשקיף, בהתאם לסוג נייר הערך שהוצע, כגון כללי ממשל תאגידי בחברה המציעה מניות או אגרות חוב, מינוי נאמן, זכויות להעמדת אגרות חוב לפירעון מידי ועוד.

בתי המשפט עמדו על חשיבותם של דיני ניירות ערך בעת גיוס כספים מהציבור הרחב, כמערכת כללית התנהגות אשר נועדו להבטיח הגינות ושקיפות מלאים בהצעת ניירות ערך לציבור ובמסחר בהם, טוהר מידות בשוק ההון, ובסופו של דבר – את אמון המשקיעים ונכונותם להשקיע בשוק זה. האמצעים והמנגנונים השונים שנקבעו בחוק נועדו להבטיח בין היתר כי הציבור לא ישים כספו על קרן הצבי ולהפחית את הסיכון שיפול קורבן למעשי תרמית והונאה.

בפרט עמדו בתי המשפט על חשיבותו של עיקרון הגילוי הנאות לנוכח מאפייניהם הייחודיים של ניירות הערך, ועל ארבע מטרותיו המרכזיות: מסירת מידע לציבור המשקיעים לשם קבלת החלטות רציונליות בנוגע להשקעותיהם; יצירת הרתעה בקרב החברה ומנהליה מהתנהגות בלתי ראויה; חיזוק אמון הציבור בשוק ניירות הערך; והגברת יעילותו של שוק ניירות הערך.<sup>85</sup> מן האמור ברורה גם חשיבות הדרישה לפרסום תשקיף, המהווה את שער הכניסה לדיני ניירות ערך, ולדינים החלים על חברות ציבוריות.

---

<sup>85</sup> ע"א 218/96 ישקר בע"מ נ' חברת דיסקונט השקעות, תק-על (3)97 (513 (1997), פסקה 24; רע"פ 11476/94 מדינת ישראל נ' חברת דיסקונט השקעות בע"מ ואח' (ניתן ביום 21.2.2010) (פורסם בנבו), פסקאות 118-127.

סעיפים 15א ו-15ב קובעים סייגים וחריגים לחובת פרסום תשקיף. כך למשל, במקרים של הצעה ומכירה של ניירות ערך למספר מצומצם של משקיעים (עד 35 משקיעים לפי התקנות),<sup>86</sup> הצעה ומכירה למשקיעים כשירים המנויים בתוספת הראשונה,<sup>87</sup> פרסום כללי בדבר כוונה להציע ניירות ערך,<sup>88</sup> הצעות בהיקף ובשיעור קטנים למספר מוגבל של משקיעים,<sup>89</sup> הצעה באמצעות רכז הצעה במימון המונים,<sup>90</sup> ועוד.

הצעה ומכירה של מטבעות קריפטוגרפיים עשויה להיות נתונה לחובות פרסום התשקיף והדיווח השוטף ככל שמדובר בהצעה ומכירה של ניירות ערך לציבור ולא חלים החריגים לחובת פרסום התשקיף. השאלה אם הנפקת מטבעות קריפטוגרפיים מהווה הצעה של ניירות ערך לציבור עשויה להיות מורכבת ותלויה בנסיבות העניין. מטבעות קריפטוגרפיים הם מכשירים חדשניים מבחינה טכנולוגית ועסקית, בעלי מאפיינים ייחודיים המבדילים אותם מניירות ערך מוכרים שהתפתחו לאורך מאות שנים כגון מניות, אגרות חוב ומכשירים נגזרים. גם הליך הצעתם שונה מדרכי הגיוס המקובלות בשוק ההון המסורתי. בנוסף, הציבור המשתתף בהקצאת המטבעות אינו מוגדר תמיד מבחינה טריטוריאלית, ולא תמיד פשוט לקבוע היכן מתבצעת ההצעה. בדומה למצב במדינות אחרות, תכונות ייחודיות אלו מציבות אתגר לא פשוט בפני רגולטורים וגורמים בשוק הנדרשים להחליט אם מדובר בנייר ערך על פי הדינים הקיימים, אשר לרוב נחקקו שנים רבות לפני ההתפתחויות הטכנולוגיות שאפשרו את הופעת המטבעות הקריפטוגרפיים.

כדי להכריע בשאלה אם הצעה ומכירה של מטבעות קריפטוגרפיים מהווה הצעה ומכירה לציבור של ניירות ערך בישראל, ומכאן נתונה להוראות חוק ניירות ערך ולפיקוח הרשות, יש לבחון את לשון החוק ותכליתו, כמו גם את פסיקת בתי המשפט ועמדות רשות ניירות ערך בעבר. בפרק זה יוצג ניתוח ראשוני שמטרתו להתוות קווים מנחים בסוגיה זו.

## המסגרת החוקית

סעיף 15 לחוק ניירות ערך אוסר על ביצוע הצעה ומכירה של ניירות ערך ללא פרסום תשקיף או טיוטת תשקיף, לפי העניין:

*"(א) לא יעשה אדם הצעה לציבור אלא על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו או על פי טיוטת תשקיף שאושרה ונחתמה כאמור בסעיף 22 והוגשה לרשות.*

*(ב) לא יעשה אדם מכירה לציבור אלא על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו".*

סעיף 1 לחוק מגדיר את המונחים "ניירות ערך" ו"הצעה לציבור" באופן הבא:

*"ניירות ערך" - תעודות המונפקות בסדרות על ידי חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר ומקנות זכות חברות או השתתפות בהם או תביעה מהם, ותעודות המקנות זכות*

---

<sup>86</sup> סעיף 15א(א)(1) לחוק.

<sup>87</sup> סעיף 15א(א)(7) לחוק.

<sup>88</sup> סעיף 15א(א)(4) לחוק.

<sup>89</sup> סעיף 15ב(4).

<sup>90</sup> סעיף 15ב(א4).

לרכוש ניירות ערך והכל בין אם הן על שם ובין אם הן למוכ"ז, למעט ניירות ערך המונפקים בידי הממשלה או בידי בנק ישראל, שנתקיים בהם אחד מאלה: "...

"הצעה לציבור" - פעולה המיועדת להניע ציבור לרכוש ניירות ערך; בלי לפגוע מכלליות האמור, גם אלה:

- (1) רישום ניירות ערך למסחר בבורסה;
- (2) פניה לציבור להציע הצעות לרכישת ניירות ערך."

לאור האמור, פעולה המקיימת את שלושת התנאים הבאים - הצעה, של ניירות ערך, לציבור - מחייבת פרסום תשקיף שהרשות התירה את פרסומו או פרסום טיוטת תשקיף שאושרה ונחתמה כאמור בסעיף 15 לחוק. מכירה לציבור של ניירות ערך חייבת להיעשות על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו.

## הצעה

החוק עוסק בפעולה המיועדת להניע ציבור לרכוש ניירות ערך. בפסיקה נקבע כי דרכי ההצעה האפשריות להצעת ניירות ערך הן מגוונות, וכוללות הצעה בדרך של "חבר מביא חבר" או הצעה דרך האינטרנט או רשת תקשורת אחרת.<sup>91</sup>

הנפקות של מטבעות קריפטוגרפיים נערכות דרך רשתות מחשבים פומביות או מוצפנות. לרוב תכלול ההצעה בין היתר את הפעולות הבאות: (1) פרסום "מסמך לבן" (Whitepaper) המתאר את עיקרי המטבע הקריפטוגרפי המונפק או את המיזם שלשמו הוא נועד, אשר יוצג באתר המנפיק ויהיה נגיש לכל אדם; (2) פרסום ושיווק על ידי מארגני ההנפקה בקבוצות דיון (פורומים) וביישומונים להחלפת מסרים; (3) פרסומים או מסרים פומביים נוספים מצד מנפיקי המטבע שמציגים את הארנק הדיגיטלי אליו יש לשלוח את תמורת ההנפקה, לרוב במטבע קריפטוגרפי אחר כמו ביטקוין או אית'ר, בתמורה למטבעות החדשים.

כל אחת מהפעולות האמורות, או פעולות דומות להן, המופנות לציבור הרחב, עשויות להיחשב כהנעה של משקיעים לרכוש מטבעות קריפטוגרפיים.

## ניירות ערך

המטבעות הקריפטוגרפיים שהונפקו בשנים האחרונות אינם זהים זה לזה, ונבדלים ביניהם במגוון מאפיינים ותכונות. הבדל מרכזי בין המטבעות נעוץ בזכויות השונות שצמודות אליהם: לצד הזכות להחזיק או להעביר את המטבע או להשתתף בכרייתו, במהלך השנה החולפת התפתחה קבוצה הולכת וגדלה של מטבעות שמקנים זכויות נוספות ברשת הבלוקצ'יין עליה מבוסס המטבע או מחוץ לה. קבוצה זו מכונה "טוקנים" (Tokens).<sup>92</sup>

<sup>91</sup> ת"א (ת"א) 3199/95 יו"ר הרשות לניירות ערך נ' מונדרגון אגודה שיתופית בע"מ, דינים מחוזי, כרך לג(4), 6. ]  
<sup>92</sup> כינויים אחרים הם crypto-assets, חוזים חכמים (smart contracts) או colored coins (בהתייחס למטבעות המייצגים זכויות בנכסים אחרים מחוץ לרשת הבלוקצ'יין (off-chain)).

כדי לקבוע אילו מטבעות כפופים לתחולת החוק, יש להבחין בין שלוש קבוצות-על של מטבעות קריפטוגרפיים המקובלים כיום בתחום: (1) Currency – מטבעות שנועדו לשמש כאמצעי תשלום, חליפין או סליקה; (2) Investments או Security – מטבעות שנועדו להעניק זכויות בעלות, חברות או השתתפות במיזם ספציפי או זכויות לתזרים עתידי מיזם כאמור; (3) Utility – מטבעות שנועדו להקנות זכויות גישה או שימוש בשירות או מוצר שמציע מיזם מסוים. כפי שנראה להלן, הקביעה אם מטבע הוא נייר ערך תלויה בנסיבות המקרה ובמהות העסקה האמיתית, ואינה מבוססת על התווית המוצמדת לו<sup>93</sup>. ככלל, מטבעות מהקבוצה הראשונה (Currency), קרי מטבעות שנועדו לשמש כאמצעי תשלום, סליקה או חליפין בלבד, שלא במיזם ספציפי, שאינם מקנים זכויות נוספות מלבד עצם הבעלות בהם, ושאינם נשלטים על ידי גורם מרכזי<sup>94</sup>, לא ייחשבו לנייר ערך. ככלל, לעמדת חברי הוועדה, על אף שקיים ספק לגבי מידת השימושיות שלהם בפועל כאמצעי חליפין<sup>95</sup>, מטבעות אלה לא ייחשבו כנייר ערך, מאחר שאינם מקנים זכות רווחים, השתתפות או תביעה ממי שהנפיק אותם לציבור. למען הסר ספק, יובהר כי אין בכך כדי לחוות כל דעה על מעמדם המשפטי של נכסים אלו (לרבות הגדרתם כ"מטבעות") מבחינת דינים אחרים (דיני המס, הבנקאות ואיסור הלבנת הון) שהרשות אינה אמונה על פרשנותם או על אכיפתם.

לעומת זאת, מטבעות מהקבוצה השנייה והשלישית (או "טוקנים") 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<sup>96</sup>. בשנה האחרונה הונפקו טוקנים המקנים מגוון של זכויות, החל בזכות בעלות או חברות למטרת רווח ועד לזכות לשירות, מוצר, או שימוש ביישום או בפלטפורמה המתווכת בין משתמשים. הבדל מהותי נוסף בין מטבע קריפטוגרפי המיועד להעברת ערך לטוקן הוא הגורם האנושי שעומד מאחוריו – בניגוד למטבעות בעלי אופי מבוזר, טוקנים והמיזם שאליו נועדו פותחו לרוב על ידי מנפיק ריכוזי, לעתים בשלב ראשוני שבו טרם הסתיימו התכנון או הפיתוח של השירות או המוצר. כפי שנראה להלן, ההבדלים בזכויות המגולמות בטוקנים נושאים בחובם השלכות משפטיות שעשויות להוביל לסיווגם של חלק מהטוקנים כנייר ערך. לפיכך, הניתוח בדבר תחולה אפשרית של הגדרת נייר ערך תתייחס לקטגוריה

---

<sup>93</sup> ההבחנה בין Currency, Investment ו-Utility נועדה להוות מסגרת מושגית לצרכי דיון וניתוח בלבד, ואינה ממצה את מכלול הנסיבות והמאפיינים של תחום המטבעות הקריפטוגרפיים. לדיון נרחב בתחולת דיני ניירות ערך על כל אחת מהקטגוריות ר' Hacker, Philipp and Thomale, Chris, Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law (November 22, 2017). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3075820> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3075820>. בפועל, כפי שמציינים המחברים, הגבולות בין הקטגוריות עלולים להיות מטושטשים ולעתים קרובות טוקנים עשויים לכלול מאפיינים משותפים משתי קטגוריות או יותר. בכל מקרה יודגש כי הבחינה אם מטבע הוא נייר ערך תיעשה לפי מהות העסקה האמיתית ולא לפי השם המוצמד לה.

<sup>94</sup> ישנה מחלוקת לגבי רמת הביזור האמיתית של חלק מהמטבעות המוצגים כ"מבוזרים" בהם אף הביטקוין. בפועל, קיימים גורמים בעלי השפעה או שליטה רבה על קבלת החלטות ברשת, למשל בהחלטה אם לשנות או לעדכן את פרוטוקול התוכנה. לפי שעה, אנחנו מתבססים על ההנחה כי מטבעות עונים על ההגדרה "מבוזרים".

<sup>95</sup> נכון להיום, ישנן מגבלות טכניות משמעותיות על השימוש בביטקוין ואחרים כאמצעי תשלום יעיל ונוח. מגבלות אלה עשויות לבוא לידי ביטוי בעמלות גבוהות ובזמן המתנה ארוך לאישור עסקאות. לאור קשיים אלה, בתקופה האחרונה פותחת ההתייחסות לביטקוין כאמצעי תשלום ויותר מתארים אותו כ"נכס דיגיטלי" שתפקידו שמירה על ערך, בדומה לזהב. התייחסות זו אינה גורעת לפי שעה מהמסקנה כי אין מדובר בנייר ערך.

<sup>96</sup> לעתים הטוקן יכול לבטא זכויות בנכס מחוץ לרשת. ר' גם Reed, Chris and Sathyanarayan, Umamahesh and Ruan, Shuhui and Collins, Justine, Beyond Bitcoin – Legal Impurities and Off-Chain Assets (October 25, 2017). Queen Mary School of Law Legal Studies Research Paper No. 260/2017. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3058945>. (לדיון בקשיים המשפטיים הנוכחיים בקשר לאותם נכסים).

של טוקנים (כאמור, מטבעות מסוג Utility-ו Investments) ולא למטבעות המשמשים אמצעי חליפין (Currency) בלבד (בכפוף לתנאים שפורטו לעיל).

על רקע המאפיינים השונים של טוקנים קריפטוגרפיים, מטרת הדיון שלהלן תהיה הצגת קווים מנחים כלליים בשאלה מתי טוקנים אלה יהוו ניירות ערך. זאת על מנת להגביר את הוודאות הרגולטורית ולהקל על חברות הפועלות בתחום הבלוקצ'יין וה-DLT בישראל לפעול בהתאם להוראות הדיון. עם זאת, יובהר, כי כל מקרה צריך להיבחן לגופו על רקע כלל מאפייניו, וכי הדיון שלהלן אינו ממצה את הניתוח הנדרש או את עמדת הרשות ביחס למקרים שתבחן בעתיד.

ככלל, וכפי שיפורט להלן, נראה כי ניתן לסווג את הטוקנים הקריפטוגרפיים לשלוש קבוצות: מקרים שעל פניו נופלים להגדרת ניירות ערך; מקרים שעל פניו אינם נופלים להגדרת ניירות ערך; ומקרים המחייבים עיון מדוקדק יותר על מנת להכריע בסוגיה.

נבחן עתה האם טוקנים מהווים נייר ערך לפי רכיביה העיקריים של הגדרת "נייר ערך" בחוק: א. תעודות המונפקות בסדרות; ב. על ידי חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר; ג. המקנות זכות חברות או השתתפות או תביעה בתאגיד.

### **תעודות המונפקות בסדרות**

הפסיקה שפירשה את הגדרת ניירות ערך קבעה כי יש לפרש את המונח "תעודות" בהרחבה. על פי הפסיקה, המונח אינו מתייחס רק למסמך פורמלי כתעודת מניה, ובעיקרון כל מסמך, קרי נוסח כתוב, עשוי לבוא בגדר ההגדרה.<sup>97</sup> בעניין "סדרה" קבעה הפסיקה כי יש לבחון את הדמיון במהותן הכלכלית של התעודות. אין הכרח כי תתקיים זהות בין ההסכמים, ולא די בהבדלים קטנים בתנאי התעודות כדי להוציאן מהגדרת סדרה.<sup>98</sup>

מטבע קריפטוגרפי הוא קוד תוכנה הכתוב בשפת תכנות, ואין מניעה לראות בו תעודה. רכיב ה"סדרה" אינו מעורר גם הוא שאלה של ממש כאשר מונפקת כמות גדולה של מטבעות קריפטוגרפיים בעלי תנאים דומים (ובדרך כלל זהים).

### **הנפקה על-ידי חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר**

תנאי זה קובע כי הנפקת ניירות ערך צריכה להיעשות על ידי תאגיד. בעניין זה יש חשיבות להבחנה שצוינה לעיל בין מטבעות מבוזזים המשמשים אמצעי חליפין בלבד שבדרך כלל לא עומד מאחוריהם גורם מסוים, כמו הביטקוין, ובין טוקנים קריפטוגרפיים המונפקים על-ידי מנפיק מסוים. טוקנים קריפטוגרפיים מונפקים בדרך כלל על ידי גורם מנפיק - לעתים חברה שמפתחת מוצר או פלטפורמה, ולעתים קבוצה של מפתחים שלא התאגדו כישות משפטית נפרדת. ככל שהטוקנים הונפקו על ידי חברה או תאגיד רשום אחר, ברי שהתנאי מתקיים.

<sup>97</sup> רע"א 1701/93 טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ נ' זת חברה לייעוץ כלכלי בע"מ, פ"ד מז(5) 1993.

<sup>98</sup> עע"מ 7313/14 רשות ניירות ערך נ' קבוצת קדם חיזוק וחיזוק מבנים בע"מ (ניתן ביום 12.10.2015) (פורסם בנבו), פסקה י"ז לחוות דעתו של השופט א' רובינשטיין: "השכל הישר מקשה על קבלתה של פרשנות דווקנית לפיה די בהבדל קטן ביותר כדי לקבוע, בחינת פרשנות לעניין טבע, שהתנאים אינם שווים. גישה זו עלולה לפתוח פרצה בחוק, המאפשרת לבצע בקלות שינויים פורמליים קטנים ולהתחמק על-ידי כך מחובת פרסום תשקיף".

## זכות חברות, השתתפות או תביעה

הקביעה אם תעודה מהווה נייר ערך תלויה בחבילת הזכויות שהיא מקנה. לא כל זכות שמעניקה תעודה מסוימת הופכת אותה לנייר ערך, אלא רק כזו שמגלמת אחד או יותר משלושת הרכיבים בהגדרה: חברות, השתתפות או תביעה. רכיבים אלו מאפיינים בוודאי את ניירות הערך הקלאסיים, כמו מניות ואגרות חוב, אולם ההגדרה נוסחה במכוון באופן רחב במטרה שתחול לא רק על רשימה סגורה של ניירות ערך, אלא על מגוון של ניירות ערך אפשריים. בד בבד, לנוכח האפשרויות להקניית זכויות כאמור בהקשרים שאינם מעולם ניירות הערך (למשל, מנוי למועדון ספורט המקנה זכות חברות בו), יש חשיבות בבחינת הזכויות על רקע תכליות החוק. בין היתר יש לבחון את מטרת ההשקעה, אופי ההשקעה, התאמתם של דיני ניירות ערך, קיומה של אסדרה חלופית ייעודית, ופוטנציאל הסיכון לא רק בשוק הראשוני אלא גם בשוק משני.

מאפייני ההשקעה במטבע קריפטוגרפי מושפעים מחבילת הזכויות המגולמות בו. כאמור, הזכויות המגולמות במטבעות קריפטוגרפיים נעות בטווח שבין זכויות הוניות (בעלות במיזם או השתתפות ברווחים) או התחייבויות (קבלת תשלום), המקבילות לזכויות בניירות ערך "קלאסיים" כמו מניות או אגרות חוב, ועד לזכויות פונקציונליות (גישה או שימוש בפלטפורמה, במוצר או בשירות). כאמור, בקרב הפעילים בתחום מקובל לכנות את הקטגוריה הראשונה "Security Tokens" ואת הקטגוריה השנייה "Utility Tokens". חלק מהטוקנים מצוי בטווח שבין שתי הקטגוריות וכולל מאפיינים משותפים של זכויות ניירות ערך קלאסיים לצד זכויות פונקציונליות. בעוד שלגבי טוקנים מהקטגוריה הראשונה (Security) שוררת הסכמה כי מדובר בניירות ערך, יש אי בהירות לגבי סיווגם של טוקנים המצויים בקטגוריה השנייה (Utility) או בטווח שבין שתי הקטגוריות.

כפי שהבהירו גם רשויות אחרות בעולם<sup>99</sup>, מטבע קריפטוגרפי המקנה זכויות דומות לזכויות בניירות ערך "קלאסיים" כמו מניה, אגרת חוב או יחידת השתתפות, נופל על פניו להגדרה של נייר ערך. קטגוריה זו כוללת לדוגמה טוקנים המקנים זכויות להשתתף בהכנסות או רווחים שיופקו ממיזם; טוקנים המקנים זכויות לקבל תשלומים, קבועים או משתנים, בין בדרך של הקצאת מטבעות נוספים ובין בדרך של פדיון מטבעות; או טוקנים המקנים זכויות בעלות או חברות במיזם שמטרתן הפקת תשואה כלכלית.

טוקן קריפטוגרפי שאינו כולל אחד או יותר ממאפיינים אלה, או מקנה זכויות שימוש פונקציונליות בלבד, מצריך בחינה מעמיקה יותר. לכאורה, הניסוח הלשוני הרחב של הגדרת נייר ערך בדין הישראלי מאפשר לראות גם בטוקנים המקנים זכויות פונקציונליות כמעניקים "זכות תביעה" מהמנפיק. זכות תביעה זו הינה הזכות לתבוע מהמנפיק לקבל את המוצר או השירות שמקנים הטוקנים או להשתמש בפלטפורמה אליה מיועדים הטוקנים. מכאן שגם מטבעות הנחשבים כ- Utility Tokens עשויים לכאורה להיכלל בהגדרה של נייר ערך בדין הישראלי. עם זאת, ככלל, השקעה שעניינה רכישת מוצר או שירות, בהווה או בעתיד, אינה השקעה בנייר ערך ויש להיזהר מתחולת יתר של ההגדרה על השקעות שאינן פיננסיות במהותן ואין הצדקה להחיל עליהן חובת

<sup>99</sup> ר' פרק הסקירה הבינלאומית.

פרסום תשקיף. קבוצה זו כוללת, למשל, הנפקה של תווי קנייה או כרטיסי מועדון הנרכשים למטרות צרכנות, שימוש ופנאי. בדומה לרכישות צרכניות אחרות המצויות כיום מחוץ לתחולת ההגדרה של נייר ערך. העובדה כי השירות או המוצר עברו "טוקנזיציה", קרי מיוצגים על ידי טוקן קריפטוגרפי הניתן להעברה, אינה אמורה לשנות את מסקנות הניתוח לגביו – כלומר להפוך את הטוקן לנייר ערך מקום בו מדובר ברכישה מתוך מטרה צרכנית. על כן, טוקנים קריפטוגרפיים שמכלול העובדות מראה כי הם נרכשו למטרות צרכניות ולא למטרות פיננסיות, ככלל, לא ייחשבו נייר ערך.

ואולם, הניסיון שנצבר בשנה האחרונה מלמד כי גם בהקשר של Utility Tokens רכישת הטוקנים עונה לעתים על מאפייני ההשקעה בניירות ערך: מטרת ההשקעה עשויה להיות תשואה פיננסית מתוך ציפייה לעליית ערכם של המטבעות, ולא בהכרח (או בכלל לא) מתוך כוונה להשתמש בהם בפועל או לרכוש באמצעותם מוצר או שירות לשם שימוש או צריכה; עשויים להיות פערי מידע משמעותיים בין היזמים והמנהלים של הגוף המגייס ובין ציבור המשקיעים; נכון להיום אין הסדרה ייעודית חלופית המגינה על המשקיעים בטוקנים; ניתן לסחור בטוקנים בשוק המשני (בשנים האחרונות התפתחו בעולם פלטפורמות מסחר רבות שמהוות שוק משני לכל דבר במטבעות קריפטוגרפיים), ומטרת השגת התשואה נשענת לעיתים קרובות על קיומו של שוק זה. מטבעות אלו מבטאים למעשה השקעה היברידית המשלבת היבטים פיננסיים צרכניים ומוניטרים, שבה מטושטשים הגבולות המסורתיים בין שוק ההון, שוק המוצרים ושוק הכסף.

לפיכך, הקושי העיקרי בהגדרת נייר ערך עולה בקשר למטבעות שמשלבים רכיבים היברידיים של השקעה ושל שימוש, קרי שמצד אחד נועדו להעניק אפשרות שימוש בשירות או בפלטפורמה אך מצד שני נרכשים ברוב המקרים למטרות עליית ערך והשגת תשואה. בטוקנים מסוג זה, עצם הקנייתה של זכות שימוש פונקציונלית לא תוציא אותם בהכרח מהגדרת ניירות ערך<sup>100</sup>. לאור מורכבות הסוגיה והיעדר ההכרעה ברשויות נוספות בעולם אימתי ייחשב טוקן Utility לנייר ערך, סיווגם של טוקנים אלה, ככל מוצר אחר שקיים ספק לגבי תחולת החוק לגביו, ייעשה לפי מכלול המאפיינים והנסיבות על רקע תכליות החוק.

מבלי לגרוע מהאמור לעיל, חברי הוועדה סבורים כי במסגרת הבחינה של הגדרת נייר ערך על טוקן קריפטוגרפי מסוג Utility יהיה מקום 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<sup>101</sup>; (3) מצגים והתחייבויות של היזם, לרבות הבטחה להשגת תשואה וליצירת שוק משני, ומאמצים משמעותיים ליצירת שוק משני לאחר ההנפקה. במסגרת הבחינה כאמור יש לבחון אם מהות השירות או המוצר המגולמים בטוקן משתנית כתוצאה מהנפקתו, קרי מהמרה של השירות או המוצר לנכס בלתי מוחשי סחיר שניתן למימוש בשוק המשני.

---

<sup>100</sup> השוו לעמדת ה-SEC בעניין Munchee.

<sup>101</sup> ר' עמדת מחברי מודל ה-SAFT המציבים דגש רב על מידת הפונקציונליות של הפלטפורמה בשלב ההנפקה, ה"ש 30.



לסיכום, הנפקה לציבור של מטבע קריפטוגרפי הנופל להגדרה של נייר ערך כפופה לחובת פרסום תשקיף. הקביעה אם מטבע קריפטוגרפי נופל בהגדרת נייר ערך תיעשה לפי מכלול המאפיינים והנסיבות שפורטו לעיל. על תאגיד המעוניין להנפיק מטבע קריפטוגרפי לציבור לבחון אם המטבע מהווה נייר ערך ואם הצעתו כפופה לחובת פרסום תשקיף, בין אם מדובר בהנפקה ראשונה לציבור (IPO) ובין אם מדובר בהנפקה של חברה ציבורית רשומה למסחר.

שאלה נפרדת היא האם חברה ציבורית הרשומה למסחר בישראל רשאית להנפיק טוקנים לציבור לאור עקרון שוויון זכויות ההצבעה בחברה ציבורית<sup>102</sup>. סעיף 46 לחוק אוסר על הבורסה לרשום למסחר מניות בחברה שיש בה יותר מסוג מניות אחד (למעט חריגים כמו מניות בכורה). לפיכך, חברה שאין בה סוג מניות אחד בלבד המקנה זכויות הצבעה שוות ביחס לערכן הנקוב לא תוכל להירשם למסחר. הסדר זה עשוי למנוע מחברה ציבורית להנפיק מטבע קריפטוגרפי, ככל שמטבע כאמור נופל להגדרה של נייר ערך, **וככל שמטבע כאמור מהווה מניה**. עד כה דנו בשאלה אם מטבע מהווה נייר ערך לצורך תחולת סעיף 15 לחוק, בין אם הוא מהווה מניה, ובין אם הוא בגדר אגרת חוב או נייר ערך אחר. נושא זה ראוי לדיון נפרד בהתאם למצבים שיתעוררו בעתיד. עם זאת, מבלי למצות את הסוגיה במלואה, חברי הוועדה סבורים כי לצורך סעיף 46 ניתן יהיה לפרש את המונח "מניה" באופן מצומצם, כך שלא יחול על כל מטבע קריפטוגרפי המהווה נייר ערך, אלא רק על מטבעות המקנים זכות הצבעה, זכות לדיבידנד או זכות שיוויון בפירוק החברה<sup>103</sup>. הנפקה של מטבע שאינו מקנה אחת מהזכויות הללו אינה מוגבלת לפי סעיף 46 לחוק. לחלופין, בנסיבות מסוימות ניתן יהיה לבחון אם מטבע שאינו מקנה אחת מהזכויות הללו כמניית בכורה ללא זכות הצבעה, שהנפקתה אינה פוגעת בעקרון שוויון זכויות ההצבעה.

---

<sup>102</sup> סעיף 46 לחוק ניירות ערך –

(א) לא תרשום בורסה למסחר בה מניות או ניירות ערך הניתנים להמרה או למימוש במניות, אלא אם כן ראתה כי הובטחו תנאים אלה:

(1) לענין חברה שמניותיה נרשמות לראשונה למסחר - בהון החברה יהיה סוג מניות אחד בלבד, המקנה זכויות הצבעה שוות ביחס לערכן הנקוב; תנאי זה לא יחול על מניות מדינה מיוחדות; אין בהוראה זו כדי למנוע את החברה מלהנפיק מניות בכורה, ובלבד שחלפה שנה מיום שמניותיה נרשמו לראשונה למסחר;

(2) לענין חברה רשומה כמשמעותה בסעיף 46(א)(4) - כל הנפקת מניות נוספת תיעשה במניות העדיפות ביותר בזכויות הצבעה; אין בהוראה זו כדי למנוע חברה רשומה שיש בהונה רק סוגי מניות המותרות לפי פסקה (1) מלהנפיק מניות בכורה החל ביום כ"ה בטבת תשנ"ב (1 בינואר 1992) או בתום שנה מן היום שבו היו בהונה רק מניות כאמור, לפי המאוחר.

<sup>103</sup> חוק ניירות ערך אינו כולל הגדרה של מניה. סעיף 1 לחוק החברות מגדיר מניה כ"אגד של זכויות בחברה הנקבעות בדין ובתקנון", מבלי לפרט אילו בדיוק זכויות יעלו כדי מניה. העמדה המקובלת היא שמניה מגלמת זכות בעלות בתאגיד, הכוללת שלוש זכויות עיקריות: זכות הצבעה, זכות לדיבידנד או זכות שיוויון בפירוק.

## ציבור

למונח ציבור אין הגדרה פוזיטיבית בחוק והיקפו נלמד מן החריגים הקבועים בחוק. בין היתר, אין רואים הצעה או מכירה למשקיעים כשירים כהגדרתם בתוספת הראשונה או למשקיעים שמספרם אינו עולה על המספר שנקבע בתקנות כהצעה או מכירה לציבור.

השאלה המרכזית בהקשר של מטבעות קריפטוגרפיים נוגעת לתחולה הטריטוריאלית של דיני ניירות ערך. בעבר, סעיף 40 לחוק קבע כי חובת פרסום התשקיף תחול גם כשניירות הערך של תאגיד הרשום בישראל מוצעים לציבור מחוץ לישראל. סעיף זה בוטל בתיקון מס' 20 לחוק. לאחר התיקון, הדין הישראלי חל על כל הצעה המופנית לציבור בישראל ואינו חל על הצעה המופנית לציבור מחוץ לישראל. לפיכך, מקום הרישום וההתאגדות של התאגיד אינו מהווה שיקול מכריע בבחינה אם ההצעה נעשית בישראל.

סגל הרשות פרסם בעבר התייחסות לשאלה כיצד יש למנות ניצעים על פי סעיף 15א(א)(1) לחוק כאשר ההצעה נעשית בישראל ומחוץ לישראל במקביל<sup>104</sup>. באותו הקשר נקבע כי יש לבצע בחינה מהותית של מאפייני ההצעה, מאפייני הניצע וזיקתם לישראל:

בחינת מאפייניה של הצעה בעלת זיקה לישראל יכללו למשל איתור המקום בו מבוצעים הליכי השיווק והמכירה בפועל, בין באמצעות האינטרנט או במענה קולי ובין בכנסי משקיעים או במפגשים פרטיים; שפת ההצעה והשיווק; השפה שבה ערוכים מסמכי ההצעה והמכירה וכיו"ב. מאפייניו של ניצע בעל זיקה ייבחנו בהתאם למקום תושבותו, מקום ניהול מרבית נכסיו וכיו"ב.

בשל האופי המבוזר והאנונימי של התחום, הנפקות של מטבעות קריפטוגרפיים מבוזרים אינן מכוונות לרוב כלפי ציבור במדינה מסוימת, אלא מופנות כלפי משקיעים במדינות רבות. עם זאת, בשל הרצון להימנע מהפרה של דיני ניירות ערך במדינה מסוימת, אין זה נדיר לראות הנפקות בהן נחסמת האפשרות לרכוש טוקנים על ידי אזרחים או תושבים של מדינה שלגביה אין ודאות כי ההנפקה עומדת בדרישות הדין.

בדומה להצעה של ניירות ערך אחרים, הצעת מטבעות קריפטוגרפיים המהווים ניירות ערך לא תיחשב כהצעה לציבור בישראל אם 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.

## המלצות

חברי הוועדה סבורים כי האסדרה של מטבעות קריפטוגרפיים מכוח דיני ניירות ערך דורשת התאמות ייחודיות. החשש הוא כפול: הן מפני **תחולת יתר** והן מפני **תחולת חסר**. מצד אחד, יש

---

<sup>104</sup> עמדת סגל משפטית 103-39: שאלות ותשובות בנוגע להצעה ומכירה של ניירות ערך לציבור (4 ביולי 2016), שאלה 8.

להיזהר ממצב שבו כל הנפקת מטבעות, אפילו אם היא מבטאת מוצר או שירות בעלי ערך אמיתי, תוכף לחובת פרסום תשקיף – דרישה המשיחה עלויות כספיות ניכרות ואחריות משפטית רחבה על המנפיק. יש לזכור כי הרשות אינה פועלת בריק, ורצוי להימנע מגישה נוקשה שתציב אותה בצד המחמיר ביותר כלפי ה-ICOs מבין רשויות אסדרה בעולם. גישה זו עשויה להביא מיזמים להימנע מהנפקה בישראל כדי שלא להסתכן בהפרה של הדין המקומי. מצד שני, אין להתעלם מהתרחיש שבו גם מטבעות שלא ייחשבו נייר ערך לפי הדין הקיים, עשויים לכלול חלק מהמאפיינים של נייר ערך ובראשם קיומו של שוק סחיר בלתי מפוקח בו עשויות להתפתח תופעות שליליות של פגיעה בציבור המשקיעים על ידי ניצול פערי מידע ותרמיות. לפיכך, יש להימנע מפרצה רחבה שתאפשר גיוס מימון מהציבור תוך עקיפה של חובות גילוי ומידע, אך בשל שימוש בטכנולוגיה חדשה.

חששות אלו מחייבים גישה מאוזנת, המשלבת בין אינטרסים מנוגדים של עידוד חדשנות והגנה על הציבור. לכן יש לבחון מספר דרכים כדי לעצב מסגרת רגולטורית הולמת להנפקות מטבעות קריפטוגרפיים. מדיניות זו נועדה לעודד מיזמים להציע טוקנים לציבור במספר מסלולים מפוקחים שיספקו נמל מבטחים (Safe-Harbor) מפני הפרת חובת פרסום תשקיף, תוך הבטחה של דרישות גילוי ומידע מספקות לציבור המשקיעים.

בשים לב לשלב המוקדם והראשוני שבו מצויים מיזמים בתחום המטבעות הקריפטוגרפיים, רצוי לשקול שילובן של הנפקות אלה במסגרת מסלולי גיוס ייעודיים, המיועדים למיזמים קטנים ובינוניים או חברות מחקר ופיתוח בתחילת דרכן. חלק ממסלולים אלה כבר אושרו בחוק ובתקנות, וחלקם עדיין מצויים בשלבי גיבוש על ידי הרשות. מסלולים אלה, המאפשרים לתאגידים לגייס מימון מהציבור תוך עמידה בדרישות רגולטוריות מקילות, עשויים לספק פתרון הולם להנפקות מטבעות בישראל בשנים הקרובות. יתר על כן, חברי הוועדה ממליצים לשקול לבצע בהם שינויים מסוימים כדי להתאימם למאפייניה של פעילות זו.

במסגרת גישה זו, חברי הוועדה ממליצים לבחון שילובן של הנפקות מטבעות קריפטוגרפיים באמצעות מסלולים אלה, תוך בחינת השינויים הבאים:

- **אסדרה מקילה לביצוע הצעה לציבור בהיקפים מוגבלים (בדומה ל- "Regulation A+ בארה"ב)** – לעגן בחקיקה מתווה אשר יאפשר גיוס כספים מהציבור, בהיקפים מוגבלים, בכפוף למשטר רגולטורי מקל. לפי מתווה אפשרי זה, חברה המציעה ניירות ערך לציבור בהיקפים מוגבלים ותוך הגבלת סכום לכל משקיע, ללא רישום לבורסה, לא תידרש לפרסם תשקיף רגיל, אלא תהא כפופה לחובות גילוי וחובות ממשל תאגידי מקלות.
- **מימון 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 ייעודיים (רכזי הצעה). באחרונה אישרה ועדת הכספים תקנות המסדירות את פעילות הפלטפורמות ופיקוח הרשות. במסגרת זו הוקם מערך פיקוח ייעודי ברשות על פעילות הפלטפורמות. נכון להיום, האסדרה מגבילה את סכום הגיוס המותר עד ל- 6 מיליון שקל בהנפקה וכן מגבילה את סכומי ההשקעה של משקיע יחיד. חברי הוועדה ממליצים להחיל מגבלה זו על גיוס משקיעים מישראל בלבד ולא על כלל הגיוס.

- **“ארגז חול רגולטורי” (Regulatory Sandbox) – תוכנית ייעודית עבור חברות טכנולוגיה פיננסית (פינטק) בתחילת דרכן, הכוללת ליווי רגולטורי צמוד לצד הקלות רגולטוריות לתקופה מוגבלת הן בגבולות סמכויותיה והן בנטילת חלק ביוזמת משרד האוצר להקמת תכנית זו בשת”פ בין משרדי. מסגרת זו מאפשרת מצד אחד למיזמים לבצע פיילוט, להכיר את האסדרה ולהתאים את עצמם אליה, ומצד שני מאפשרת לרגולטור לבחון כיצד המיזמים מתנהלים בתקופה זו, ללמוד את התחום לעומק ולבחון פיתוח או התאמה של אסדרה שתאפשר לפקח על התחום ביעילות. חברי הוועדה ממליצים לאפשר לחברות המעוניינות להנפיק מטבעות קריפטוגרפיים המהווים נייר ערך להצטרף למסגרת זו.**
- **מנגנון הסתמכות על דין זר ל-ICOs – בחינת האפשרות ליישום מנגנון הסתמכות, בדומה למנגנון “הרישום הכפול”, הנפקות מטבע. הדבר יאפשר הצעה לציבור בישראל של מטבעות בכפוף למסגרת הפיקוחית של רגולטור זר, הפועל במדינות שיוחלט לגביהן כי הן מבטיחות במידה מספקת את ההגנה על ציבור המשקיעים בישראל<sup>105</sup>. המלצה זו נשענת על ההבנה כי מדובר בתחום בעל אופי גלובלי וחוצה מדינות וכי הנפקות מטבע לציבור יכולות להתרחש במקביל במספר מוקדים ברחבי העולם.**
- **משטר גילוי ייעודי – התאמת דרישות הגילוי למאפיינים הייחודיים של הנפקות אלה. הגילוי המותאם להנפקות מטבע יכול מידע פיננסי וצרכני בשפה נגישה ומובנית לציבור הרחב, תוך מתן דגש, בין היתר, על איומי אבטחה וסייבר, מידע על צוות הפיתוח, פרוטוקול התוכנה, הזכויות המגולמות במטבע, תכניות עתידיות לשדרוג הפלטפורמה וכל מידע אחר הדרוש לצורך קבלת החלטה מושכלת בהשקעות מסוג זה.**

---

<sup>105</sup> הכוונה היא שאם למשל ה-SEC קובע כי טוקן אינו נייע לפי הדין האמריקאי ופוסר חברה מחובת תשקיף, אפשר להסתמך על כך שהטוקן אינו נייע גם לפי הדין הישראלי.

## תחולתן של מסגרות חוקיות נוספות מכוח דיני ניירות ערך

מלבד השאלה אם הנפקה של מטבעות קריפטוגרפיים מהווה הנפקה של ניירות ערך לציבור, מתעוררות שאלות לגבי תחולתן של מסגרות חוקיות נוספות מכוח דיני ניירות ערך. בהקשר זה מובאת להלן סקירה קצרה להשלמת התמונה. פרק זה אינו כולל המלצות ליצירת מסגרת אסדרה חדשה בהיבטים אלה, אך הציבור מוזמן להעיר גם בהקשר זה.

## רישוי פלטפורמות מסחר וסליקה בחוק ניירות ערך

### רישיון זירות סוחר

פרק 3' לחוק ניירות ערך מסדיר את פעילותה של זירת סוחר לחשבונו העצמי (להלן – "זירת סוחר"). סעיף 44ג(א) לחוק קובע כי "לא ינהל אדם זירת סוחר, אלא אם כן הוא בעל רישיון זירה ובהתאם לתנאי הרישיון". סעיף 44טו לחוק קובע כי "לא יפנה אדם בהצעה לסחור בזירת סוחר, אלא אם כן הזירה מנוהלת בידי חברה בעלת רישיון זירה, או בידי מי שרשאי לנהל זירת סוחר בלא רישיון לפי הוראות סעיף 44ל".

"זירת סוחר" מוגדרת בסעיף 44יב לחוק כאחת משתי הקטגוריות הבאות:

- (1) מערכת ממוחשבת שבאמצעותה קונה אדם מלקוחותיו, לחשבונו העצמי, מכשירים פיננסיים או מוכר ללקוחותיו, מחשבונו העצמי, מכשירים פיננסיים, באופן מאורגן, תדיר ושיטתי, למעט מערכת שבה כל המכשירים הפיננסיים שנקנים או שנמכרים הם מכשירים פיננסיים שתנאיהם נקבעו במשא ומתן ישיר בין הצדדים לעסקה;
- (2) מערכת ממוחשבת המעמידה ללקוח אפשרות לסחור באמצעות מערכת כאמור בפסקה (1);

הקטגוריה הראשונה בהגדרה עוסקת בזירות הסוחרות לחשבונו העצמי בעצמן, והקטגוריה השנייה מרחיבה את ההגדרה לישויות המעמידות אפשרות לסחור בזירות כאמור. כך למשל, נופלות לגדר החלופה השנייה מערכות ממוחשבות שבאמצעותן ניתנים שירותי ברוקראז', המאפשרים קבלה והעברה של הוראות לקוחות לקנייה או למכירה של מכשיר פיננסי בזירת סוחר (הנכללת בקטגוריה הראשונה להגדרה), או ביצוע של הוראות קנייה או מכירה של מכשירים פיננסיים בזירת סוחר כאמור עבור לקוחות.<sup>106</sup> מן ההגדרה עולה כי קנייתם ומכירתם של מכשירים פיננסיים היא יסוד מרכזי בהגדרת "זירת סוחר" ומקום שבו אין מדובר במכשיר פיננסי אין מדובר בזירת סוחר שניהולה מחייב רישיון כאמור.

מכשיר פיננסי מוגדר בסעיף 44יב לחוק כדלקמן:

"כל אחד מאלה:

- (1) ניירות ערך כהגדרתם בסעיף 1;
- (2) ניירות ערך המונפקים בידי הממשלה או בידי בנק ישראל;
- (3) יחידות של קרן סגורה כהגדרתה בחוק להשקעות משותפות;

<sup>106</sup> ראו תשובת סגל הרשות לפנייה מקדמית מיום 2.8.16 בעניין ייצוג מערכת זרה בישראל, המפורסמת באתר הרשות.

- (4) הסכם או הסדר שערכו נגזר מערכם של מטבעות, סחורות (Commodities), שערי ריבית, שערי חליפין, מדדים או מכשיר פיננסי אחר;
- (5) כל מכשיר פיננסי אחר שקבע שר האוצר, לפי הצעת הרשות או בהתייעצות עמה ובאישור ועדת הכספים של הכנסת;

בדברי ההסבר להצעת החוק נכתב בהקשר זה כדלקמן:

"מוצע על כן לקבוע את המונח 'מכשיר פיננסי' אשר יכלול את כל סוגי המכשירים הפיננסיים שמקובל לסחור בהם בזירות הסוחר. ההגדרה המוצעת כוללת את כל סוגי ניירות הערך, אף אלה שמועטו בסעיף 1, ואת מגוון האופציות והנגזרים האחרים הנסחרים בזירות באופן כללי וביניהם את נגזרי המט"ח באופן מיוחד (כגון, Rolling Spot Contract, Contract for Differences, Futures, ועוד). ההגדרה המוצעת כוללת את כל סוגי המכשירים הפיננסיים הנסחרים כיום בזירות הסוחר ומנוסחת בצורה רחבה כך שצפוי שתכלול גם כל מכשיר פיננסי חדש אשר ייסחר בעתיד בזירות הסוחר. עם זאת, מאחר שלא ניתן לצפות מראש כל תרחיש אפשרי, ולנוכח העובדה כי מזמן לזמן מוצעים סוגים חדשים של מכשירים פיננסיים, מוצע להסמיך את שר האוצר, לפי הצעת הרשות לניירות ערך (להלן – הרשות) ובהתייעצות עמה ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, להרחיב את ההגדרה 'מכשיר פיננסי'."

כפי שעולה אף מדברי ההסבר, הקטגוריה הרביעית בהגדרת "מכשיר פיננסי" נועדה לחול על מסחר בהסכמים ובהסדרים שנגזרים מערכם של מטבעות, סחורות ונכסי בסיס אחרים, ולא על המסחר הריאלי בנכסי הבסיס עצמם. כך, החקיקה לא נועדה להסדיר שירותי חלפנות של המטבעות עצמם, אלא לחול על מסחר במכשירים פיננסיים הנגזרים ממטבעות. השאלה אם הסכם לקנייה או למכירה של נכס הבסיס הוא מכשיר פיננסי הנגזר מערכו של נכס בסיס מתעוררת בכל מקום שבו נכס הבסיס אינו נמסר פיזית לקונה באופן מיידי בעת סגירת העסקה. או אז עשוי ההסכם עצמו להפוך למושא המסחר בין הצדדים, בשונה מנכס הבסיס.

הרקע להסדרה היה התפתחות בעולם ובארץ של מגזר זירות אינטרנטיות, המאפשרות ללקוחותיהן לסחור בסוגים שונים של מכשירים פיננסיים (חוזים על מט"ח, מדדים, מניות, סחורות וכו'). מגזר זירות הסוחר התאפיין בניגוד עניינים חריף בין הזירה לבין לקוחותיה. חריפות ניגוד העניינים בין החברה ללקוחותיה נובעת מקושי מובנה, הנוצר מעצם הגדרתה של החברה, כמי שקונה מלקוחותיה לחשבונה העצמי או מוכרת ללקוחותיה מחשבונה העצמי. הניגוד עולה באופן מהותי יותר כאשר מדובר בחברה שאינה "מתכסה" כנגד חשיפתה. רווחיה של חברה כזאת יאמירו בהתאמה להפסדי לקוחותיה. תכליות מרכזיות של הסדרת תחום זירות הסוחר הן צמצום ניגודי העניינים בענף, שמירה על הגינות ואמינות פלטפורמת המסחר והגנה על לקוחות קמעונאיים.

תחולה טריטוריאלית - בדברי ההסבר להצעת החוק, צוין בהקשר הטריטוריאלי כי "הרישיון יידרש הן אם ניהול הזירה מתבצע בתחומי ישראל, למשל בדרך של קיום נציגות בישראל, סליקת העסקאות בישראל או הצבת חומרה בישראל, והן אם המדובר בזירה זרה אשר פונה לציבור הישראלי, למשל בדרך של קיום ממשק משתמש בעברית, פרסום בישראל, פנייה ישירה לגופים מוסדיים ישראלים וכדומה."

הרשות כבר עמדה על כך שזירה הפונה ללקוחות בישראל נדרשת לרישיון לפי חוק ניירות ערך, אף אם אין לה נציגות בישראל ואינה מציבה חומרה בישראל. זאת מאחר שתכלית החוק היא להגן על הציבור בישראל אשר מוצע לו לבצע פעילות בזירת סוחר, ואין זה משנה אם מקור הפנייה אליו הנו זירה בישראל, זירה בחו"ל או מתווך המפנה את הציבור לאחת מהן. לעומת זאת, זירה הפונה ללקוחות מחוץ לישראל בלבד, ואינה מאפשרת גישה לזירה ללקוחות בישראל, אינה כפופה לתחולת החוק, אף אם היא מנוהלת מישראל כולה או חלקה.<sup>107</sup>

## רישיון בורסה

במסגרת תיקון החוק שעסק בשינוי מבנה הבורסה<sup>108</sup> (להלן – "תיקון 63") נערכו שינויים ביחס לדרישות הרישוי לבורסה. בורסה מוגדרת כיום בסעיף 44לא כ"חברה שקיבלה רישיון להקמה ולניהול מערכת למסחר בניירות ערך לפי סעיף 45". סעיף 45א(א) קובע כי "לא יפתח אדם ולא ינהל מערכת למסחר בניירות ערך אלא ברישיון שניתן לו לפי סימן זה (בחוק זה – רישיון בורסה)". אם כך, ההגדרה המהותית של ישות שהקמתה וניהולה מחייבים רישיון בורסה עוגנה בהגדרת המונח "מערכת למסחר בניירות ערך" בסעיף 44לא, שנוסחה כדלקמן:

**"מערכת רב־צדדית שבאמצעותה מתנהל מסחר בניירות ערך, בדרך של הפגשת פקודות קנייה ופקודות מכירה של ניירות ערך ושכלול עסקאות בין קונים ומוכרים של ניירות ערך, הפועלת בלא הפעלת שיקול דעת, על פי כללים שנקבעו מראש"**

אחד היסודות המהותיים בתחולת ההגדרה היא הגדרת "ניירות ערך", שכוללת את המכשירים הפיננסיים שהוזכרו קודם לכן, ולשונה כדלקמן:

**"ניירות ערך" – לרבות ניירות ערך שאינם כלולים בהגדרה שבסעיף 1 והם מכשיר פיננסי כהגדרתו בסעיף 44 יב".**

באשר ליסוד שכלול העסקאות, נציין כי אין הכוונה למימוש העסקה במובן של סליקה, שהיא במהותה שירות שלאחר המסחר (Post trade), אלא לכך שבורסות מאופיינות בכך שהן מציבות תשתית לקשירת עסקה מחייבת בין מוכרים ובין קונים בניירות ערך, ובין הצדדים משתכלל הסכם מחייב מבחינה משפטית לקנייה או למכירה של נייר הערך. ודוק – תהליכי הסליקה (Clearing and Settlement) הם חלק משלב המימוש (Closing) של העסקה, ואלה מבוצעות ברגיל בידי מסלקות ולא בידי בורסות.<sup>109</sup>

**התכליות העיקריות של החוק** בהקשר של חובת רישוי פעילות בורסאית הן הגנת ציבור המשקיעים ושמירה על יציבות הבורסה, ועל תקינות והוגנות המסחר בה. על תכליות אלו ניתן

---

<sup>107</sup> ראו עמדת סגל משפטית בעניין תחולה טריטוריאלית של תיקון 42 לחוק מיום 1.3.15, המפורסמת באתר הרשות. בנוגע לאופציות בינאריות פורסם לאחרונה תיקון לחוק, הקובע איסור לפנות גם ללקוחות מחוץ לישראל בלבד.

<sup>108</sup> חוק ניירות ערך (תיקון מס' 63), התשע"ז-2017.

<sup>109</sup> ראו תשובת סגל הרשות לפנייה מקדמית בעניין מערכת לדחיסת פורטפוליו (TriOptima) מיום 29.9.16.

ללמוד מהוראות החוק העוסקות בבורסה ומהאסדרה המקיפה הקיימת בתקנון הבורסה ובהנחיות מכוחו. האסדרה עוסקת בין היתר בנושאים כגון דרישות בנוגע לניהול הבורסה, דרישות ארגוניות וכללי ממשל תאגידי, כללי גישה ותנאי כשירות לחברים, חובות חברים כלפי הלקוחות, תחומי פעילות מותרים, שקיפות, רישום למסחר, ביצוע המסחר בבורסה ומחוץ לבורסה, עמלות, אכיפה ויציבות הבורסה. אסדרה מקיפה זו מלמדת על החשיבות הרבה שיש בפיקוח על הבורסה ובניהולה התקין וההוגן.<sup>110</sup>

לעניין זה יש לציין כי לבורסות חשיבות גדולה לשוק ההון ביצירת שוק משני המאפשר סחירות בניירות ערך ובכך לתרום להגדלת ההשקעות; קיימת חשיבות בשקיפות המידע בנוגע למסחר לביקוש ולהיצע; בנוסף מן ההסדרה עולה כי אחת התכליות נוגעת לשיקולים של פתיחת השוק למשתתפים מגוונים.

**תחולה טריטוריאלית** – ההתפתחויות הטכנולוגיות מאפשרות לקיים פעילות בורסאית במקום מסוים, גם אם הנוכחות הפיזית באותו מקום היא שולית, ואף אם לא קיימת נוכחות פיזית כלל. לכן המבחנים לקיומה של פעילות בורסאית אינם יכולים להתבסס על מיקומה הפיזי של הבורסה, שעה שהיא נגישה למשקיעים באמצעות מערכות מידע אינטרנטיות. מצד שני, ברור כי תחולת הדין הישראלי צריכה להיות מוגבלת לפעילויות בורסאיות הנוגעות לישראל, להבדיל מפעילויות בורסאיות המתקיימות ברחבי העולם ומפוקחות ביסודן על-ידי רגולטורים זרים. לאור האמור, על מנת לבחון קיומה של פעילות בורסאית בהתאם לתכלית החוק, יש לבחון את הזיקות השונות של אותה פעילות לישראל ולמשקיעים בה. עצם קיומו של פיקוח זר אינו מחליף את דרישות הדין המקומי והפיקוח מכוחו, ולכן פעילויות בינלאומיות של בורסות טעונות על פי רוב רישוי בכל מדינה ומדינה.

דוגמה לפעילות היוצרת זיקה של בורסה זרה לישראל היא פנייה של בורסה למשקיעים ישראלים (במובן של שידול), היוצרת זיקה של הבורסה לישראל. דוגמה נוספת קשורה לפעילות באמצעות חברי בורסה ישראלים – בפנייה מקדמית בעניין CMEG<sup>111</sup> ביקשה קבוצת בורסות לפנות לגופים ישראלים הפועלים בארץ בהצעה להיות חברים או סולקים בהן ולסחור בהן או לבצע סליקה באמצעותן. בתשובה לפנייה המקדמית צוין כי בכפוף לתנאים מסוימים אין מקום לחובת רישוי בבורסה בישראל. תנאים דומים נקבעו בתשובות לבורסות אחרות בישראל,<sup>112</sup> ולהלן עיקריהם:

א. הפעילות בישראל תוגבל למשקיעי קצה כשירים, הסוחרים עבור עצמם בלבד; לעניין זה משקיעים כשירים – משקיעים הנכללים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך, ובלבד שלא מדובר ביחידים.

<sup>110</sup> ראו פסק דינה של כב' השופטת רות רונן בעת"מ 26602/01/17 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך (מחוזי – ת"א), פסקאות 95 ו-96.

<sup>111</sup> ראו תשובת סגל הרשות לפנייה מקדמית בעניין CMEG מיום 1.7.14, המפורסמת באתר הרשות.

<sup>112</sup> ראו למשל תשובות סגל הרשות לפניות מקדמיות בעניין LSE, Montreal Exchange, BATS, Eurex Zurich, Swiss Exchange ו-Euronext, Turquoise, המפורסמות באתר הרשות.



- ב. פעילות השיווק לא תכלול פנייה או שידול משקיעים שאינם מנויים בסעיף א' לעיל. פעולות השיווק יופנו רק למשקיעים המנויים בסעיף א' לעיל, לאחר שזוהו ככאלו, ולא תכלול בין היתר כל פעולות שיווק פומביות, לרבות פרסומים באמצעי התקשורת בנוגע לבורסות;
- ג. השירותים שיוצעו למשקיעים ישראלים יכללו מסחר במכשירים פיננסיים שהוצעו ונסחרים בחו"ל, ולא יכללו ניירות ערך הנסחרים בבורסה בישראל או נגזרים על ניירות אלה, למעט ניירות ערך של תאגידים ישראלים דואליים הנסחרים בארץ ובחו"ל;
- ד. הפעילות בישראל תהווה חלק קטן ביותר מפעילותן הכוללת של הבורסות, לא תוצע למשקיעים בישראל פעילות שלהן (למשל, מסחר במכשיר פיננסי מסוים) שאינה מפוקחת על-ידי מי מגופי הפיקוח הנזכרים בפנייה, ולא תהיה לבורסות פעילות המיועדת או מותאמת במיוחד למשקיעים ישראלים.
- ה. כל ההוראות הניתנות בישראל יופגשו ויסקלו במערכות הבורסות מחוץ לישראל; עסקאות בין לקוחות הממוקמים בישראל לא יקוזזו בתוך ישראל.

במסגרתו של תיקון 63 הוסף לחוק סעיף 49א, הקובע כי "א(א) לא יפנה אדם בהצעה למתן שירותי מסחר בניירות ערך, באמצעות מערכת למסחר בניירות ערך, אלא אם כן המערכת מנוהלת בידי בורסה. (ב) על אף האמור בסעיף קטן (א), רשאי יושב ראש הרשות להתיר לאדם לפנות בהצעה למתן שירותי מסחר בניירות ערך באמצעות מערכת למסחר בניירות ערך המנוהלת בידי בורסה מחוץ לישראל כהגדרתה בסעיף 35ל, בתנאים שיקבע, אם מצא שאין בכך כדי לפגוע בענייניו של ציבור המשקיעים בישראל."

### רישיון מסלקה

במסגרת תיקון 63 נוסף לחוק סימן ג' לפרק ח' העוסק במסלקה. סעיף 50א(א1) קובע כי "לא יפתח אדם ולא ינהל מערכת סליקה אלא ברישיון שניתן לו לפי הוראות סימן זה". "מערכת סליקה" מוגדרת בסעיף 44ל לחוק כאחת מאלה:

- "(1) מערכת מרכזית שבאמצעותה מתבצעת סליקת עסקאות בניירות ערך;
- (2) מערכת הנותנת שירותי משמורת מרכזית (Central Securities Depository) של ניירות ערך ששוכלת לגביהם עסקה לראשונה;
- (3) מערכת המשמשת צד נגדי מרכזי (Central Counterparty) בעסקאות בניירות ערך; לעניין זה, 'צד נגדי מרכזי', בעסקה בניירות ערך – גורם המבטיח לצדדים לעסקה בניירות ערך את מימושה, בין השאר בדרך של מתן ערבות."

"סליקה" של עסקה בנייר ערך מוגדרת בסעיף 44ל לחוק כ"העברת נייר ערך או העברת התמורה בעדו, בהתאם לעסקה בנייר ערך". הגדרת ניירות ערך שהוזכרה לעיל לעניין בורסה חלה גם לעניין הגדרת מערכת סליקה, דהיינו לרבות מכשיר פיננסי כהגדרתו בסעיף 44ב.

הפרט הראשון בהגדרת מערכת סליקה מבטא את תפקידה של מערכת הסליקה בתחום הסליקה, קרי, ביצוע עסקה של נייר ערך, להבדיל מכריתת העסקה עצמה. כמו כן, הפרט מבטא את העובדה שמדובר בסוג של מערכת תשלומים המאפשרת העברה של ניירות ערך או התמורה בגינם או העברה של שניהם. הפרט השני בהגדרת מערכת סליקה מבטא את אופן הפעילות המקובלת של מערכות

סליקה המנהלות שירותי משמורת מרכזיים ומנהלות חשבונות בראש שרשרת המשמורת. כך למשל, מערכות סליקה מנהלות חשבונות לחברי המסלקה, שמצידם מעניקים שירותי משמורת ללקוחותיהם. העברת הבעלות בניירות ערך מתבצעת באמצעות זיכוי וחיוב חשבונות ניירות ערך של חברי המסלקה המנוהלים במערכות הסליקה. הפרט השלישי בהגדרה מתייחס לתפקיד אחר של חלק מן המסלקות, המשמשות כ-CCP (Central Counterparty), ובכך מצמצמות את סיכון הצד הנגדי של חברי המסלקה. **יסוד המרכזיות חוזר על עצמו בכל רכיבי ההגדרה, והיא משמשת כמאפיין כללי של הפעילות הנופלת להגדרה.**

תכליתה המרכזית של הסדרת חובת הרישיון של מסלקה היא שמירה על יציבות המסלקה, אמינות תהליך הסליקה והמשכיותו. מסלקות המשמשות כ-CCP יכולות להביא תועלת בצמצום אפקט ההדבקה במקרה של קריסת גוף פיננסי. אמינות תהליך הסליקה והמשמורת חיונית לקיום המסחר בניירות ערך.

לאור לשונה הרחבה של ההגדרה נקבעה בסעיף 50א(8) סמכות רחבה ליושב ראש הרשות, בהסכמת שר האוצר, לפטור ישות שעשויה ליפול להגדרה מתחולת חובת הרישיון. כך קובע הסעיף כי "סבר יושב ראש הרשות כי אין בכך כדי לפגוע בענייניו של ציבור המשקיעים, רשאי הוא, בהסכמת שר האוצר, לפטור חברה מסוימת המבקשת רישיון מסלקה, מההוראות לפי פרק זה כולן או חלקן, וכן להתנות מתן פטור כאמור בתנאים."

## תחולת חובות הרישוי של פלטפורמות המסחר והסליקה על פעילות במטבעות

### קריפטוגרפיים מבוזרים

שאלת תחולת חובות הרישוי של "זירת סוחר", "מערכת למסחר בניירות ערך" (המחייבת רישיון בורסה) ו"מערכת סליקה" (המחייבת רישיון מסלקה) על פעילות במטבעות קריפטוגרפיים נגזרת במידה רבה מתחולת הגדרת "מכשיר פיננסי" בסעיף 44 לחוק על מטבעות אלה. זאת בשל העובדה שזירת סוחר מוגדרת ביחס לפעילות ב"מכשיר פיננסי" ומפני שהגדרת "ניירות ערך" בסעיף 52 לחוק, הרלוונטית להגדרות "מערכת למסחר בניירות ערך" ו"מערכת סליקה", מפנה אף היא להגדרת "מכשיר פיננסי" בסעיף 44 לחוק.

כאמור בפרקים הקודמים, ישנו הבדל מהותי בין מטבעות קריפטוגרפיים שאינם מקנים זכויות נוספות מעבר לזכות להחזיק בהם, להעביר אותם או להשתתף בכרייתם ויכולים לשמש בעיקר כאמצעי חליפין (כמו ביטקוין ולייטקוין), לבין "טוקנים" (Tokens) אשר מקנים זכויות נוספות מעבר לכך.

**הקטגוריה הראשונה** בהגדרת "מכשיר פיננסי" עוסקת בניירות ערך כהגדרתם בסעיף 1 לחוק. לגבי מטבעות קריפטוגרפיים שיימצא כי הם עולים כדי "ניירות ערך" לענין סעיף 1 לחוק, הרי שפעילות בהם המקיימת את יתר רכיבי "זירת סוחר" תחייב את הגופים המפעילים פלטפורמות אלה ברישיון זירה; ופעילות בהם המקיימת את יתר רכיבי הגדרת "מערכת למסחר בניירות ערך" או "מערכת סליקה" תחייב את הגופים המפעילים פלטפורמות אלה ברישיון בורסה או מסלקה לפי העניין.

**הקטגוריה הרביעית** בהגדרת "מכשיר פיננסי" חלה על "הסכם או הסדר שערכו נגזר מערכם של מטבעות, סחורות (Commodities), שערי ריבית, שערי חליפין, מדדים או מכשיר פיננסי אחר". כאמור, היא נועדה לחול על מסחר בהסכמים והסדרים שנגזרים מערכם של מטבעות, סחורות ונכסי בסיס אחרים, ולא על המסחר הריאלי בנכסי הבסיס עצמם. כך, החקיקה לא נועדה להסדיר שירותי חלפנות של המטבעות עצמם, אלא לחול על מסחר במכשירים פיננסיים הנגזרים ממטבעות. השאלה אם הסכם לקנייה או למכירה של נכס הבסיס הוא מכשיר פיננסי הנגזר מערכו של נכס בסיס מתעוררת בכל מקום שבו נכס הבסיס לא נמסר פיזית לקונה באופן מיידי בעת סגירת העסקה. או אז עשוי ההסכם עצמו להפוך למושא המסחר בין הצדדים, בשונה מנכס הבסיס.

בדרך כלל, המטבעות הקריפטוגרפיים והטוקנים לא יפלו בעצמם לקטגוריה הרביעית בהגדרת "מכשיר פיננסי", והשאלה העיקרית לענייננו היא האם הסכם או הסדר שערכו נגזר מערכם של מטבעות אלה עולה כדי "מכשיר פיננסי" כהגדרתו בחוק. עם זאת, יש לציין כי ייתכנו מקרים שבהם המטבעות הקריפטוגרפיים עצמם יגלמו בתוכם באמצעות "חוזה חכם" מנגנון של הסכם או הסדר שערכו נגזר מערכם של נכסי בסיס אחרים, ולעתים מטבעות קריפטוגרפיים אחרים. או אז עשויים מטבעות קריפטוגרפיים אלה להיחשב בעצמם למכשירים פיננסיים מן הסוג הנכלל בקטגוריה הרביעית בהגדרת "מכשיר פיננסי", וזאת כתלות בשאלה האם הם נגזרים מנכסי בסיס שנכללים בקטגוריה זו.

המונחים "מטבעות", "שערי חליפין", "סחורות (commodities)" ו-"מדדים" אינם מוגדרים בחוק.

מכשירים פיננסיים שערכם נגזר מביטקוין הושקו באחרונה במספר בורסות בארצות הברית. כך, חוזים עתידיים על ביטקוין הושקו לאחרונה על ידי בורסת ה-CME בשיקאגו, שהיא בורסה גדולה ומבוססת לחוזים עתידיים ולסחורות בארצות הברית, הנתונה לפיקוח הרשות המוסמכת לעניין זה בארצות הברית, Commodity Futures -Trading Commission (להלן – "CFTC"). ה-CFTC הצהירה בשנת 2015 כי ביטקוין ומטבעות קריפטוגרפיים אחרים מוגדרים כסחורות ב-COMMODITY EXCHANGE ACT (1936)<sup>113</sup>. חוק זה מעגן בין היתר את סמכות הפיקוח של ה-CFTC ביחס לחוזים עתידיים, אופציות, חוזים הנגזרים מסחורות, חוזים ממונפים במטבע חוץ וסחורות, את דרישות הרישוי של המתוכים הנותנים שירותים ביחס אליהם, וכן מעניק ל-CFTC סמכויות מסוימות בנוגע למסחר בסחורות עצמן.

מבחינת **תכלית האסדרה** – אין סיבה להבחין בין הסכם שערכו נגזר ממטבע קריפטוגרפי (ובכלל זה טוקן - Token) ובין הסכם שערכו נגזר ממטבעות, סחורות, ניירות ערך או שערי חליפין אחרים לעניין הצורך ברישוי ובאסדרה של הגופים המציעים שירותי מסחר וסליקה בו. בשני המקרים מושא המסחר בין הצדדים אינו נכס הבסיס עצמו, אלא החוזה הפיננסי בין הצדדים שערכו נגזר מנכס הבסיס. כך לדוגמה, הסיכונים הגלומים בחוזה עתידי או בחוזה הפרשים על ביטקוין אינם פחותים מן הסיכונים הגלומים בחוזה עתידי על מטבעות, סחורות או שערי חליפין אחרים, ובמידה רבה מדובר בסיכונים גדולים יותר. לפיכך אין הצדקה שזירת סוחר המציעה מסחר בהסכמים שערכם נגזר מביטקוין לא תהיה כפופה לפיקוח ולאסדרה של זירות סוחר לחשבונו העצמי, בעוד זירות סוחר המציעות מסחר בהסכמים שערכם נגזר ממטבעות, מסחורות או משערי חליפין אחרים יהיו כפופות לרישוי ולאסדרה כאמור. בדומה לכך, אין הצדקה לכך שמערכת למסחר בניירות ערך או מערכת סליקה שמציעה שירותי מסחר או סליקה בהסכמים שערכם נגזר מביטקוין לא יהיו כפופות לפיקוח ולאסדרה החלים על מערכות כאמור המציעות שירותים בהסכמים שערכם נגזר ממטבעות, מסחורות או משערי חליפין אחרים.

מן העובדה שהמונחים מטבעות, שערי חליפין וסחורות לא הוגדרו בחוק, וכן מדברי ההסבר ומן הרקע החקיקתי להגדרת "מכשיר פיננסי" בחוק, עולה כי כוונת המחוקק הייתה לתת משמעות רחבה למונחים אלה, וכי אין מקום לתת למונחים אלה פרשנות דווקנית ומצמצמת. נראה כי למונח סחורות (commodities) יש לתת משמעות רחבה החלה על מוצרים שנהוג לראות בהם סחורות בשווקים הפיננסיים, בין אם ניכר בהם ממד מוחשי ובין אם ניכר בהם ממד של נכסים בלתי מוחשיים.

#### יישום לענייננו –

א. **ככל שמטבעות קריפטוגרפיים, ובכלל זה טוקנים יסווגו כניירות ערך כהגדרתם בסעיף 1 לחוק, הרי שהם כשלעצמם נחשבים למכשיר פיננסי, וכן ברור שהסכם או הסדר שנגזר מהם נכנס לגדרי הקטגוריה הרביעית להגדרת "מכשיר פיננסי", הכוללת בין היתר נכסי בסיס שהם "מכשיר פיננסי אחר".**

<sup>113</sup> U.S CODE 7.

ב. לדעת הוועדה, מבחינה לשונית ותכליתית, הסכמים שערכם נגזר ממטבעות קריפטוגרפיים, ובכלל זה טוקנים שלא יסווגו כניירות ערך לעניין ההגדרה בסעיף 1 לחוק, ייכללו בדרך כלל בקטגוריה הרביעית להגדרת "מכשיר פיננסי", בין משום שרואים מטבעות קריפטוגרפיים אלה כמטבע או כסחורה ובין משום שרואים בערכם הנקוב כנגזר מערכו של שער חליפין. למען הבהירות והוודאות המשפטית מוצע לעגן זאת גם בקביעה של שר האוצר על פי הסמכות הקבועה בסעיף 44ב(5) לחוק ניירות ערך.

ג. אין ללמוד מסיווגו של מוצר כנייר ערך או כמכשיר פיננסי כי הוא יאושר בהכרח למסחר בפלטפורמות המסחר השונות, ובכלל זה בבורסה. הדבר ייבחן במסגרת סמכות הרשות לקבוע את סוגי המכשירים שניתן לסחור בהם באמצעות הזירה ולאשר את תקנוני הזירות לפי סעיפים 44ג(ד) ו-44יח לחוק ניירות ערך, ובמסגרת סמכויות הבורסה והרשות הנוגעות לתקנוני הבורסה, הקבועות בין היתר בסעיף 48 לחוק ניירות ערך. בחינה כאמור תיעשה בהתאם לנסיבות של כל מוצר ובהתאם להתפתחויות שיהיו בתחום דינמי זה בארץ ובעולם.

## סוגיות לדיון

כאמור, פרק זה אינו כולל המלצות ליצירת מסגרת אסדרה חדשה, אך הציבור מוזמן להעיר גם בהיבטים אלה. בהקשר זה הוועדה תבקש לקבל את התייחסות הציבור לשאלה האם יש מקום ליצור תשתית אסדרתית לפלטפורמה ייעודית למסחר במטבעות קריפטוגרפיים הנחשבים ניירות ערך (בין אם כפלטפורמה מבוזרת ובין אם כפלטפורמה ריכוזית) בכפוף לבחינת הצורך בהתאמות בהסדרה.

כמו כן תבקש הוועדה לקבל את התייחסות הציבור לשאלה, האם יש מקום להחיל חלק מן ההסדרים בחוק ניירות ערך ביחס לפלטפורמות המסחר והסליקה הנותנות שירותים בקשר למטבעות קריפטוגרפיים, שיוכרע לגביהם שאינם נכללים בהגדרת ניירות ערך בסעיף 1 לחוק על פי המבחנים שהוזכרו בפרק העוסק בהצעה לציבור, או שאינם נכללים בהגדרת מכשיר פיננסי. כך למשל, האם יש מקום להכפיף במסגרת תיקון חקיקה עתידי את פלטפורמות המסחר והסליקה, המוגדרות בחוק ניירות ערך ונותנות שירותים במוצרי השקעה אלה, לאסדרה בחוק ניירות ערך בכפוף לבחינת הצורך בהתאמות נוספות באסדרה הקיימת. בנוסף, האם יש מקום להחיל את ההסדרה העתידית בנושא ברוקר – דילר על מתן שירותים במוצרי השקעה אלה.

יש לציין כי העלאת האפשרות לשקול הכפפת הפעילויות המפורטות לעיל לתחולת חוק ניירות ערך אין בה כדי להעיד על כך שהוועדה סבורה שיש מקום לייצר מסגרת אסדרה אשר תביא להנגשת השקעות הנוגעות למטבעות קריפטוגרפיים לציבור הרחב או להכוונת הציבור להשקעות אלה במסגרת מפוקחת. השאלה באשר למידת החשיפה הראויה לציבור צריכה להיבחן בהתאם להתפתחויות ולתובנות שיתגבשו לאור ההתפתחויות בזירה הבינלאומית ובארץ.

## תחולת חוק השקעות משותפות בנאמנות

קרן נאמנות היא מוצר שנועד לאפשר לציבור הרחב ליהנות מניהול מקצועי של כספו בעלויות נמוכות, וזאת בדרך של השקעה משותפת בניירות ערך והפקת רווחים משותפת מהחזקתם ומכל עסקה בהם.<sup>114</sup>

קרן הנאמנות מבוססת על הסכם בין מנהל קרן ובין נאמן. הקרן היא מאגר נכסים סגור, נכסיה מוקנים לנאמן ומנוהלים באמצעות ייפוי כוח בידי מנהל הקרן עבור המשקיעים. הקרן מורכבת מיחידות אשר כל אחת מהן מקנה למחזיק בה זכות שווה בנכסים וברווחים של הקרן.

קרן נאמנות כפופה להוראות חוק הקרנות העוסקות בהיבטים שונים, כגון דרישות גילוי, כללי השקעה המחייבים פיזור של ההשקעות והגבלת החשיפות המותרות, דרישות שונות לעניין הון עצמי וביטוח, כללי ממשל תאגידי, כישורים מקצועיים של נושאי משרה ועובדים ועוד. פעולה כמנהל קרן מחייבת אישור מאת הרשות, ונדרש גם פרסום תשקיף בהיתר הרשות על מנת להציע את יחידות הקרן לציבור.

סעיף 2 לחוק הקרנות קובע, כי הוראות החוק יחולו על כל הסדר שמטרתו השקעה משותפת בניירות ערך והפקת רווחים מהם, ואשר אינו מוסדר על פי דין אחר.

בסעיף קטן (ב) לסעיף האמור נקבע פטור מתחולת הוראות החוק בהתקיים שני תנאים מצטברים:

(1) מספר המשתתפים בהסדר כאמור אינו עולה על 50; (2) לא נעשתה פנייה לציבור.

החוק מתיר לקרנות נאמנות להשקיע גם באופציות ובחוזים עתידיים, כהגדרתם בסעיף 64(ב) לחוק הקרנות כנייר ערך:

"אופציה" – מוגדרת כהתחייבות המקנה לרוכש אותה זכות לקנות או למכור את הנכס נשוא ההתחייבות באופציה במחיר המימוש, או לקבל את ההפרש בין מחיר המימוש לבין שווי נכס הבסיס, והכל במועדים ובתנאים הנקובים באופציה;

"חוזה עתידי" – מוגדר כהתחייבות למסור או לקבל בעתיד הפרשי שער מטבע חוץ, הפרשי מדד, הפרשי ריבית, נכס או מחיר נכס, וזאת בכמות, במועד ובתנאים הנקובים בהתחייבות.

חוק הקרנות תוקן לאחרונה על מנת שיכלול מסגרת פיקוחית מתאימה לתעודות הסל, ואלה יהפכו להיות קרנות סל. במסגרת תיקון **קרנות הסל**<sup>115</sup> הורחבה תחולתו של החוק גם ל"הסדר מסוג שקבע השר שמטרתו השקעה משותפת במטבעות והפקת רווחים משותפת מהחזקתם ומכל עסקה בהם", וכן ביחס לתעודות התחייבות שתשואתן נגזרת ממחירי סחורות (על כך ראה בהמשך).

תעודות הסל משמשות מכשיר השקעה מרכזי למשקיעים שמבקשים לעקוב אחר נכס מעקב, הן משקיעים מן הציבור והן משקיעים מוסדיים. נכס המעקב יכול להיות מדד ניירות ערך (כגון מדד

<sup>114</sup> סעיף 2 לחוק הקרנות.

<sup>115</sup> ב-3 באוגוסט 2017 פורסם ברשומות חוק השקעות משותפות בנאמנות (תיקון מס' 28), התשע"ז-2017. בסעיף 31 לתיקון החוק האמור נקבע כי הוא יכנס לתוקף ביום כניסתו לתוקף של תקנות על פיו

ת"א-125), סחורות (כגון זהב), מטבעות (כגון דולר ארה"ב), שילוב של נכסים וכיוצא באלו. כיום תעודת הסל היא סוג של תעודת התחייבות, המוצעת לציבור לפי חוק ניירות ערך. תיקון קרנות הסל עתיד לשנות את המשטר הרגולטורי החל על תעודות הסל, מאסדרה לפי חוק ניירות ערך כתעודות התחייבות לאסדרה לפי חוק השקעות משותפות, כקרנות נאמנות שיחידותיהן נסחרות בבורסה והינן מוצר מפוקח, הדומה בבסיסו ל-ETF המקובל בחו"ל, שיכונה "קרן סל". קרנות הסל יהיו קרנות נאמנות העוקבות אחר תשואת נכס מעקב, אך ככל קרן, ובניגוד לתעודות הסל המתחייבות להשיג את תשואת המדד הנעקב, קרנות הסל אינן מתחייבות לתשואת המדד, אלא משיאות את התשואה שהשיגו בפועל (Best effort). הבדל משמעותי נוסף הינו שבתעודת סל הנכסים המגבים את ההתחייבות ופירותיהם שייכים למנפיק, ואילו בקרן סל הנכסים מוקנים לנאמן עבור בעלי היחידות. לאור השינוי הצפוי בקרב, אשר בשלו ענף תעודות הסל יחדל מלהתקיים, לא יתייחס דוח זה לנושא של אפשרות החשיפה למטבעות קריפטוגרפיים באמצעות תעודות סל, או להסדרה נדרשת של מכשיר תעודות הסל בהקשר של מטבעות קריפטוגרפיים.

### **השקעה ישירה של קרנות נאמנות וקרנות סל במטבעות קריפטוגרפיים**

כאמור, סעיף 2 לחוק הקרנות קובע, כי הוראות החוק יחולו על כל הסדר שמטרתו השקעה משותפת בניירות ערך, לרבות אופציות וחוזים עתידיים והפקת רווחים מהם, אשר אינו מוסדר על פי דין אחר.

כפי שפורט בהרחבה במסמך זה, קיים מנעד רחב של סוגי מטבעות קריפטוגרפיים. חלקם ניירות ערך לכל דבר, ואילו במטבעות אחרים מורכב יותר להכריע אם מדובר בנייר ערך או בנכס אחר. ניתן לבחון את תחולת חוק הקרנות על השקעות משותפות במטבעות קריפטוגרפיים לאור הכללים המנחים הבאים:

א. ככלל, הסדר שמטרתו השקעה משותפת במטבע קריפטוגרפי שהוא נייר ערך כהגדרתו בסעיף 1 לחוק הקרנות, נכנס באופן עקרוני לתחולת חוק הקרנות, באין דין אחר המסדיר השקעה משותפת מסוג זה.<sup>116</sup>

ב. הסדר שמטרתו השקעה משותפת במטבע קריפטוגרפי שאינו נייר ערך באופן ישיר, לא ייכנס לגדר סעיף התחולה, ומכאן שחוק הקרנות בנוסחו כיום אינו חל עליו. על אף האמור, בפועל לא ניתן להשקיע עבור קרן נאמנות באופן ישיר במטבע קריפטוגרפי מכל סוג שהוא (נייר ערך או שאינו נייר ערך) בשל מגבלות שונות המוטלות על ניהול קרן לפי החוק. העיקרית שבהן היא ההוראה בדבר נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן. בסעיף 59 לחוק הקרנות מוגדרת רשימה סגורה של נכסים שמותר למנהל קרן להחזיק בקרן: ניירות ערך וניירות ערך חוץ הנסחרים בבורסה (בכפוף לחריגים מועטים), אופציות, חוזים עתידיים, מטבע חוץ (המוגדר כ"מטבע שהוא הילך חוקי במדינה כלשהי ואינו מטבע ישראלי"), מזומנים ונכס אחר שקבע שר האוצר בתקנות, והכול בתנאים ובשיעורים שקבע. בורסה מוגדרת כ"בורסה כהגדרתה בחוק ניירות ערך" או "בורסה מחוץ לישראל שקיבלה

<sup>116</sup> כמובן בתנאי שלא מתקיימים לגבי החריגים לתחולה המנויים בסעיף 2(ב) לחוק, ואשר פורטו לעיל.

אישור מידי מי שרשאי לתת על פי דין במדינה שבה היא פועלת". על פי הרשימה, לרבות רשימה שקבע השר מכוח סמכות זו,<sup>117</sup> לא ניתן להחזיק באופן ישיר בסחורות. כיום רשימה זו לא כוללת פריט שניתן לכלול בו מטבעות קריפטוגרפיים.

בתיקון קרנות הסל, הצפוי להיכנס לתוקף במהלך שנת 2018, ניתנה לשר האוצר סמכות להתקין תקנות המרחיבות את תחולת חוק הקרנות גם על הסדר שמטרתו השקעה משותפת במטבעות והפקת רווחים משותפת מהחזקתם ומכל עסקה בהם. בתקנה 2 בטיטת התקנות המוצעות מכוח סמכות זו<sup>118</sup> נקבע כי הוראות חוק הקרנות יחולו על תעודת התחייבות המקנה למחזיק בה זכות לקבלת תמורה הנגזרת ממחירם של מטבעות.<sup>119</sup> במקביל לתיקון חוק הקרנות, תוקן בתיקון עקיף גם סעיף 1א35 לחוק ניירות ערך.<sup>120</sup> התיקון מוציא מחוק ניירות ערך תעודת התחייבות שמטרתה השקעה משותפת או הפקת רווחים משותפת המקנה למחזיק בה זכות לקבלת תמורה הנגזרת ממחירם של מדד ניירות ערך, **סחורות** או חוזים עתידיים, וקובע כי **יחולו עליה הוראות חוק הקרנות**. בהתאם, סעיף 1 לתיקון קרנות הסל כולל בהגדרת קרן מחקה קרן שיעודה השגת תוצאות הנגזרות משיעור השינוי במחיר מדד או סחורה. לאור האמור, על פניו, נראה כי תעודת התחייבות שמקנה למחזיק בה תשואה הנגזרת מערכם של מטבעות קריפטוגרפיים (בין אם ייחשבו כנייר ערך ובין אם ייחשבו כסחורה) ייכללו בהמשך בתחולת החוק.

כמוסבר לעיל, בסעיף 59 לחוק הקרנות ובתקנות מכוחו מוגדרת רשימה סגורה של נכסים שמותר למנהל קרן להחזיק בקרן. רשימה זו אינה כוללת כיום מטבעות קריפטוגרפיים. היינו, לא ניתן היום להחזיק בקרן בנכסים אלה. כדי לאפשר לקרנות להחזיק במטבעות קריפטוגרפיים באופן ישיר תידרש חקיקת משנה.

### **השקעה של קרנות נאמנות וקרנות סל בנגזרים על מטבעות קריפטוגרפיים**

מנהל קרן אינו רשאי אפוא להשקיע במטבעות קריפטוגרפיים במישרין. אופציה או חוזה עתידי הנגזרים מערכו של מטבע קריפטוגרפי עשויים להיכלל בהגדרות הרלוונטיות הקבועות בסעיף 64 לחוק הקרנות. עם זאת, בתקנות השקעות משותפות בנאמנות (אופציות, חוזים עתידיים ומכירות בחסר (התשס"א-2001), קבועים שני תנאים מצטברים שבהם יהיה מנהל קרן רשאי לקנות, למכור או ליצור אופציה או חוזה עתידי בעד קרן שבניהולו של מנהל קרן: (1) האופציה והחוזה נסחרים בבורסה. (2) אם הבורסה היא מחוץ לישראל, על ועדת ההשקעות של מנהל הקרן להשתכנע כי מתקיימת באופציה או בחוזה סחירות מספקת ויכולת לממשם, וזאת בשים לב לאלה: עלויות המימוש; מחזור המסחר היומי; מספר החוזים העתידיים בעלי אותו נכס בסיס הנסחרים באותה

---

<sup>117</sup> תקנה 2 לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים), התשנ"ה-1994 (להלן – תקנות הנכסים)

http://www.isa.gov.il/nקיפה/אכיפה/20http://www.isa.gov.il/legislation/Rules%20under%20the%20supervision%20authori-ty/86/Documents/IsaFile\_0212143.pdf

<sup>118</sup> הצעת תקנות השקעות משותפות בנאמנות (קרנות מחקות), התשע"ח-2017 (להלן – "תקנות קרנות מחקות"), [כפי שפורסמו באתר הרשות](#)

http://www.isa.gov.il/Mutual\_Funds/1403/1923/hazaa%20tikun%20hok%20hashk-aot/Documents/03102017\_3.pdf

<sup>119</sup> בהתקיים שלושה תנאים מצטברים, תעודות התחייבות העוקבות אחר מטבע לא יעברו לחוק הקרנות וישארו במשטר של גילוי תחת חוק ניירות ערך: (1) הנכסים המגבים את ההתחייבות הם פיקדונות בבנק בישראל או בחו"ל בלבד; (2) ניהול הנכסים אינו כולל קבלת החלטות השקעה תוך הפעלת שיקול דעת, ותחלופת הנכסים תהיה במועדים ועל פי כללים שייקבעו בתשקיף; (3) פדיון יהיה רק במועדי תחלופת נכסים כקבוע בתקנות.

<sup>120</sup> סעיף 29 לתיקון קרנות הסל.



עת באותה בורסה מחוץ לישראל הניתנים לקנייה; היחס בין מחיר מימוש האופציה לבין מחיר נכס הבסיס; קיומם של מספר עושי שוק פעילים בחוזה העתידי או באופציה. כמו כן, בתקנות נקבעו מגבלות כמותיות על החזקת אופציות וחוזים בקרן, יצירת אופציות וחוזים בעבור קרן ועל החשיפה שניתן ליצור לקרן באמצעות מכשירים אלה.

לעניין יצירת חשיפה בקרן למטבעות קריפטוגרפיים באמצעות נגזרים, עמדת סגל רשות ניירות ערך היא כי על מנהל קרן נאמנות להציב לנגד עיניו, במשנה תוקף, את חובות האמון והזהירות החלות עליו עת הוא שוקל לחשוף את המשקיעים למוצרי השקעה מורכבים מעין אלה, שהמידע עליהם מוגבל ושלאופייניים בתנדטיות גדולה מאוד ואקראית. הוועדה ממליצה כי הרשות תשקול את הצעדים שיש לנקוט בעניין אפשרות החשיפה למטבעות קריפטוגרפיים באמצעות מכשירים נגזרים.

## סוגיות לדיון

הוועדה מבקשת לקבל את התייחסות הציבור לשאלה אם יש מקום לאפשר ולהסדיר השקעות משותפות בנאמנות בתחום המטבעות הקריפטוגרפיים:

1. האם יש מקום לתקן את החקיקה הקיימת ו/או לשקול אימוץ פרשנויות, אשר יצרו מסגרת משפטית שתחיל את חוק הקרנות על הסדרי השקעה משותפת בתחום המטבעות הקריפטוגרפיים?

אם התשובה לשאלה הראשונה חיובית –

2. האם יש מקום להבחין באסדרה כאמור בין סוגי מטבעות קריפטוגרפיים שונים דוגמת מטבעות שיוכרו כניירות ערך ומטבעות שלא יוכרו כניירות ערך, סחורות ומטבעות?

3. האם יש מקום לתקן את הדין הקיים כך שיתאפשר לקרן להשקיע באופן ישיר במטבעות קריפטוגרפיים, האם יש לקבוע מגבלות חשיפה למטבעות קריפטוגרפיים לקרן והאם יש להבחין בין חשיפה באמצעות החזקה ישירה במטבעות לבין חשיפה באמצעות נגזרים על נכסים אלו?

יש לציין כי בהצעה לשקול להכניס הסדרי השקעה משותפת בנכסים אלה לתחולת חוק הקרנות, אין כדי להעיד על כך שהוועדה סבורה שיש מקום לאפשר השקעות הנוגעות למטבעות קריפטוגרפיים לציבור הרחב באמצעות קרן נאמנות. מדובר בתחום פעילות שנמצא בחיתוליו ומאופיין בתנדטיות רבה ובאקראיות. השאלה באשר למידת החשיפה הראויה להשקעות אלה בקרן נאמנות תיבחן בבוא העת בהתאם להתפתחויות ולתובנות שיתגבשו לאור ההתפתחויות בזירה הבינלאומית ובארץ. על מנהל קרן נאמנות, היום, במסגרת המגבלות החלות עליו, ובכל תרחיש והתפתחות שיהיו לעניין זה, להציב לנגד עיניו במשנה תוקף את חובות האמון והזהירות החלות עליו עת הוא שוקל לחשוף את המשקיעים לתחום זה.

## תחולת חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול

### תיקי השקעות

חוק הייעוץ נועד להבטיח את רמת השירות המקצועי של יועצים, משווקים ומנהלים של תיקי השקעות, לפקח על עבודתם, למזער ככל האפשר מצבים של ניגוד עניינים בין חובת הנאמנות כלפי הלקוחות לבין האינטרסים שלהם או של הגופים להם הם כפופים – והכול במטרה להגן על הלקוח. החוק מסדיר את העיסוק בייעוץ השקעות, בניהול תיקי השקעות ובשיווק השקעות. הוראות החוק הן קוגנטיות ואינן ניתנות להתניה ויותר בהסכם שבין הצדדים, למעט כאשר החוק מתיר זאת במפורש.

מי שמנהל תיקי השקעות מבצע עסקאות, לפי שיקול-דעתו, בחשבונם של אחרים, קרי לקוחותיו. מנהל תיקים פועל על-פי הרשאה שלקוחותיו נותנים לו, ובהתאם להרשאה זו קונה ומוכר ניירות ערך ונכסים פיננסיים בשם של לקוחותיו, בחשבונות על שם, לפי שיקול-דעתו העצמאי. היקף שיקול-דעתו של מנהל תיק ההשקעות תלוי בהסכם שבינו לבין הלקוח, והוא משתנה ממקרה למקרה. לעומת זאת, יועץ השקעות ומשווק השקעות עוסקים במתן ייעוץ ללקוח, ואת החלטות ההשקעה עושה הלקוח בעצמו.

המושג "ייעוץ השקעות" מוגדר בחוק הייעוץ: "מתן ייעוץ לאחרים בנוגע לכדאיות של השקעה, החזקה, קניה או מכירה של ניירות ערך או של נכסים פיננסיים". "שיווק השקעות" מוגדר כמתן ייעוץ לאחרים בנוגע לכדאיות של השקעה, החזקה, קנייה או מכירה של ניירות ערך או של נכסים פיננסיים, כשלנותן הייעוץ יש זיקה לנכס פיננסי. "זיקה" של אדם לנכס פיננסי, לפי הגדרת חוק הייעוץ, היא אחד ממצבים אלה: 1. הנכס הפיננסי הוא בניהולו של אותו אדם או שהונפק או שהוצא על ידו. 2. אותו אדם או אחר מטעמו או בעבורו זכאי במישרין או בעקיפין לטובת הנאה (למעט חריגים מסוימים) שלא מהרוכש או מהמחזיק של הנכס הפיננסי בקשר עם ביצוע העסקה בנכס הפיננסי או בקשר עם המשך החזקתו. החובות העיקריות החלות על ייעוץ השקעות חלות גם על שיווק השקעות. ההבדל העיקרי הוא שמשווק ההשקעות רשאי להעדיף מוצר שיש לו זיקה ביחס אליו על פני מוצרים מתאימים אחרים.

חוק הייעוץ מגדיר את המוצרים הפיננסיים שפעילות בהם מחילה את החוק, ולהלן ההגדרות הרלוונטיות:

"ניירות ערך" – כהגדרתם בסעיף 1 לחוק ניירות ערך, למעט ניירות ערך שאינם רשומים למסחר בבורסה ומוצרי מדדים, לרבות ניירות ערך המונפקים על ידי הממשלה וניירות ערך חוץ (ניירות ערך הרשומים למסחר בבורסה מחוץ לישראל או בשוק מוסדר מחוץ לישראל), או כפי שיקבע שר האוצר, בהתייעצות עם הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת;

"נכסים פיננסיים" – יחידות כהגדרתן בחוק השקעות משותפות, מניות או יחידות של קרן הרשומה מחוץ לישראל, אופציות, חוזים עתידיים, מוצרים מובנים, מוצרי מדדים וכן קרנות השתלמות, או כפי שיקבע שר האוצר, בהתייעצות עם הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת;

"מוצר מובנה" – השקעה, בין בפיקדון ובין בדרך אחרת שהתשואה עליה או הסיכון הכרוך בה נקבעים על פי נוסחה המבוססת על שינויים באחד או יותר מאלה:

- (1) מדד או מספר מדדים ;
- (2) מחיר של נייר ערך או של מספר ניירות ערך ;
- (3) מחיר של סחורה או של מספר סחורות ;
- (4) מחיר של אופציות או של חוזים עתידיים ;
- (5) ריבית או הפרשים בין שערי ריבית שונים ;
- (6) שערי חליפין או הפרשים בין שערי חליפין שונים ;

למעט השקעה המבטיחה, באופן בלתי מותנה, את תשלום הקרן בשינויים הנובעים מפסקאות (1) או (2) שלהלן, אם נקבעו בתנאי ההשקעה, וכן באופן בלתי מותנה את התשלום כאמור בפסקה (3) שלהלן, אם נקבע כזה, ובלבד שאם ניתנה ברירה בין שניים או יותר מהמנויים להלן יובטח תשלום לפי הגבוה מביניהם :

- (1) הפרשי מדד, שאינו מדד ניירות ערך ;
- (2) הפרשי שערי מט"ח ;
- (3) ריבית קבועה או משתנה.

שר האוצר, בהתייעצות עם הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, רשאי לקבוע השקעות שעל אף האמור לעיל נכללות בהגדרה זו או שאינן נכללות בה.

### **תחולת חוק הייעוץ על פעילות ייעוץ וקבלת החלטות השקעה ביחס למטבעות**

#### **קריפטוגרפיים**

האם ובאיזו מידה חלות חובות הרישוי מכוח חוק הייעוץ, ועם הרישוי, גם החובות האחרות מכוחו, על מתן ייעוץ בקשר עם השקעה במטבעות קריפטוגרפיים או על שירות של קבלת החלטות השקעה לפי שיקול דעת במטבעות כאמור עבור אחרים?

כמוסבר לעיל, חובת הרישוי לפי החוק חלה על פעילויות של מתן ייעוץ וניהול תיקים בנוגע לעסקה בניירות ערך או בנכסים פיננסיים.

ההגדרות "ייעוץ השקעות" ו"נכס פיננסי" שבחוק הן רחבות ומתיישבות עם פרשנות תכליתית של תחולת החוק. כדי לבחון אם שירות מסוים כפוף לחוק וחייב רישוי על פיו, נדרש לבחון שני היבטים עיקריים: מהות השירות וביחס לאיזה נכס הוא ניתן.

האם מטבעות קריפטוגרפיים הם נכסים מן הסוג שמתן שירותים לפי החוק נתפס בתחולתו? לשם כך יש לבחון אם ובאילו נסיבות מטבע קריפטוגרפי הוא נייר ערך או נכס פיננסי.

נבחן את האפשרויות השונות:

כאמור, הגדרת ניירות ערך אינה כוללת ניירות ערך שאינם נסחרים בבורסה. לפיכך, בנסיבות בהן יראו את המטבע הקריפטוגרפי כנייר ערך, הוא ייכנס לתחולת החוק רק ככל שייסחר בבורסה (במקרה של נייר ערך חוץ, בבורסה או בשוק מוסדר).

הגדרת "נכסים פיננסיים" בחוק כוללת יחידות של קרנות נאמנות, מניות או יחידות של קרן הרשומה מחוץ לישראל, אופציות, חוזים עתידיים, מוצרים מובנים, מוצרי מדדים וכן קרנות השתלמות או כפי שיקבע שר האוצר באישור ועדת הכספים של הכנסת. הגדרת "אופציה" ו"חוזה עתידי" בחוק הייעוץ מפנה להגדרתם בחוק הקרנות. הגדרות אלה אינן מוגבלות לנכסי בסיס מסוימים, ולפיכך גם מטבע קריפטוגרפי עשוי לשמש כנכס בסיס למכשיר נגזר שהוא אופציה או חוזה עתידי. שירותים ביחס למכשיר כאמור ייחשבו כ"ייעוץ השקעות" או "ניהול תיק השקעות" על פי חוק הייעוץ, על כל המשתמע מכך.

למעט נגזר על מטבע קריפטוגרפי, לא נראה שמטבע הקריפטו בפני עצמו נתפס באיזו מן החלופות האחרות של נכס פיננסי – שלא כנכס בסיס של אופציה או של חוזה עתידי – ולפיכך כשלעצמו, אם אינו נייר ערך נסחר, הוא אינו נכס ששירות ביחס אליו נתפס בחוק.

שער חליפין בפני עצמו גם הוא אינו בגדר נכס שיייעוץ בקשר אליו נתפס בחוק, ואולם בהתאם להגדרת "מוצר מובנה" בחוק הייעוץ, השקעה, בין בפיקדון ובין בדרך אחרת שהתשואה עליה או הסיכון הכרוך בה נקבעים על פי נוסחה המבוססת על שינויים בשער חליפין, נתפסת בהגדרת "נכס פיננסי", כפי שהובאה במלואה לעיל. לכן מתן שירות ביחס להשקעה כאמור הוא בגדר מתן שירות שחוק הייעוץ חל עליו.

באשר להיבט של מהות השירות –

הגדרת ייעוץ השקעות בחוק היא כאמור רחבה, בהתאם לתכליתו להקיף סוגים שונים של ייעוץ. "ייעוץ" יכול להינתן "בין במישרין ובין בעקיפין, לרבות באמצעות פרסום, בחוזרים, בחוות דעת, באמצעות הדואר, הפקסימיליה או בכל אמצעי אחר".<sup>121</sup>

כאשר ניתן ייעוץ על מטבע קריפטוגרפי, תוך שמהלך הייעוץ כולל גם התייחסות לנכס פיננסי או לנייר ערך, היינו "ייעוץ השקעות" כהגדרתו בחוק הייעוץ, החוק חל גם כאשר המטבע הקריפטוגרפי עצמו אינו נייר ערך או נכס פיננסי לפי החוק – כך לפי פרשנות שקבע בית המשפט.<sup>122</sup> זאת כאשר השירות ניתן על ידי בעל רישיון כחלק משירותיו, גם אם לא ניתן יחד עם שירות ביחס לנכסים שהחוק חל עליהם. במילים אחרות, אם בנסיבות מסוימות בוחר בעל הרישיון ליעץ ללקוחו על נכס שאינו נתפס בחוק **בלבד**, כמו נייר ערך לא נסחר, או נכס אחר שלא נכנס בהגדרות החוק, גם אז יתפס בתחולת החוק וכפוף לחובות ולאיסורים על פיו.

לאור מורכבותם של המטבעות הקריפטוגרפיים והטכנולוגיה הכרוכה ברכישתם, העברתם והשימוש בהם, עשויות להתעורר שאלות נוספות בהיבט של מאפייני השירותים בנוגע אליהם, כמו לעניין הפנייה לרכישה ולסיוע: האם הפנייה למקומות שבהם ניתן לרכוש מטבעות קריפטוגרפיים וסיוע טכני בכל הכרוך ברכישתם, כמו פתיחת ארנק דיגיטלי, נתפסים בגדר ייעוץ השקעות (בהתעלם מהיבט מאפייני הנכס). אלה שאלות שלא נדונו לעומק. לפי שעה, ניתן לומר כי אין לראות הפניה למקומות שבהם ניתן לרכוש מטבע קריפטוגרפי כ"ייעוץ השקעות" לפי חוק הייעוץ, אם

<sup>121</sup> הגדרת "ייעוץ השקעות" בסעיף 1 לחוק הייעוץ.

<sup>122</sup> עש"א (ת"א) 25968-03-11 פלונית (חסוי) נ' מדינת ישראל (פורסם בנבו, 4.11.12).

ההפניה מסתכמת בהסבר טכני על מקומות ואופנים שבהם ניתן לרכוש מטבע קריפטוגרפי, כל עוד הדבר נעשה במענה לשאלה יזומה של לקוח.

### **השלכות ההכרעה אם שירותים ביחס למטבעות קריפטוגרפיים נכנסים לתחולת החוק ביחס למתן שירותים כאמור על בעלי רישיון**

כפי שכבר עלה מהנאמר לעיל, יועץ השקעות בעל רישיון רשאי ליעץ ללקוח ביחס למטבע קריפטוגרפי, בין שהוא נכס שחוק הייעוץ חל ביחס אליו ובין שלא, ויחולו כל חובותיו על פי החוק ביחס לשירות. חובת הזהירות החלה עליו לפי סעיף 20 לחוק הייעוץ מחייבת אותו לפעול במקצועיות, ובכלל זה לגבש המלצות על בסיס הבנה ומידע מספקים. מכאן עולה כי מצופה מבעל רישיון להימנע ממתן ייעוץ ביחס למטבעות קריפטוגרפיים, אם הוא נעדר את ההבנה וההתמצאות המספיקות. כמו כן, גם היקף המידע הקיים ביחס למטבעות יכתיב את מידת יכולתו של בעל הרישיון לתת שירותים ביחס אליו, תוך עמידה בחובות הזהירות החלות עליו.

**ביחס למנהל תיקים** – כל האמור לעיל ביחס לחובות הזהירות החלות על יועץ השקעות נכון, ובקל וחומר, גם ביחס למנהל תיקים השוקל לחשוף לקוח להשקעה במטבעות קריפטוגרפיים. ואולם, על מנהל תיקים חלה גם מגבלת ייחודיות עיסוק, וממנה נגזר לכאורה כי הוא לא רשאי לרכוש לתיק לקוח, על פי שיקול דעתו, נכסים שאינם נכנסים לגדר החוק, ובכללם מטבע קריפטוגרפי שאינו נייר ערך נסחר או נכס פיננסי לגבי נכסים כאמור רשאי מנהל תיקים לתת שירות של ייעוץ או שיווק השקעות. היינו, מנהל תיקים רשאי לתת ייעוץ או שיווק ביחס למטבע קריפטוגרפי רק במסגרת ניהול תיקים על פי החוק, ובצד רכישת נכסים שכן נכנסים לתחולת החוק. עולה מהדברים, כי מנהל תיקים לא רשאי לנהל עבור לקוח "תיק מטבעות קריפטוגרפיים" (שאינם ניירות ערך נסחרים).

לגבי מנהל תיקים מתעוררת שאלה נוספת, הקשורה באופן המשמורת של הנכסים. סעיף 22(3) לחוק מורה כי מנהל תיקים "ינהל עבור לקוח חשבון כספי, חשבון ניירות ערך ונכסים פיננסיים בתאגיד בנקאי, בבנק מחוץ לישראל, בחבר בורסה או אצל מי שרשאי לפי דין במדינה שבה הוא פועל לנהל בעבור לקוח חשבון כספי, חשבון ניירות ערך או נכסים פיננסיים". היינו, למנהל תיקים מותר לבצע פעולות בניירות ערך ובנכסים פיננסיים עבור לקוח רק בחשבון על שם הלקוח, ואם הוא מתנהל בארץ – רק בבנק או בחבר בורסה.<sup>123</sup> ככל שנראה במטבע קריפטוגרפי בנסיבות מסוימות נכס פיננסי לא ניתן לפעול בו עבור לקוח בארץ, מאחר שהוא לא יוחזק בחשבון בנק או אצל חבר בורסה. עם זאת, לגבי חשבון המנוהל בחו"ל – השאלה היא אם ישנם גופים המורשים על פי דין במדינתם להחזיק בנכסים כאמור עבור לקוחות.

---

<sup>123</sup> על סמך הוראה זו, מנהל תיקים לא רשאי לפעול עבור לקוח בזירת סוחר בארץ, שכן הדבר אינו עומד בדרישה לנהל חשבון עבור לקוח רק בבנק או אצל חבר בורסה. במסגרת תזכיר חוק תיקוני אכיפה בדיני ניירות ערך (תיקוני חקיקה), התשע"ח-2017, מוצע לתקן סעיף זה כך שמנהל תיקים יורשה להשקיע עבור לקוח גם בזירת סוחר בעלת רישיון.

## סוגיות לדיון

הוועדה מבקשת לקבל את עמדת הציבור ביחס להחלת חוק הייעוץ על תחום המטבעות הקריפטוגרפיים:

1. האם יש מקום להגדיר מטבע קריפטוגרפי ככס אשר רק בעל רשיון ייעוץ השקעות, שיווק השקעות או ניהול תיקים רשאי לייעץ לגביו (למעט במקרים בהם קיימים סייגים לתחולת חובת הרישוי על פי החוק) ובכפוף לכך שכל החובות החלות על בעלי רישיון כמו חובות אמון, זהירות, גילוי, התאמה לצורכי לקוח, תיעוד, דיווח וכו' יחולו.
2. האם נכון לאפשר למנהל תיקים לנהל ולהחזיק בתיק מנוהל מטבעות קריפטוגרפיים בהחזקה ישירה?

יש לציין כי בהצעה לשקול הכנסת פעילויות אלה לתחולת חוק הייעוץ, אין כדי להעיד על כך שהרשות סבורה שיש מקום לייצר מסגרת רגולטורית אשר תביא להנגשת השקעות הנוגעות למטבעות קריפטוגרפיים לציבור הרחב, או להכוונת הציבור להשקעות אלה במסגרת מפוקחת. שעה שמדובר בתחום פעילות שנמצא בחיתוליו ומאופיין בתנודתיות רבה ובאקראיות, על יועץ השקעות, משווק השקעות, מנהל תיקים ומנהל קרן נאמנות המפוקח על ידי הרשות, היום ובכל תרחיש והתפתחות שיהיו לעניין זה, להציב לנגד עיניו את חובות האמון והזהירות שלו במשנה תוקף עת הוא שוקל לחשוף את לקוחותיו לתחום זה. השאלה באשר למידת החשיפה הראויה לציבור, בין באמצעות מוצרי השקעה ובין בהיבט של ייעוץ השקעות ללקוח, תיבחן בבוא העת בהתאם להתפתחויות ולתבונות שיתגבשו לאור ההתפתחויות בזירה הבינלאומית ובארץ.

## סקירה בינלאומית

### הקדמה

בשנה האחרונה גבר במידה ניכרת גיוס כספים מהציבור באמצעות הנפקת מטבעות קריפטוגרפיים. על פי פרסומי רשויות ניירות ערך שונות שנסקרו, הליכי הנפקות אלו לא הושפעו מחוקי ניירות הערך במדינות שבהן התבצעו, ובפרט לא באו בהם לידי ביטוי החובות השונות הקשורות להנפקות של ניירות ערך. השאלה המרכזית שאיתה מנסות להתמודד חלק מרשויות ניירות הערך בעולם הינה האם מטבעות קריפטוגרפיים אלו, שניתנו למשקיעים עבור השקעתם, עולים כדי ניירות ערך מסוגים שונים כגון מניות, נגזרים או יחידות בקרנות להשקעה משותפת.

בסקירה זו נתייחס למסמכים העיקריים שפרסמו מספר מדינות בנוגע להליכי הנפקת מטבעות קריפטוגרפיים. **הפרק הראשון** מציג טבלה המתארת בקצרה את המצב הרגולטורי בחתך לפי מדינות. **הפרק השני** כולל את תמצית הפרסומים העיקריים בנושא. **הפרק השלישי** מסכם את הגישות השונות לנושא ואת הממצאים השונים שעלו. **נספח ב'** סוקר בהרחבה חלק מהפרסומים העיקריים.

מדינות שונות התייחסו למטבעות קריפטוגרפיים בשמות שונים, כגון מטבעות, מטבעות קריפטוגרפיים, טוקנים, מטבעות וירטואליים או מטבעות דיגיטליים. על מנת לא לפרש מונחים שנזכרו בפרסומי המדינות השונות שלא בהתאם לפרשנות של הרשות שפרסמה מסמך בנושא, המושגים בפרק זה תורגמו על פי המושגים המקוריים שבהם השתמשה הרשות הרלוונטית, ואין ללמוד מהם על פרשנות של רשות ניירות ערך בישראל למושגים אלו.

## סיכום הפרסומים בנושא

מספר ארגונים בינלאומיים פרסמו הצהרות ואזהרות בנושא. בין פרסומים אלו ניתן למצוא הצהרה של ארגון IOSCO (ארגון רשויות ני"ע הבינלאומי) שנשלחה לחברי הארגון בלבד (ולא פורסמה בפומבי), ושתי אזהרות של רשות ניירות ערך האירופית (ESMA) למשקיעים<sup>124</sup> ולחברות.<sup>125</sup> מספר מדינות, כגון ברזיל,<sup>126</sup> גרמניה,<sup>127,128</sup> הולנד,<sup>129</sup> רוסיה,<sup>130</sup> פולין,<sup>131</sup> מלזיה,<sup>132</sup> תאילנד,<sup>133</sup> גיברלטר,<sup>134</sup> ניגריה<sup>135</sup> ודובאי,<sup>136</sup> פרסמו אזהרות כלליות בדבר הסיכונים הכרוכים ב-ICO, מבלי להתייחס לתחולת חוקי ניירות הערך המקומיים ובלי להטיל מגבלות כלשהן. מדינות אחרות פרסמו מדריכים, ניירות היועצות או הגבלות כלשהן כמפורט להלן:

מס"ד	מדינה	הגדרה ל-ICO	התייחסות לסיכונים הקשורים ל-ICO	בחינת Case by Case	איסור מוחלט	מאפיינים להגדרת המטבע כנייר ערך	כתבי אישום שפורסמו	פרסום מדריך בנושא ICO	התייחסות לארגון חול רגולטורי
1	<a href="#">ארה"ב</a>	✓	✓	✓		✓	✓	✓	
2	<a href="#">אוסטרליה</a>	✓	✓	✓		✓		✓	
3	<a href="#">שווייץ</a>	✓		✓				✓	
4	<a href="#">סין</a>		✓		✓				
5	<a href="#">הונג קונג</a>					✓			
6	<a href="#">אנגליה</a>	✓	✓	✓				✓	
7	<a href="#">קנדה</a>	✓	✓	✓		✓		✓	
8	<a href="#">צרפת</a>	✓				✓			
9	<a href="#">ניו זילנד</a>	✓		✓		✓			
10	<a href="#">סינגפור</a>			✓		✓		✓	✓
11	דרום קוריאה <sup>137</sup>				✓				
12	גיברלטר	✓	✓						

<sup>124</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-829\\_ico\\_statement\\_investors.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-829_ico_statement_investors.pdf)

<sup>125</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-828\\_ico\\_statement\\_firms.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-828_ico_statement_firms.pdf)

<sup>126</sup> [http://www.cvm.gov.br/subportal\\_ingles/menu/internacional/ico\\_statement.html](http://www.cvm.gov.br/subportal_ingles/menu/internacional/ico_statement.html)

<sup>127</sup> [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2017/fa\\_bj\\_1711\\_ICO\\_en.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2017/fa_bj_1711_ICO_en.html)

<sup>128</sup> [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Meldung/2017/meldung\\_171109\\_ICOs\\_en.html;jsessionid=2C64002EAFD5445956A8BAC2D2B56C4D.1\\_cid363](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Meldung/2017/meldung_171109_ICOs_en.html;jsessionid=2C64002EAFD5445956A8BAC2D2B56C4D.1_cid363)

<sup>129</sup> <https://www.afm.nl/en/professionals/nieuws/2017/nov/risico-ico>

<sup>130</sup> [https://www.cbr.ru/eng/press/PR/?file=05092017\\_160022eng2017-09-05T15\\_59\\_51.htm](https://www.cbr.ru/eng/press/PR/?file=05092017_160022eng2017-09-05T15_59_51.htm)

<sup>131</sup> [https://www.knf.gov.pl/en/news?articleId=57368&p\\_id=19](https://www.knf.gov.pl/en/news?articleId=57368&p_id=19)

<sup>132</sup> [https://www.sc.com.my/post\\_archive/media-statement-on-initial-coin-offerings/](https://www.sc.com.my/post_archive/media-statement-on-initial-coin-offerings/)

<sup>133</sup> <http://www.sec.or.th/EN/Pages/FinTech/ICO.aspx>

<sup>134</sup> <http://www.gfsc.gi/news/statement-on-initial-coin-offerings-250>

<sup>135</sup> בנוסף, נאסר על בנקים ומוסדות פיננסיים להשתמש, להחזיק, לסחור או לעסוק במטבעות דיגיטליים – <https://www.cbn.gov.ng/Out/2017/FPRD/AML%20January%202017%20Circular%20to%20FIs%20on%20Virtual%20Currency.pdf>

<sup>136</sup> <https://www.dfsa.ae/MediaRelease/News/DFSA-Issues-General-Investor-Statement>

<sup>137</sup> <http://www.reuters.com/article/us-southkorea-bitcoin/south-korea-bans-raising-money-through-initial-coin-offerings-idUSKCN1C408N>



מחלקת המחקר של הבנק של פינלנד פרסמה "ניתוח כלכלי"<sup>138</sup> של מערכת התשלום של הביטקוין, שביצעו שלושה כלכלנים מאוניברסיטת קולומביה בארה"ב (שאינם מייצגים בהכרח את דעת הבנק), העוסק גם בהליך ה-ICO.

**ביפן** ניתן רישיון ל-15 פלטפורמות מסחר במטבעות או בטוקנים קריפטוגרפיים מרשות ניירות ערך המקומית (FSA).

**בצרפת**, לאחר היוועצות עם הציבור הוחלט על קידום רגולציה ייעודית במתווה של מתן היתר מקדים לביצוע ICO בהתאם לבחירת המנפיק. ככל שיבחר המנפיק לא לקבל היתר מקדים יהיה עליו לפרסם אזהרה בדבר העובדה כי הצעת הטוקנים לא קיבלה היתר מקדים מהרשות הצרפתית טרם ביצועה.

**בגיברלטר** הוחלט על קידום רגולציה ייעודית אך טרם ברור מה יהיו מאפייניה.

## תמצית הפרסומים העיקריים בנושא ה-ICO

### ESMA

ביום 13 בנובמבר 2017 פרסמה רשות ניירות ערך האירופית (ESMA) שתי הצהרות (Statements) בנושא ה-ICOs. ההצהרה הראשונה נועדה להזהיר את המשקיעים מפני הסיכונים הגלומים ב-ICOs.<sup>139</sup> ההצהרה השנייה ביקשה להתריע בפני החברות המעורבות בהליך ה-ICO בדבר הצורך שלהן לעמוד בחובות רגולטוריות.<sup>140</sup>

**להרחבה ביחס לפרסומים אלו ראו נספח ב'.**

### ארצות הברית

אין רגולטור יחיד העוסק בפיקוח ישיר ומקיף על תחום המטבעות הווירטואליים. כתוצאה מכך, ההתייחסות הרגולטורית לנושא זה מחולקת בין רגולטורים שונים, בהתאם לתחומי הפיקוח של כל רגולטור, כדלהלן<sup>141</sup>:

**הרגולטורים המפקחים על הבנקים המדינתיים**, מפקחים על פלטפורמות מסחר במטבעות וירטואליים (עסקאות spot), בעיקר באמצעות חוקים הקשורים להעברות כספים;

---

<sup>138</sup> ניתוח כלכלי של מערכת התשלום של הביטקוין, הבנק המרכזי של פינלנד –

[https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/14912/BoF\\_DP\\_1727.pdf;jsessionid=2F1E2EDBF1180739B5C13906CA99260E?sequence=1](https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/14912/BoF_DP_1727.pdf;jsessionid=2F1E2EDBF1180739B5C13906CA99260E?sequence=1)

<sup>139</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-829\\_ico\\_statement\\_investors.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-829_ico_statement_investors.pdf)

<sup>140</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-828\\_ico\\_statement\\_firms.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-828_ico_statement_firms.pdf)

<sup>141</sup>

[http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/backgrounder\\_virtualcurrency01.pdf](http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/backgrounder_virtualcurrency01.pdf)

רשות המיסים (IRS), מתייחסת למטבע וירטואלי כאל נכס הכפוף למס על רווחי הון (property  
; (subject to capital gains tax  
הרגולטור האחראי לאיסור הלבנת הון (FinCEN) מנטר עסקאות והעברות של מטבעות וירטואליים  
הנעשות לצורך הלבנת הון ;  
רשות ניירות הערך האמריקאית (SEC) נוקטת אמצעים כנגד גיוסי הון מהציבור שלא בהתאם  
לחוקי ני"ע (unregistered ICOs) ;  
רשות המסחר בחוזים עתידיים ובסחורות (CFTC) הכירה בשנת 2014 במטבעות וירטואליים  
כסחורה. משכך, מסחר בנגזרים אשר שווים נגזר משוויו של מטבע וירטואלי כפוף לפיקוח של ה-  
CFTC, כמו כן ל-CFTC סמכות לפעול במקרים בהם מתבצעות מניפולציות או תרמיות בנכס הבסיס  
עצמו (המטבע הווירטואלי).<sup>142</sup> להלן תיאור התייחסויות מרכזיות של ה-SEC ושל ה-CFTC לנושא  
המטבעות הווירטואליים.

### **(SEC) Securities and Exchange Commission**

א. ביום 25 ביולי 2017 פרסמה רשות ניירות הערך האמריקאית (SEC) עלון למשקיע<sup>143</sup> בנוגע ל-  
ICOs. העלון כולל הסבר על הליך ה-ICO, מהי טכנולוגיית הבלוקצייין (Blockchain), מהו מטבע  
או טוקן וירטואלי, מהי בורסה של מטבעות וירטואליים ומי מנפיק מטבעות מסוג זה. בהמשך  
מפורטות נקודות שעל המשקיע השוקל אם להשתתף בהליך ICO לתת עליהן את הדעת. לבסוף  
ישנה אזהרה על כך שהשקעה ב-ICO יכולה להגביל את האפשרויות לקבל פיצוי או לתבוע נזקים  
אם מתבצעת תרמית או גניבה. כן מצוין כי על אף האפשרות שהזכויות של המשקיע יהיו מוגנות  
על פי החוק הפדרלי, היכולת לממש אותן תהיה מוגבלת מאוד.

ב. באותו היום פורסם דוח חקירה של מחלקת אכיפה ב-SEC בנוגע למיזם The DAO.<sup>144</sup> הדוח  
מנתח את מקרה מכירת "טוקני ה-DAO", ובסופו קובעת ה-SEC כי מכירת טוקנים אלו עשויה  
להיות בגדר הנפקת ניירות ערך, וכי כל מקרה צריך להיבחן לגופו ובהתאם לנסיבותי (Case by  
Case). בהמשך לכך נבחנה השאלה האם The DAO וגורמים הקשורים לארגון זה הפרו את  
חוקי ניירות הערך של ארה"ב<sup>145</sup> בכך שגייסו 153 מיליון דולר מהציבור על ידי מכירת טוקנים  
למשקיעים לצורך השקעה משותפת בפרויקטים שונים שלא בהתאם לחוקי ניירות ערך. על פי  
הגדרת חוקי ניירות הערך בארה"ב ופסיקה רלוונטית, חוזה השקעה הינו "השקעת כסף במיזם  
משותף המלווה בציפיית המשקיע לרווח אשר יושג מהיוזמה או ממאמצי הניהול של אחרים"

<sup>142</sup> [http://www.cftc.gov/idc/groups/public/documents/file/labcfctc\\_primercurrencies100417.pdf](http://www.cftc.gov/idc/groups/public/documents/file/labcfctc_primercurrencies100417.pdf)

<sup>143</sup> U.S Securities and Exchange Commission, Investor Bulletin: Initial Coin Offerings 2017.  
<https://www.investor.gov/additional-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletin-initial-coin-offerings>

<sup>144</sup> U.S Securities and Exchange Commission, Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO 2017.

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

<sup>145</sup> <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf> וכן, ראה: <https://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>

An investment of money in a common enterprise with a reasonable expectation )  
(of profits to be derived from the entrepreneurial or managerial efforts of others  
בהתבסס על עובדות המקרה קבעה ה-SEC כי טוקני ה-DAO מהווים חוזה השקעה הנכלל  
בהגדרת ניירות ערך לפי חוקי ארה"ב. לפיכך, על המציע היה לרשום את ההצעה (או לעמוד  
בפטורים רלוונטיים לרישום), ומערכת מסחר הסוחרת בני"ע אלה, העומדת בהגדרתה של  
"בורסה" כקבוע בחוק, חייבת הייתה להירשם כבורסה לאומית (או לפעול בהתאם לפטורים  
רלוונטיים לרישום).

ג. ביום 29 בספטמבר 2017 הגישה ה-SEC כתבי אישום בבית המשפט המחוזי בברוקלין, ניו-יורק,  
כנגד איש העסקים מקסים זסלבסקי (Maxim Zaslavskiy) ושתי חברות המזוהות עמו (REcoin  
Group Foundation ו-DRC World), בטענה כי הונו משקיעים בביצוע של צמד ICOs  
המיוחסות לכאורה להשקעות בנדל"ן וביהלומים.<sup>146</sup>

ד. ביום 11 בדצמבר 2017 פרסם יו"ר ה-SEC הצהרה בנושא המטבעות הקריפטוגרפיים וה-ICOs,  
שעל אודותיה ציין כי היא בגדר עמדתו האישית, ואינה מייצגת בהכרח את עמדת ה-SEC או  
קומישנרים אחרים, וכן אין לראות בה דיון סופי בנושא או מסגרת להצעת חוק ביוזמת ה-SEC.  
בהצהרה פירט יו"ר ה-SEC את עמדתו הכללית בנושאים הללו וכיוון את דבריו לשתי קבוצות:  
קבוצת המשקיעים "מן היישוב" (Main Street Investors) וקבוצת מומחי השוק (Market  
Professionals). כן הציג היו"ר דוגמאות לשאלות שעל המשקיעים הבוחנים הזדמנויות  
השקעה במטבעות הקריפטוגרפיים או ב-ICOs לשאול טרם ההשקעה.

#### **להרחבה ביחס לפרסומים אלו ראו נספח ב'.**

ה. ביום 28 באוגוסט 2017 פרסמה ה-SEC אזהרה למשקיעים אודות חברות ציבוריות המפרסמות  
הודעות בקשר ל-ICO.<sup>147</sup> אזהרה זו אינה עוסקת במישרין ב-ICO, אלא בהודעות מיידיות של  
חברות ציבוריות על אירוע ICO, או על אירוע אחר הקשור לטוקנים, שנועדו להשפיע על מחיר  
המניה של החברה (הנסחרת). האזהרה מתייחסת לסיטואציות אפשריות שבהן חברות  
ציבוריות מצהירות הצהרות כוזבות כי המניות שלהן קשורות ב-ICO או כי הן עצמן עוסקות  
בהצעת טוקנים או מבצעות הצעה כזו. המטרה של ההצהרות הללו היא לנצל את תשומת הלב  
התקשורתית סביב ICOs כדי ליצור עניין סביב המניה ובאורח זה לנפח את ערכה למטרות  
Pump & Dump. ה-SEC מזהירה כאן כי היא עשויה לעצור מסחר במניות, ומודיעה כי אף  
עצרה מסחר במניות של חברות נסחרות שהפיצו או מפיצות מידע כוזב הקשור ל-ICO או  
להנפקת אסימונים בהקשר זה. האזהרה מפרטת רשימת נסיבות העשויה להוביל את ה-SEC  
לעצור את המסחר במניות של חברות כאמור:

<sup>146</sup> <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-185-0>

<sup>147</sup> [https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ia\\_icorelatedclaims](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ia_icorelatedclaims)

1. חוסר במידע עדכני, מדויק או נאות על החברה, לדוגמה, אם החברה לא הגישה דוחות תקופתיים במשך תקופה ממושכת;
  2. כאשר עולות שאלות לגבי מידת הדיוק של מידע ציבורי לגבי החברה, לרבות הודעות לעיתונות מטעם החברה ודוחות בעניין הסטטוס התפעולי של החברה או מצבה הפיננסי;
  3. כאשר עולות שאלות לגבי המסחר במניה, לרבות האם נעשה מסחר על ידי אנשי פנים בחברה, האם נעשו מניפולציות והאם ניתן לבצע סליקת עסקאות במניות.
- האזהרה גם מפנה למספר מקרים שבהם ה-SEC הפסיקה מסחר במניות של חברות שטענו כי הן מעורבות ב-ICO, והן: First Bicooin Capital Corp., CIAO Group, Strategic Global, Sunshine Capital.

1. בחודש ספטמבר 2017<sup>148</sup> החליטה ה-SEC להקים יחידת סייבר במסגרת מחלקת האכיפה של ה-SEC. יחידת הסייבר תתמקד בניטורן של התנהגויות בלתי-הולמות המיוחסות לאבטחת הסייבר ובהן: פעולות מניפולטיביות על השוק, הכוללות הפצת מידע מטעה למשקיעים באמצעות המדיה החברתית והאלקטרונית; פריצה למאגרי מידע סודיים על מנת להשיג מידע סודי ומהותי; הפרות מסוימות המיוחסות לטכנולוגיית הרישום המבוזר ול-ICO; התנהגות בלתי הולמת המבוצעת באמצעות השימוש ב"רשת האפלה" (Dark Web) (תוכן אינטרנטי בלתי קונוונציונלי הנמצא מחוץ לרשת הרגילה, שהגישה אליו מוגבלת); פריצות לחשבונותיהם האישיים של משקיעי הברוקראז'; איומי סייבר המתקשרים לפלטפורמות מסחר ולתשתיות אחרות החיוניות לתפקוד השוק.
2. ביום 25 באוקטובר 2017 הגיש אנדרו בייקר (Andrew Baker), יחיד אשר רכש 5000 טוקנים של חברת Tezos בעבור ביטקוין אחד, בקשה לאישור תובענה ייצוגית<sup>149</sup> בבית המשפט המחוזי סן פרנסיסקו, קליפורניה, כנגד Dynamic Ledger Solutions Inc. (החברה אשר בבעלותה קוד המקור של הפרויקט) ומספר נאשמים נוספים (ביניהם יזמי חברת Tezos). התהליך החל בעקבות הנפקת טוקנים שנויה במחלוקת של החברה, שעוררה חשד להפרת חוקי ניירות הערך הפדרליים והמדינתיים בארה"ב. פרויקט Tezos גייס בחודש יולי 2017 232 מיליון דולר באמצעות ICO (שעד 1 בנובמבר 2017 עלה שוויים לכ-475 מיליון דולר), והוא נחשב לגדול ביותר בהיקף הגיוס עד כה. לטענת התובע, הטוקנים שהונפקו הינם ניירות ערך, ולכן הפרו יזמי חברת Tezos מספר הוראות הנוגעות לחוקי ניירות הערך הפדרליים והמדינתיים ובהן: הצעה של ניירות ערך לציבור ללא תשקיף; הצגת מידע מטעה למשקיעים בנוגע לסיווג האמיתי של הטוקנים וכן בנוגע לאופי האמיתי של החברה; ביצוע הונאה בניירות ערך והתנהלות לא תקינה, הגובלת בהפרת הוראות התחרות ההוגנת. משרד עורכי הדין המייצג את התובעים טען כי כ-

<sup>148</sup> <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-176>

<sup>149</sup> [https://www.scribd.com/document/363391183/Tezo-s-Filing#from\\_embed](https://www.scribd.com/document/363391183/Tezo-s-Filing#from_embed)

30,000 אנשים קנו "Tezzies" או לחלופין "XTZ" (הטוקן של Tezos) בתמורה למטבעות קריפטוגרפיים, ואלה מבקשים כעת לבטל את הקנייה טרם הנפקת הטוקנים, ולפצותם בנוסף על נזקים נוספים שנגרמו להם. לאחר הגשת תביעה זו הוגשו תביעות נוספות בקשר לפרויקט Tezos.<sup>150</sup>

ח. ביום 1 בדצמבר 2017 הגישה יחידת הסייבר ב-SEC כתב תביעה<sup>151</sup> כנגד שני יזמים (Dominic Lacroix ו-Sabrina Paradis Royer) וכן כנגד חברה בבעלות Lacroix (PlexCorp) בחשד להונאה של משקיעים וכן בחשד להפרה של חוקי ניירות הערך הפדרליים והמדינתיים בארה"ב בשל גיוס כספים מלקוחות באמצעות הצעה ומכירה של טוקנים בשם PlexCoin, הנחשבים לניירות ערך, ללקוחות בכל העולם, ובין היתר ללקוחות בארה"ב.

בתביעה מאשימה ה-SEC כי החל בחודש אוגוסט 2017 ועד ליום הגשת התביעה גייסו הנאשמים כ-15 מיליון דולר מאלפי משקיעים בטענות שווא, וביניהן הבטחה לתשואה של 1,354% תוך פחות מ-29 ימים. ה-SEC טוענת כי הצעת הטוקנים אינה חוקית, מכיוון שניירות הערך הוצעו גם לציבור בארה"ב, וההצעה לא עמדה בדרישות הרישום או הפטור מרישום, כפי שנדרש ממנפיקי ניירות ערך לציבור בארה"ב. על מנת לחמוק מהחלת חוקי ניירות ערך על הטוקנים הללו, הנתבעים ניסו להגדיר את הטוקנים כ"מטבעות קריפטוגרפיים". לטענת ה-SEC, הטוקנים הם ניירות ערך כמוגדר בחוקי ניירות הערך הפדרליים בארה"ב.

ט. ביום 11 בדצמבר 2017 הוציאה ה-SEC צו להפסקת פעילות (Cease and Desist)<sup>152</sup> לחברה מקליפורניה בשם Munchee, שתכננה למכור טוקנים דיגיטליים למשקיעים באמצעות ICO, במטרה לגייס 15 מיליון דולר לשיפור אפליקציה מבוססת בלוקצ'יין לביקורת מסעדות. ככלל, מטרתה העיקרית של Munchee הייתה לגייס הון על מנת לשפר אפליקציה קיימת לביקורת מסעדות וכן ליצור אפליקציה שבה תהיה לרוכשי הטוקנים הזכות למכור ולקנות סחורות ושירותים באמצעות הטוקנים, ולבסוף אף תאפשר לחברה לשלם בטוקנים למשתמשים באפליקציה כדי שהמשתמשים יכתבו ביקורות על מסעדות שונות וימלאו פונקציות נוספות הטמונות באפליקציה. בצו מפרטת ה-SEC את הניתוח שביצעה למאפייני ההנפקה על פי העקרונות שפורסמו במקרה The Dao, ומצאה כי Munchee הציעה למכירה טוקנים המהווים חוזה השקעה לציבור הכללי, לרבות למשקיעים פוטנציאליים בארה"ב, ובכך ביצעה הצעה ומכירה לא רשומות (Unregistered securities offers and sales). בניתוח מדגישה ה-SEC כי הציפיה של המשקיעים לרווח נובעת בין היתר מכך שבמהלך ה-ICO הדגישו

---

<sup>150</sup> <https://www.scribd.com/document/365858893/Tezos-Class-Action-Resis-Law-Firm-GGCC-LLC-11-26-17>

[https://www.scribd.com/document/367401527/Complaint?irgwc=1&content=10079&campaign=Ski%20m%20bit%20Ltd.&ad\\_group=100652X1574425X7aa1511616dea70f7ef5261b51aeff9e&keyword=ft750noi&source=impactradius&medium=affiliate#from\\_embed](https://www.scribd.com/document/367401527/Complaint?irgwc=1&content=10079&campaign=Ski%20m%20bit%20Ltd.&ad_group=100652X1574425X7aa1511616dea70f7ef5261b51aeff9e&keyword=ft750noi&source=impactradius&medium=affiliate#from_embed)  
<https://www.silvermillerlaw.com/wp-content/uploads/2017/11/2017-11-13-DE-1-CLASS-ACTION-COMPLAINT.pdf>

<sup>151</sup> <https://www.sec.gov/litigation/complaints/2017/comp-pr2017-219.pdf>

<sup>152</sup> <https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf>

Munchee ומשווקים אחרים בפני המשקיעים שני נושאים מרכזיים: א. המשקיעים יוכלו לצפות לעליית ערך הטוקנים, וזו תיגרם בעקבות מאמצי החברה ומאמצייהם של אחרים; ב. החברה תנקוט מאמצים ליצור ולבסס שוק משני לטוקנים המונפקים.

לבסוף מדגישה ה-SEC כי גם אם לטוקנים יש שימוש פרקטי בעת המכירה שלהם, אין בכך בהכרח כדי להוציא אותם מהגדרת "נייר ערך". הקביעה אם עסקה כלשהי מהווה הנפקת ניירות ערך לא תלויה בתיוג שמי בלבד של המכשיר המונפק – כגון אפיון ה-ICO כהליך של הנפקת Utility token – אלא דורשת הערכה של המהות הכלכלית של העסקה ושל המכשיר המונפק במהלכה. כל העובדות והנסיבות הרלוונטיות צריכות להילקח בחשבון.

Munchee קיבלה על עצמה את צו ה-SEC, אשר לא כלל סנקציה כלשהי, וזאת מבלי להודות בממצאים המיוחסים לה או להכחישם. בנוסף, ה-ICO נעצרה ו-Munchee החזירה למשקיעים את כספם לפני שהפיצה את הטוקנים.

י. ב-18 בינואר 2018, פרסם ה-SEC מכתב סגל (Staff letter) בנושא קרנות השקעה משותפות ומטבעות קריפטוגרפים (Engaging on Fund Innovation and Cryptocurrency-related Holdings).<sup>153</sup> במכתב, הודיעה ה-SEC כי לא תאפשר לעת הזו להקים או לקיים קרנות השקעה במטבעות קריפטוגרפים. ה-SEC מציינת שורה של גורמי סיכון (כגון סיכוני נזילות, קשיי תמחור של הנכסים, וקשיי אחזקה במשמורת), בגינם קשה לראות איך קרנות כאלו יעמדו בחוק ההשקעות המשותפות של ארה"ב. ה-SEC ביקשה מהחברות שהגישו בקשות לאישור קרנות השקעה במטבעות קריפטוגרפים למשוך את הבקשות, עד שלא ימצאו פתרונות הולמים לגבי הסיכונים המפורטים במכתב.

#### <sup>154</sup>(CFTC) Commodity Futures Trading Commission

א. ביום 17 באוקטובר 2017 פרסמה ה-CFTC דף מידע בנושא מטבעות ווירטואלים<sup>155</sup>. בדף המידע מוזכר כי כבר בשנת 2015 הכירה ה-CFTC בכך שביטקוין, ומטבעות וירטואליים אחרים, מוגדרים כסחורות.<sup>156</sup> קביעה זו עשויה להוביל לכך שבסופו של דבר ה-CFTC תפעיל אסדרה באופן ישיר על מטבעות וירטואלים.

ב. ב-19 בינואר 2018, פרסמה ה-CFTC כי ב-18 בינואר 2018 הגישה תביעה **אזרחית** בבית המשפט הפדרלי בניו-יורק כנגד נאשם (McDonnell), ושתי חברות המזוהות עמו (Cabbage

<sup>153</sup> <https://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/2018/cryptocurrency-011818.htm>

<sup>154</sup> פסקה זו לקוחה מתוך מחקר השוואתי בנושא ICO שבוצע על ידי חברת Lexidale, International Policy Consulting בחודש אוקטובר 2017.

<sup>155</sup> [http://www.cftc.gov/idc/groups/public/documents/file/labcftc\\_primercryptocurrencies100417.pdf](http://www.cftc.gov/idc/groups/public/documents/file/labcftc_primercryptocurrencies100417.pdf)

<sup>156</sup> כפי שצויין לעיל-עוד בשנת 2014.

Tech/Coin Drop Markets), בחשד לביצוע הונאה והטעיה בהקשר לרכישה ולמסחר במטבעות וירטואליים.<sup>157</sup>

ב-6 במרץ 2018, אישר ביהמ"ש, בפעם הראשונה, קביעה זו של ה-CFTC, כאשר נענה לבקשה לצו מניעה בעניין McDonnell נגד חברות בבעלותו שהונו משקיעים וסיפקו שירותי ייעוץ מטעמים הקשורים למטבעות דיגיטליים<sup>158</sup>. ביהמ"ש פסק כי מטבעות דיגיטליים, גם אלו שלא מהווים נכסי בסיס לחוזים עתידיים, נכנסים תחת ההגדרה של "סחורות" (commodities) בהתאם ל-CEA (Commodity Exchange Act), ולכן ל-CFTC סמכות לבצע פעולות אכיפה גם במקרים בהם בוצעה הונאה או תרמית בעסקה או במכירה של הסחורות עצמן ולא רק במקרים הקשורים למסחר בחוזים עתידיים. השופט שפסק בהחלטה זו נימק החלטתו, בין היתר, על סמך העובדה כי הקונגרס טרם הסמיך גוף שיפקח על תחום המטבעות הדיגיטליים. קביעה זו מחזקת את סמכות האכיפה של ה-CFTC המסייעת בהגנה על משקיעים במטבעות דיגיטליים.

ג. ב-6 בפברואר 2018 העיד יו"ר הרשות לפיקוח על חוזים עתידיים בסחורות (CFTC), Christopher Giancarlo, בפני הוועדה לבנקאות, דיוור ועניינים עירוניים של הסנאט בארה"ב, בנושא המטבעות הווירטואליים<sup>159</sup>. בעדותו התייחס יו"ר ה-CFTC לשווי השוק הכולל של "שוק הביטקוין" לעומת שווקים פיננסיים אחרים בארה"ב, סמכות הפיקוח של ה-CFTC על המטבעות הווירטואליים, פעולות שבוצעו על ידי ה-CFTC לרבות ביחס לאישור למסחר של חוזים עתידיים על הביטקוין, התאמה אפשרית של סמכויות הפיקוח הקיימות של ה-CFTC, ושיקולי מדיניות כלליים של ה-CFTC בתחום זה.

#### **להרחבה ביחס לעדות זו ראו נספח ב'.**

ד. ב-15 בפברואר 2018, פרסמה ה-CFTC מסמך בנושא "פעולות Pump and Dump במטבעות הווירטואליים" במטרה להזהיר את הצרכנים מפני פעולות אלו.<sup>160</sup> במסמך, בין היתר, צוין כי כל אדם המחזיק במידע מקורי ומהימן על ביצוע פעולות אלו, ואשר יוביל להטלת עיצומים כספיים על המבצעים בסך העולה על 1 מיליון דולר, עשוי לגרוף לכיסו בין 10-30 אחוזים מהעיצום הכספי שיוטל (Whistle Blower).

---

<sup>157</sup> <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr7675-18>

<sup>158</sup> [http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@lrenforcementactions/documents/legalpleading/enfcoindrop\\_rder030618.pdf](http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@lrenforcementactions/documents/legalpleading/enfcoindrop_rder030618.pdf).

<sup>159</sup> [https://www.banking.senate.gov/public/\\_cache/files/d6c0f0b6-757d-4916-80fd-a43315228060/A2A6C1D8DDBB7AD33EBE63254D80E9E3.giancarlo-testimony-2-6-18b.pdf](https://www.banking.senate.gov/public/_cache/files/d6c0f0b6-757d-4916-80fd-a43315228060/A2A6C1D8DDBB7AD33EBE63254D80E9E3.giancarlo-testimony-2-6-18b.pdf)

<sup>160</sup> [http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@customerprotection/documents/file/customeradvisory\\_pumpdump0218.pdf](http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@customerprotection/documents/file/customeradvisory_pumpdump0218.pdf)

## תחולה טריטוריאלית<sup>161</sup>

בשנת 1998 פרסמה ה-SEC גילוי דעת<sup>162</sup> לגבי פרשנות החוק במקרה של שימוש באתרי אינטרנט כדי להציע ניירות ערך, לשדל לבצוע עסקאות בניירות ערך או לפרסם שירותי השקעות בחו"ל (Use of Internet Web Sites To Offer Securities, Solicit Securities Transactions, or Advertise Investment Services Offshore). בגילוי הדעת דנה ה-SEC בתחולת החוק האמריקאי כאשר ניירות הערך או ההשקעות מצויים מחוץ לארצות הברית, אבל הפרסומים אודותיהם וההצעות להשקיע מתבצעים דרך אינטרנט הנגיש למשקיעים הנמצאים בארצות הברית. **עמדת ה-SEC בגילוי הדעת שהתפרסם היא שככל שהפרסומים מכוונים למשקיעים הנמצאים בעצמם בארצות הברית – וההשקעות פתוחות למשקיעים אלה – מדובר בפעילות שמתבצעת בארצות הברית, והחוק האמריקאי חל עליה.**

## **אוסטרליה**

ביום 28 בספטמבר 2017 פרסמה ASIC מדריך<sup>163</sup> בנושא ICO, ומטרתו לבחון אם חוק החברות האוסטרלי חל על חברות המבקשות לגייס כספים באמצעות ICO. נקבע כי הדבר תלוי בנסיבות ובמאפייני ה-ICO, וכן תלוי בזכויות המוצעות בצמוד לטוקנים המונפקים. המדריך כלל התייחסות מקיפה לנושאים הבאים: הגדרת ה-ICO ומעמדה המשפטי, אינדיקטורים בהתקיימם ייטו לראות ב-ICO הקמה של קרן השקעה מנוהלת (השקעה תמורת זכות כלשהי בקרן; נכסי המשקיעים מנוהלים כגוף אחד; למשקיעים אין יכולת פיקוח ושליטה על הקרן), הנפקת מניות (זכות בעלות, זכות הצבעה, זכות לקבלת דיבידנד, זכות בפירוק) או הנפקת נגזרים לציבור. על פי ASIC, במקרים שבהם הטוקן המונפק נחשב למניה, נגזר או קרן השקעה מנוהלת, כל פלטפורמה המאפשרת למשקיעים לקנות או למכור את המטבעות הללו נחשבת לשוק פיננסי ועל כן מחויבת ברישיון. כמו כן, מצוין במדריך כי אמנם יש הרואים ב-ICO שיטה של "מימון המונים" (Crowd Sourced Funding). עם זאת, אף על פי ששתי דרכים אלו פונות לציבור הרחב, לשתיהן מאפיינים שונים. לבסוף, מבחינת השאלה אם ICO יכולה לשמש הסדר תשלום חלופי – Non-Cash Payment Facility (שאינו העברה פיזית של כסף ממשי) – הבדיקה מעלה כי לרוב הן לא ייחשבו ככאלה.

**להרחבה ביחס לפרסום זה ראו נספח ב'.**

---

<sup>161</sup> פסקה זו, העוסקת בתחולה טריטוריאלית, לקוחה מתוך מחקר השוואתי בנושא ICO שבוצע על ידי חברת Lexidale, International Policy Consulting בחודש אוקטובר 2017 –

<sup>162</sup> <https://www.sec.gov/rules/interp/33-7516.htm>

<sup>163</sup> <http://asic.gov.au/regulatory-resources/digital-transformation/initial-coin-offerings/>



## שווייץ

- א. ביום 19 בספטמבר, פרסם הרגולטור השווייצרי (FINMA) כי החליט לסגור את פעילותם של מנפיק מטבע קריפטוגרפי מזויף (כזה שאינו מבוסס על מערכת רישום מבוזרת וכל המידע לגביו רשום רק אצל המנפיק) וגורמים קשורים אליו, בטענה כי הפקדת הכספים אצל המנפיק ושיווק המטבע וההנפקה על ידי 2 חברות קשורות, מהווים פעילות בנקאית הדרושה רישיון. כמו כן, הודיעה FINMA כי היא בעיצומן של 11 חקירות נוספות הקשורות למטבעות קריפטוגרפים והזהירה את ציבור המשקיעים מפני ההשקעה בהנפקה של מטבעות קריפטוגרפים מזויפים.<sup>164</sup>
- ב. ביום 29 בספטמבר 2017, פרסם הרגולטור השווייצרי (FINMA) מדריך הנוגע ל-ICOs בשווייץ.<sup>165</sup> המדריך מגדיר בקצרה מהו ICO ומציין, כי לאור סוגים שונים של הליכי ICO, מספר חוקים, כגון: חוק הבנקאות, חוק האיסור להלבנת הון וחוקי ני"ע, יכולים לחול על פעולות אלו בהתאם למאפיינים הספציפיים של כל ICO. אין במדריך פירוט של המאפיינים אשר בהתקיימם יחול חוק מסוים על ה-ICO הנבחן.
- ג. ביום 16 בפברואר 2018, פרסם הרגולטור השווייצרי (FINMA)<sup>166</sup> מדריך ביחס להליך הגשת הבקשות ל-FINMA לקיום דיון מקדים עם מיזם המעוניין לבצע ICO ביחס לנושאים הקשורים למתן היתר ועזרה ביחס להליך קבלתו, ככל שנדרש. המדריך אף מגדיר מהו המידע אותו דורשת FINMA מאותם גורמים לצורך בחינת הבקשות ואת העקרונות לפיהם אותן בקשות ייבחנו, וזאת על מנת ליצור וודאות בשוק. צוין, כי החקיקה הרלוונטית לא תחול על כל ICO והדבר תלוי באופייה של כל ICO. נכון להיום, אין אסדרה ספציפית ל-ICOs ולכן יש לבחון האם האסדרה הקיימת תחול.
- להרחבה ביחס לפרסומים אלו ראו נספח ב'.**

## סין

- א. ביום 30 באוגוסט 2017 פרסם האיגוד הלאומי לפיננסים באינטרנט שבסין (NIFA)<sup>167</sup> הודעה למשקיעים בסין, לפיה ישנן חברות המציעות פעולות פיננסיות שונות למשקיעים במסווה של

---

<sup>164</sup> <https://www.finma.ch/en/news/2017/09/20170919-mm-coin-anbieter/>

<sup>165</sup> FINMA Guidance 04/2017 -

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

<sup>166</sup> <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>

<sup>167</sup> The National Internet Finance Association of China (NIFA) הוא ארגון לאסדרה עצמית (SRO), שהוקם במרץ 2016 על ידי הבנק העממי של סין בשיתוף שרים ומועצות רלוונטיות. תפקידו בין היתר לארגן, להדריך ולעודד חברים ליישם מדיניות לאומית ועקרונות מנחים בנושאים פיננסיים באינטרנט ולעקוב אחר החוקים והתקנות הרלוונטיים שהונפקו על ידי גופים רגולטוריים אחרים, כדי להבטיח עמידה של החברים בחוקים אלו

ביצוע ICO.<sup>168</sup> בשל הסיכונים הגלומים למשקיעים בפעולות אלו, ובשל הרצון להגן על ציבור המשקיעים, פרסם NIFA שלוש נקודות עיקריות שעל המשקיעים לשים לב אליהן, כדלקמן:

1. חברות מסוימות, מבית ומחוץ, מבצעות באמצעות פרסום מטעה ושקרי פעולות פיננסיות שונות ומסוות אותן בשם "ICO". פעולות אלו מבוצעות ללא רישיון, ועל כן עשויות לשמש אמצעי להונאת משקיעים, למכירה של ניירות ערך בלתי חוקיים וכן לביצוע פעולות פיננסיות בלתי חוקיות. על כן, NIFA מזהיר את המשקיעים מהתקשרות עם חברות אלו.
2. ההשקעה בפרויקטים המתקשרים ל-ICO טומנת בחובה סיכונים רבים לציבור המשקיעים, כדוגמת תנודתיות גבוהה מאוד ונושאי אבטחת סייבר.
3. סגל NIFA קורא לכל החברים באיגוד לקחת יוזמה, לבצע את חובתם לאסדרה עצמית ולהתנגד לפעילות כלכלית לא חוקית הידועה להם.

ב. ביום 4 בספטמבר 2017 פורסם כי הוקמה ועדה בסין שדנה בנושא ה-ICO. הוועדה, שכללה מספר רשויות ממשלתיות וביניהן הבנק המרכזי בסין (China's Central Bank), קבעה בין היתר כי מיום ההודעה אסור ליחידים/ארגונים לגייס הון באמצעות ביצוע ICO וכן אסור לארגונים ולפלטרמות אינטרנטיות לתת שירותי מסחר הנוגעים למטבעות או לטוקנים קריפטוגרפיים.<sup>169</sup> הוועדה המליצה שהרשויות יבחנו כ-60 פלטפורמות מסחר המאפשרות ליחידים ולארגונים לגייס הון באמצעות ICO.<sup>170</sup>

#### **להרחבה ביחס לפרסום זה ראו נספח ב'.**

#### **הונג קונג**

ביום 5 בספטמבר 2017 פרסמה נציבות ניירות הערך והחוזים העתידיים בהונג קונג (SFC) עמדה לפיה טוקנים דיגיטליים המונפקים באמצעות ICO עשויים להיחשב לניירות ערך הכפופים לחוק ניירות הערך והחוזים העתידיים<sup>171</sup> בהונג קונג. כפי שמצוין בעמדת ה-SFC, ה-ICO הינה הנפקה של טוקנים דיגיטליים הנוצרים ומופצים באמצעות השימוש בטכנולוגיית הרישום המבוזר (DLT), או לחלופין באמצעות טכנולוגיית הבלוקצ'יין. אמנם טוקנים דיגיטליים עשויים להיחשב "סחורה וירטואלית" (Virtual Commodity), אולם הם עשויים להיחשב גם כניירות ערך אם הם מייצגים הון או זכות בעלות (מניה) על חברה, אם הם מייצגים איגרות חוב או אם הם מייצגים אינטרס בהשקעה בקרן משותפת.

---

<sup>168</sup> <http://www.nifa.org.cn/nifaen/2955875/2955895/2967648/index.html>

<sup>169</sup> <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3377816/index.html>

<sup>170</sup> <https://techcrunch.com/2017/09/04/chinas-central-bank-has-banned-icos/?ncid=mobilnavtrend>

<sup>171</sup> <http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/news-and-announcements/news/doc?refNo=17PR117>

ככל שהטוקנים הללו ייחשבו לניירות ערך, ובכפוף לקבוע בחקיקה הרלוונטית, כל פעולה שיחידים או ארגונים יבקשו לבצע והיא נלווית למטבעות הללו תידרש להיות מפקחת ומאושרת על ידי ה-SFC. לבסוף, ה-SFC מזהיר את המשקיעים מפני הסיכונים הגלומים בהשקעה ב-ICO.

## אנגליה

א. באפריל 2017<sup>172</sup> פרסמה רשות ניירות הערך האנגלית (FCA) מסמך היועצות בנושא השימוש בטכנולוגיית הרישום המבוזר (DLT). רובו עוסק בטכנולוגיה זו, אך כאן נביא רק את הדברים הנוגעים ל-ICOs. בין היתר, ה-FCA מציינת כי ל-ICO יכולים להיות מאפיינים רבים הדומים ל-IPO (הנפקה ראשונית לציבור) או להצעות פרטיות של נייע או לחלופין למכירה של נייע להמונים (Crowd Sales). במקרים אלו, כללים המגינים על המשקיעים וקובעים מהן חובות הגילוי של ישות המבצעת IPO עשויים לחול גם במקרים של ICO, כאשר כל מקרה של ICO ייבחן לגופו ובהתאם למבנה ההנפקה. תגובות לנייר היועצות התקבלו עד ליום 17 ביולי. ביום 15 בדצמבר 2017 פרסמה ה-FCA מסמך<sup>173</sup> המסכם את תגובות הציבור שהתקבלו למסמך היועצות מחודש אפריל. במסמך התגובה סיכמה ה-FCA את התגובות שהתקבלו והתייחסה אליהן. כן ציינה נקודות מבט נוספות על התפתחויות אחרונות שהתרחשו, ופירטה לעתים בדבר צעדים עתידיים של ה-FCA בנושא. ה-FCA מסכמת כי נכון לחודש דצמבר 2017 היא לא רואה לנכון לשנות את ההוראות הקיימות handbook שלה. כמו כן, היא תמשיך ותאסוף מידע מעמיק יותר בקשר ל-ICOs, ותבחן את עמדתה האחרונה על בסיס מידע חדש שיאסף.

ב. ביום 12 בספטמבר 2017 פרסמה ה-FCA הצהרה שמטרתה להזהיר את הצרכנים מפני הסיכונים הגלומים ב-ICO.<sup>174</sup> בהצהרה הגדירה ה-FCA מהי ה-ICO, הגדירה וציינה את הסיכונים הנלווים אליה, תיארה את מדיניות הפיקוח עליה וסיפקה המלצה לישויות העוסקות ב-ICO.

### להרחבה ביחס לפרסומים אלו ראו נספח ב'.

#### ג. ארגז חול רגולטורי<sup>175</sup>

ה-FCA מפעילה ארגז חול רגולטורי (regulatory sandbox), שמטרתו לאפשר לעסקים להריץ בשוק מוצרים ושירותים חדשניים מבלי שהדרישות הרגולטוריות שחלות בדרך כלל על מוצרים

<sup>172</sup> <https://www.fca.org.uk/publications/discussion-papers/dp17-3-discussion-paper-distributed-ledger-technology>

<sup>173</sup> <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-publishes-feedback-statement-distributed-ledger-technology>

<sup>174</sup> <https://www.fca.org.uk/news/statements/initial-coin-offerings>

<sup>175</sup> פסקה זו לקוחה מתוך מחקר השוואתי בנושא ICO שבוצע על ידי חברת Lexidale, International Policy Consulting בחודש אוקטובר 2017.

או שירותים כאמור יהוו חסם.<sup>176</sup> מדובר בתקופת מבחן, שבמסגרתה ה-FCA מפקחת מקרוב על ההתנהלות והתוצאות של המבחן. לפי אתר ה-FCA, היתרונות של ארגו החול הרגולטורי הם שפירמות מורשות ובלתי מורשות יכולות להפחית את משך הזמן עד לשלב שיווק המוצרים כמו גם את העלויות הנלוות, ויש להן גישה טובה יותר למימון. במקביל, ארגו החול הוא חלל שבו מנגנוני הגנה צרכניים מובנים מראש אל תוך המוצרים והשירותים.

הכלים שה-FCA מציעה במסגרת ארגו החול הרגולטורי הם אלו:

1. אישור מוגבל להריץ את המוצר או השירות, אשר ניתן גם לעסקים שאינם מורשים בעצמם. מדובר בהליך מקוצר, שכן הוא מתייחס להרצה בלבד;
2. סיוע אישי לכל עסק שמעוניין לקבל אישור במסגרת ארגו החול;
3. הקלות ופטורים מדרישות שונות למטרת ההרצה. ה-FCA מציינת כי אינה רשאית לתת פטור מדרישה הקבועה בדין הבינלאומי או בחקיקה ראשית;
4. אם לא ניתן להעניק פטור או הקלה, אך לדעת ה-FCA יש הצדקה לפעילות מפירה במסגרת ההרצה, היא תעניק לעסק אישור בכתב על היעדר אכיפה (No enforcement action letter).

פירמה שמעוניינת להיכלל בארגו החול הרגולטורי רשאית להגיש בקשה ל-FCA. הבקשות נבחנות בקבוצות (המועד להגיש בקשות עבור הקבוצה השלישית במספר הסתיים לאחרונה). בקבוצה הראשונה אושרו 18 מועמדים מתוך 69 בקשות,<sup>177</sup> ובקבוצה השנייה אושרו 24 מועמדים מתוך 77 בקשות.<sup>178</sup>

אלו הם תנאי הסף המאפשרים להיכלל בקבוצה:<sup>179</sup>

1. החדשנות מיועדת לשוק האנגלי;
2. מדובר במוצר או בשירות חדשניים ממש – בחינה של המוצרים או השירותים הקיימים מראה שאין כאלה הדומים למוצע, או שמדובר בהרחבה משמעותית של משהו שאולי כבר קיים.
3. יש בחדשנות אלמנט שמועיל לצרכן, לרבות מקדם תחרות.
4. קיים צורך אמיתי בארגו החול הרגולטורי.
5. המוצר או השירות מוכנים להרצה.

## קנדה

ביום 24 באוגוסט 2017 פרסם ארגון הגג הקנדי לרשויות ניירות ערך (CSA) עמדת סגל בנושא ההצעה (Offering) של טוקנים קריפטוגרפיים לציבור המשקיעים.<sup>180</sup> בעמדת הסגל צוין כי ישנה מגמת

<sup>176</sup> <https://www.fca.org.uk/firms/regulatory-sandbox>

<sup>177</sup> <https://www.fca.org.uk/firms/regulatory-sandbox/cohort-1>

<sup>178</sup> <https://www.fca.org.uk/firms/regulatory-sandbox/cohort-2>

<sup>179</sup> <https://www.fca.org.uk/firms/regulatory-sandbox/prepare-application>

<sup>180</sup> [http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category4/csa\\_20170824\\_cryptocurrency-offerings.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category4/csa_20170824_cryptocurrency-offerings.pdf)

עלייה בהצעות של טוקנים קריפטוגרפיים לציבור, לרבות הצעתם של טוקנים קריפטוגרפיים המאופיינים כניירות ערך או כנגזרים, ועל כן במקרים אלו חוקי ניירות הערך והנגזרים הקנדיים יחולו על ה-ICOs. נוסף על הגדרת ה-ICO, הפרסום כולל התייחסות לדרישות הרישום והגילוי אם הטוקנים המוצעים הם ניירות ערך, לפלטפורמות המסחר השונות הרלוונטיות ל-ICO, לאופן שיווקן של ה-ICOs, לקרנות ההשקעה המציעות מטבעות קריפטוגרפיים ולארגון החול הרגולטורי (Sandbox). ביחס לשאלה האם טוקנים קריפטוגרפיים הם ניירות ערך, מציינת עמדת ה-CSA כי ב-ICOs רבים שבחן הסגל נמצא כי הטוקנים שהונפקו בהליך זה הם ניירות ערך, לרבות לאור העובדה כי הם "חווה השקעה".

על מנת לבחון אם טוקן קריפטוגרפי עונה על ההגדרה של "חווה השקעה" מציין ה-CSA את הקריטריונים האלה: א. השקעה של כסף; ב. במיזם משותף; ג. בציפייה לרווח; ד. אשר יגיע משמעותית ממאמציהם של אחרים. לפיכך, הנפקת טוקנים קריפטוגרפיים שבה מתקיימים קריטריונים אלה הינה הנפקה של ניירות ערך. כמו כן, ה-CSA מבהיר כי לאור הייחודיות במאפייניו כל ICO הוא יבחן כל מקרה לגופו (Case by Case), ויעדיף מהות על פני צורה (Substance over form).

בנוסף, מי שמנפיק טוקנים לציבור באמצעות הליך ICO יכול להיחשב כסוחר בניירות ערך למטרות עסקיות, החייב להיות בעל רישיון של דילר (או לקבל פטור מרישום שכזה). לאחר סקירת מספר הנפקות, ה-CSA ניסח מספר מאפיינים לקביעה אם אדם או חברה סוחרים בניירות ערך למטרות עסקיות, ואלו הם: האם בוצע שידול של מספר רב של משקיעים וביניהם משקיעים פרטיים; האם מתבצע שימוש בפלטפורמות מקוונות על מנת לגייס משקיעים פוטנציאליים; האם מתבצע פרסום של הטוקנים באירועים ובכנסים ציבוריים; והאם יש כוונה לגייס סכום מהותי ממספר גדול של משקיעים.

**להרחבה ביחס לפרסום זה ראו נספח ב'.**

## **צרפת**

ביום 26 באוקטובר 2017, פרסמה רשות ניירות הערך הצרפתית (AMF) **מסמך היועצות** בנושא ICOs.<sup>181</sup> במסמך מוצג הנושא, מפורטים שלבי ה-ICO (ההכרזה על ה-ICO; פרסום ה-ICO לציבור; מכירת הטוקנים המונפקים), נסקרות הגישות השונות של רגולטורים ברחבי העולם לנושא, מפורסמות אזהרות למשקיעים ביחס לסיכונים הגלומים ב-ICO וכן מוצג ניתוח משפטי בעניין החוקים הקיימים ותחולתם ביחס ל-ICO. בניתוח המשפטי נבחנות השאלות האם הטוקנים הם ניירות ערך פיננסיים, (מניות, אג"ח או יחידות/מניות בקרן השקעה משותפת), האם ICO היא הליך

---

<sup>181</sup> [http://www.amf-france.org/en\\_US/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee-2017?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F5097c770-e3f7-40bb-81ce-db2c95e7bdae](http://www.amf-france.org/en_US/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee-2017?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F5097c770-e3f7-40bb-81ce-db2c95e7bdae)

של מימון המונים והאם ICO נחשבת ל"תיווך בנכסים שונים".<sup>182</sup> במסמך זה קוראת ה-AMF לציבור להתייחס, באמצעות מענה למספר שאלות, לשלוש גישות אפשריות לפיקוח על ICOs.

הגישות שהוצעו הינן: **גישת שימור הסטאטוס קוו**, הדוגלת בשמירה על המצב הרגולטורי הקיים לצד הוספת best practices בנושא עבור ICOs הנופלות מחוץ 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 - מתן היתר מקדים המתבסס על רגולציית המתווכים בנכסים שונים; והשנייה מתן אפשרות לקבלת היתר מקדים אולם מי שבוחר לא לקבל היתר מקדים יידרש לכלול בהצעתו Disclaimer המציין כי ל-ICO המוצעת אין היתר מה-AMF.

ביום 22 בפברואר 2018, פרסמה ה-AMF את סיכום הערות הציבור והתייחסותה להערות אלו<sup>183</sup>. במהלך תקופת ההיוועצות, נפגשה ה-AMF עם 15 יזמים אשר ביצעו הליך של ICO או עומדים לבצע הליך כזה וקיבלה 82 תגובות משחקני שוק מגוונים. מדיונים אלו ומהתגובות שהתקבלו עולה כי ישנם סוגים וצורות רבות ל-ICOs. בפועל, אפשר לסווג את הטוקנים תחת הקטגוריות הרחבות הבאות:

- **Utility Tokens** – סוג זה מעניק למחזיק הטוקן את הזכות להשתמש בטכנולוגיה או בשירות המוצעים על ידי מנפיק ה-ICO. חלק מהרוכשים רוכשים אותו למטרות השקעה וחלקם בכדי להשתמש בפלטפורמה או בשירות אותו המנפיק מפתח. כתוצאה מכך, חלק מטוקנים אלה משמשים כאמצעי תשלום בכדי לממן את הפרויקט.
- **טוקנים המעניקים זכויות "פוליטיות"**<sup>184</sup> או כלכליות – טוקנים מסוג זה מעניקים למחזיק זכויות פיננסיות או זכויות הצבעה. רק אחוז קטן מהנפקות ה-ICOs מספקים זכויות מסוג זה. טוקנים אלה יכולים להיחשב, במקרים מסוימים ובהתאם לחוק הרלוונטי, כמכשירים פיננסיים.

#### תוצאות עיקריות של מסמך ההיוועצות

**משטר של מתן היתרים מקדימים למנפיקים על פי בחירתם** הוא המועדף על מרבית המשיבים. ככל שמשטר זה יקודם, יזמים של ICOs המציעים טוקנים לציבור הצרפתי יוכלו לקבל היתר מקדים מה-AMF אם הם יעמדו בתנאים מסוימים ויציעו למשקיעים בטוחות מסוימות. הצעות לא מאושרות מראש ע"י ה-AMF לא יהיו בהכרח לא חוקיות, אך יצטרכו לכלול אזהרה למשקיעים שהן לא מאושרות ונושאות בסיכונים. הצעות טוקנים שיעשו ללא אזהרה עלולות לגרום להטלת

<sup>182</sup> ראו הסבר ופירוט בנספח ב'.

<sup>183</sup> [http://www.amf-france.org/en\\_US/Publications/Consultations-publiques/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2Fa9e0ae85-f015-4beb-92d2-ece78819d4da](http://www.amf-france.org/en_US/Publications/Consultations-publiques/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2Fa9e0ae85-f015-4beb-92d2-ece78819d4da)

<sup>184</sup> כך במקור: "Tokens offering political or financial rights"

סנקציות. מסגרת זו תגן על משקיעים תוך משיכה של פרויקטים חדשניים ואיכותיים לצרפת, ותדחוק החוצה מעשי הונאה, אשר נראה כי מתפשטים במהירות בעולם. נראה כי המשטר החדש יוכל להקיף את כל צורות ה-ICOs ויספק ביטחונות מספקים למשקיעים ללא קשר להתפתחות של הצעות מסוג זה. בנוסף, ביחס להגנה החייבת להינתן למשקיעים, לדעת ה-AMF נדרשת תשומת לב מיוחדת להיבטים של איסור הלבנת הון ומימון טרור, כמו גם לנושאים הקשורים להגנה על משקיעים בשוק המשני.

#### השלב הבא

ה-AMF החליטה להמשיך לעבוד על מסגרת חוקית אפשרית מתאימה ל-ICOs, על בסיס מתן היתרים מקדימים למנפיקים על פי בחירתם, על ידי קביעת המידע והערבויות הנדרשות לצורך קבלת היתר מקדים.

**להרחבה ביחס לפרסום זה ראו נספח ב'.**

#### **ניו-זילנד**

ביום 25 באוקטובר 2017 פרסם הרגולטור הפיננסי בניו-זילנד (FMA) מסמך בנושא ICOs והמטבעות הקריפטוגרפיים<sup>185</sup>. במסמך מוצגת הגדרה קצרה ל-ICO, ונבחנת השאלה האם ה-ICOs מפקחים וכן האם טוקן עשוי להיחשב למוצר פיננסי ממין המוצרים האלה: **אג"ח** (למשקיע זכות לקבל תשלום חוזר או ריבית עבור השאלה); **מניה** (המשקיע קונה או יכול לקנות חלק בחברה); **מוצר השקעה מנוהל** (1). המשקיע מעביר כספים בתמורה לקבלת טוקנים בפרויקט המאפשר למשקיעים לאגד את כספי המשקיעים בקרן אחת; 2. המשקיע מקבל החזרים, הכנסות ותגמולים מהפרויקט, הנוצרים על ידי אדם אחר; 3. למשקיע אין שליטה יום-יומית על הפרויקט); **נגזר**. כמו כן, מוצגות חובות אחרות המוטלות על מנפיקי הטוקנים. בהמשך המסמך מוצע לסייע למנפיקי טוקנים בדרך של ICO על ידי מתן הקלות מסוימות על מנת לקדם חדשנות בשוקים הפיננסיים בניו זילנד.

**להרחבה ביחס לפרסום זה ראו נספח ב'.**

#### **יפן**

ממספר כתבות שנסקרו עולה כי בראשית דצמבר 2017 העניקה הרשות ביפן (FSA) רישיון ל-15 פלטפורמות מסחר במטבעות וירטואליים.<sup>186</sup> כל פרסומי המקור נמצאים באתר ה-FSA בשפה היפנית.

---

<sup>185</sup> <https://fma.govt.nz/news-and-resources/media-releases/fma-commentary-on-icos-and-cryptocurrencies>: כן ראו

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

<sup>186</sup> <https://www.financemagnates.com/cryptocurrency/news/four-new-exchanges-legalized-japan-making-grand-total-fifteen/>

[http://www.so-law.jp/wp-content/uploads/2017/07/170720\\_Japanese\\_VC\\_Act\\_and\\_Registration\\_Overview.pdf](http://www.so-law.jp/wp-content/uploads/2017/07/170720_Japanese_VC_Act_and_Registration_Overview.pdf)

א. ביום 1 באוגוסט 2017 פרסמה<sup>187</sup> הרשות המוניטרית בסינגפור (MAS) הודעה לעיתונות, לפיה הנפקה של טוקנים דיגיטליים עשויה להיות כפופה להוראות ניירות הערך הסינגפוריים, וזאת על פי מאפייני ההנפקה, כגון האם יש זכות לקבלת רווח עתידי, הזכות לביצוע פעולות מסוימות וזכות הבעלות בנכסים המשותפים. ככל שהטוקנים יעמדו בהגדרה של ניירות ערך בחוק הסינגפורי, המנפיקים יידרשו לפרסם תשקיף (למעט אם יקבלו פטור), והנפקות אלו יהיו מפוקחות כמו הנפקת מניות או הנפקת יחידות בקרן להשקעות משותפות, בהתאם לחוק ניירות הערך והחוזים העתידיים בסינגפור. עוד צוין כי אמנם אין פיקוח על מטבעות דיגיטליים, אבל כל העוסקים במטבעות אלו כפופים להוראות איסור הלבנת הון ומימון טרור החלות בסינגפור. לבסוף נאמר כי כל המנפיקים, המתווכים והמייעצים בקשר ל-ICOs צריכים לבחון באופן עצמאי אם הם עומדים בהוראות החוק ולהתייעץ עם MAS ככל שיראו לנכון.

ב. ביום 14 בנובמבר 2017 פרסמה<sup>188</sup> הרשות המוניטרית בסינגפור (MAS) מדריך להצעת טוקנים דיגיטליים לציבור. המדריך נועד לתת הכוונה כללית באשר לתחולת חוקי ניירות הערך<sup>189</sup> הקיימים בסינגפור על הצעות של טוקנים לציבור. בפרסום הודגש כי תוכנו של המדריך אינו ממצה, אינו מחייב מבחינה משפטית ואינו מבטל או עוקף חוקים, כללים או דרישות אחרות.

הצעה או הנפקה של טוקן דיגיטלי עשויות להיות מפוקחות על ידי MAS אם הטוקנים הם "מוצרי שוק ההון" (Capital Market Products) על פי חוק ניירות הערך והחוזים העתידיים בסינגפור (להלן: "SFA"). "מוצרי שוק ההון" כוללים כל נייר ערך, חוזה עתידי, חוזה או הסדר שמטרתו לסחור או למנף מסחר במט"ח וכל מוצר אחר ש-MAS תגדיר ככזה. לדוגמה, הטוקנים עשויים להיחשב מוצרים אלה: מניה – ככל שהטוקן מייצג זכות בעלות או חבות של החברה כלפי מחזיק הטוקן, ולמחזיק הטוקן יש תנאים משותפים (Mutual Covenants) עם המחזיקים האחרים בטוקנים של החברה ביחס לחברה; אג"ח – ככל שהטוקן מייצג חוב של המנפיק כלפי המשקיעים; יחידה בקרן נאמנות – ככל שהטוקן מייצג זכות או אינטרס בקרן להשקעה משותפת, או את האופציה לרכוש זכות כזו. המדריך מתאר שישה מקרי בוטן שבעניינם נבדקת תחולת חוקי ניירות הערך בסינגפור על הצעת טוקנים לציבור. אחד המקרים הוא של חברה המגייסת הון כדי לפתח מערכת של השכרת כוח מיחשוב, ובתמורה להון מנפיקה טוקנים. הטוקן המונפק יאפשר בעתיד רק גישה למערכת של החברה ולתשלום בתוך המערכת

<sup>187</sup> <http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Media-Releases/2017/MAS-clarifies-regulatory-position-on-the-offer-of-digital-tokens-in-Singapore.aspx>

<sup>188</sup> <http://www.mas.gov.sg/~media/MAS/Regulations%20and%20Financial%20Stability/Regulations%20Guidance%20and%20Licensing/Securities%20Futures%20and%20Fund%20Management/Regulations%20Guidance%20and%20Licensing/Guidelines/A%20Guide%20to%20Digital%20Token%20Offerings%20%2014%20Nov%202017.pdf>

<sup>189</sup> חוקי ניירות הערך בסינגפור, לצורך מדריך זה, מתייחסים לשני חוקים נפרדים: א. חוק ניירות הערך והחוזים העתידיים בסינגפור (SFA); ב. חוק היועצים הפיננסיים בסינגפור (FAA).



למשתמשים אחרים עבור השכרת כוח מיחשוב, ללא כל זכות אחרת. במקרה זה מציינת MAS כי טוקן זה אינו מהווה נייר ערך, וחוקי ניירות הערך בסינגפור לא יחולו על ההצעה.

**להרחבה ביחס לפרסום זהראו נספח ב'.**

## **גיברלטר**

א. ביום 22 בספטמבר 2017, פרסם הרגולטור הפיננסי בגיברלטר (GFSC) הצהרה בנושא ה-ICO.<sup>190</sup> לאחר הגדרה קצרה של ה-ICO, מתייחסת ה-GFSC למספר נושאים:

a. מוזכרת מסגרת רגולטורית חדשה לטכנולוגיית הרישום המבוזר, אשר עתידה להיכנס לתוקף בינואר 2018, ואשר עתידה להסדיר 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 ווירטואליים. (יצוין, כי במסגרת FAQ באתר ה-GFSC, מצוין כי ICOs לא ייפלו, בד"כ, תחת מערכת חוקים אלו<sup>191</sup> אולם בהתאם למאפייני הטוקן אפשר והוא ייפול תחת חוקים קיימים אחרים הנוגעים לשירותים פיננסיים). במסגרת אסדרה זו, כל חברת DLT כאמור תחויב ברישיון מה-GFSC, ותהיה חייבת לעמוד בתשעה עקרונות כללים (כגון יושרה, ממשל תאגידי, מערכות מתוחזקות בסטנדרט גבוה, ניהול סיכונים פיננסיים כגון איסור הלבנת הון ומימון טרור וכד')<sup>192</sup>.

b. גיברלטר מצהירה כי היא מחויבת להיות מקום יציב ובטוח לעשיית עסקים ובוחנת את האפשרות לקדם מסגרת רגולטורית ייעודית לשיווק והפצה של טוקנים, אשר תתאם למסגרת הרגולטורית המוצעת ביחס ל-DLT;

c. ה-ICO נחשבות לאמצעי לגיוס הון אשר איננו מפוקח, ולרוב מתבצע בשלבי הפיתוח המוקדמים של הפרויקט המוצע ללא ראייה מוצקה להצלחתו או לפוטנציאל הרווח מההשקעה בו. מימון המונים המתבצע באמצעות ICO נועד לרוב לעקוף את הוראות ודרישות החוקים הקיימים החלים על גיוס הון מהציבור;

d. במקרים מסוימים הטוקנים מייצגים ניירות ערך ועל כן השיווק וההפצה שלהם צריכים להיות מפוקחים בהתאם לחוקי ניירות הערך הרלוונטיים. עם זאת, במקרים רבים הטוקנים מעניקים למשקיעים זכות מסוימות הרלוונטיות אך ורק לפרויקט עצמו ועל כן אינם כפופים לפיקוח;

e. בסוף הנייר מוצגים מספר נושאים שעל המשקיע בטוקנים באמצעות ICO לשקול. נושאים אלה נוגעים להעדר האסדרה בתחום, לתנודתיות מחיר הטוקן, להיקף הגילוי הניתן ב-

---

<sup>190</sup> <http://www.gfsc.gi/news/statement-on-initial-coin-offerings-250>

<sup>191</sup> <http://www.fsc.gi/dlt?print>

<sup>192</sup> [http://www.fsc.gi/uploads/DLT%20regulations%20121017%20\(2\).pdf](http://www.fsc.gi/uploads/DLT%20regulations%20121017%20(2).pdf)

whitepapers (פערי המידע) ולרמות הסיכון הגבוהות והספקולטיביות הכרוכות במכשיר מסוג זה.

ה-GFSC מציינת כי בדומה לרגולטורים אחרים בעולם, היא ממשיכה לעקוב אחר תופעת השימוש בטוקנים לא מפקחים כאמצעי לגיוס הון.

- ב. ביום 12 בפברואר 2018, הודיעו במשותף<sup>193</sup> ממשלת גיברלטר והרגולטור הפיננסי בגיברלטר (GFSC) שהם מקדמים רגולציה ייעודית לטוקנים, בהמשך להצהרת ה-GFSC מיום 27 בספטמבר 2017. שר המסחר הגיברלטרי הודיעה כי עמדת הממשלה בנוגע ל-ICO תנוסח עד סוף חודש פברואר 2018. לאחר מסמך ההיוועצות עם הציבור שפורסם בדצמבר 2017 וגיבוש המסקנות, מתחילים כעת לעבוד על גיבוש הרגולציה המתאימה בנושאים הבאים:
- a. קידום, מכירה והפצה של טוקנים על ידי אנשים הקשורים לגיברלטר;
  - b. פעילות של שווקים משניים הקשורים לטוקנים המבוצעים מתוך גיברלטר או בתוכה;
  - c. מתן ייעוץ השקעות הקשור לטוקנים מתוך גיברלטר או בתוכה.
- המסמך צפוי לעלות לדיון בפרלמנט עד סוף הרבעון השני של 2018.

## גרמניה

- א. ביום 29 בינואר 2018, הורה הרגולטור הגרמני (BaFin) על הפסקת פעילותה של חברה בשם Crypto.Exchange GmbH הפועלת בברלין, עקב ביצוע פעולות שאינן מפקחות/מאושרות על ידי הרגולטור.<sup>194</sup> כך לדוגמה, החברה פרסמה כי היא תמכור בבורסות אחרות (כך במקור) מטבעות ביטקוין שיועברו לרשותה על ידי לקוחות ואת הכספים שיתקבלו אצלה היא תעביר בחזרה ללקוחות.
- ב. ביום 21 בפברואר 2018, פרסם הרגולטור הגרמני (BaFin) נייר המבהיר את השקפתו בנוגע ל-ICOs, זאת לאחר פניות רבות של שחקנים בשוק להבהרה לגבי עמדתו על כלי פיננסי זה. לדעת BaFin, טוקנים נכנסים תחת הרגולציה הקיימת של ניירות ערך ולכן עליהם לבחון כלים רגולטורים דומים בשוק. (נכון למועד הדוח המסמך פורסם רק בגרמנית).

## ספרד

- א. ב-15 בינואר 2018, התייחסה לראשונה הרשות הספרדית, ה-CNMV, לתופעת ה-ICO.<sup>195</sup> ההתייחסות אמנם אינה התייחסות ישירה, ומדובר למעשה בתרגום של הצהרתו של יו"ר ה-SEC מה-11 בדצמבר, 2017. בפתח הפרסום, מציינת ה-CNMV כי "למרות שספרד וארה"ב,

<sup>193</sup> <http://www.fsc.gi/news/hm-government-of-gibraltar-and-the-gibraltar-financial-services-commission-announce-plans-for-token-legislation-272>

<sup>194</sup> <https://www.coindesk.com/german-regulator-orders-crypto-exchange-to-halt-brokerage-business/>

[https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Verbrauchermitteilung/unerlaubte/2018/meldung\\_180129\\_Crypto\\_exchange.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Verbrauchermitteilung/unerlaubte/2018/meldung_180129_Crypto_exchange.html)

<sup>195</sup> <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={d28694b4-5164-4831-8b59-1e2d87ae8010}>

בכל הנוגע לתחומי הרגולציה והשוק, שונות לחלוטין זו מזו, נראה כי השיקולים, המסקנות וההמלצות הכלולים בהצהרה הפומבית של יו"ר ה-SEC עשויים להוות הנחיות המסייעות למשקיעים ולמומחים בתחום".

ב. 8 בפברואר 2018, פרסמה ה-CNMV נייר נוסף בנושא ובו התייחסה לשיקולי ה-CNMV בנושא המופנים באופן ספציפי למומחי השוק. בדבר שיקוליו אודות מטבעות קריפטוגרפים ו-ICOs אשר סוקר את הדרכים העיקריות בהם מוצרים אלה משווקים או נרכשים בשוק (בשיווק ישיר, באמצעות חוזי הפרשים, באמצעות חוזים עתידיים, אופציות ונגזרים אחרים, באמצעות קרן השקעה ספציפית או מוצרי השקעה משותפים אחרים המשקיעים במטבעות הקריפטו ובאמצעות רכישת אג"ח אשר נכסי הבסיס שלהן הוא המטבע הקריפטוגרפי) וההשלכות הרגולטוריות שלהן. כמו כן, התייחסה CNMV לנושא ה-ICO, ובין היתר פורטו המאפיינים שיש להתחשב בהם בבואם לקבוע האם ניירות ערך עבירים מוצעים באמצעות ה-ICO.<sup>196</sup>

**להרחבה ביחס לפרסום זה ראו נספח ב'.**

## **סיכום**

תחום טכנולוגיית הבלוקצ'יין, ה-DLT והמטבעות 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 העובדה כי התחום עדיין בחיתוליו, מתפרסמות התייחסויות של רגולטורים שונים חדשות לבקרים ועל בסיס יומיומי.

להלן סיכום עיקרי ההתייחסויות המרכזיות, לפי נושאים:

### **אזהרות כלליות**

ישנן מדינות, כדוגמת **גרמניה, ברזיל, הולנד, גיברלטר, רוסיה, פולין, מלזיה, תאילנד, גיברלטר, ניגריה ודובאי**, אשר פרסמו אזהרות כלליות לציבור בנושא השקעה במטבעות או בטוקנים בכלל ובאמצעות ICO בפרט, ועד מועד סקירה זו לא פרסמו התייחסות לשאלה האם על גיוסי כספים אלו מהציבור חלים חוקי ניירות הערך של מדינתן.

### **איסור פעילות**

ישנן מדינות, כמו **סין ודרום קוריאה**, אשר אסרו באופן מוחלט על כל פעילות של גיוס כספים באמצעות טוקנים דיגיטליים כלשהם. בנוסף, על פי פרסומים, ראש ממשלת דרום קוריאה ציין שהוא מודאג מתופעת המסחר במטבעות הדיגיטליים ושוקל להטיל מגבלות נוספות בהקשר זה. לטענתו, צעירים רבים מהמרים באופן מסוכן על השקעה במטבעות דיגיטליים על מנת להשיג רווח מהיר, ומטבעות אלו

---

<sup>196</sup> <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={62395018-40eb-49bb-a71c-4afb5c966374> {

משמשים לביצוע פעולות לא חוקיות, כגון סחר בסמים. להערכת אנליסטים מ-CITI Bank, אם השוק בדרום קוריאה לא יצטנן, צפויים עוד איסורים והגבלות בנושא.<sup>197</sup>

### מטבעות דיגיטליים כניירות ערך

מדינות רבות, כגון ארה"ב, אוסטרליה, הונג קונג, סינגפור, ניו זילנד וקנדה, פרסמו פרמטרים אשר על פיהם יבחן כל מקרה ומקרה באופן ספציפי (Case by Case). ככל שהנפקה מסוימת תעלה לכדי הנפקה של מניות, נגזרים או יחידות בקרנות השקעה משותפות, יחולו עליה הוראות החוק הרלוונטיות.

### מטבעות דיגיטליים כסחורה

מתברר כי ה-CFTC (Commodity Futures Trading Commission) בארה"ב מתייחסת לביטקוין ולמטבעות וירטואליים אחרים כאל סחורה (commodity). ה-CFTC הכירה בשנת 2014 בביטקוין כסחורה, ובחודש דצמבר 2017 שתי בורסות לחוזים עתידיים, שמחיריהם נגזרים ממחירי סחורות, החלו להציע חוזים עתידיים שמחיריהם נגזרים ממחיר הביטקוין.

### פעילות של פלטפורמות למסחר במטבעות דיגיטליים

**בארה"ב** קיימות מספר פלטפורמות למסחר במטבעות דיגיטליים אשר כפי שעולה משיחות עם יזמים בתחום, מאפשרות מסחר של מטבעות דיגיטליים שהונפקו, ככל שמתקבלת אצלם חוות דעת ממשרד עורכי דין כי הטוקנים המיודעים למסחר אינם מוגדרים כניירות ערך בארה"ב.

משיחות עם יזמים בתחום עולה, כי אין הכרח שהחברה שביצעה ICO היא זו שתפעל לרישום למסחר בשוק המשני. פלטפורמות מסחר יכולות "לרשום למסחר" באופן עצמאי כל מטבע דיגיטלי, אף ללא קשר ליזם עצמו.

יו"ר ה-SEC ציין בהצהרתו כי הוא מודאג ביותר ממקרים שבהם מפרסמי ומקדמי ההצעות **מדגישים את הפוטנציאל הגלום בשוק המשני לטוקנים**. כאמור, הרכישות של טוקנים ע"י משקיעי ריטייל מתבצעות לעתים על בסיס הפוטנציאל לגידול בערכם של הטוקנים ועל בסיס האפשרות לממש את הרווחים על ידי מכירה של הטוקנים בשוק משני או למימוש הרווח מעליית ערכם של הטוקנים בהתבסס על מאמציהם של אחרים. כל אלו עשויים לבטא למעשה מאפיינים עיקריים של נייר ערך ושל הצעה של ניירות ערך לציבור.

גם **בקנדה** פועלות מספר פלטפורמות מסחר במטבעות דיגיטליים, אולם עד אוגוסט 2017 אף פלטפורמה בקנדה המאפשרת מסחר במטבעות דיגיטליים לא קיבלה רישיון לכך או פטור מקבלתו.<sup>198</sup>

מנגד, **ביפן** שלאחר קריסת פלטפורמת המסחר Mt. Gox נערכו מספר תיקוני חקיקה, ולאחריהם נתנה רשות ניירות ערך יפן (FSA) רישיון ל-15 פלטפורמות מסחר במטבעות וירטואליים.<sup>199</sup>

<sup>197</sup> <https://www.ft.com/content/384936ac-e70c-11e7-97e2-916d4fbac0da>

<sup>198</sup> [http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category4/csa\\_20170824\\_crypto-currency-offerings.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category4/csa_20170824_crypto-currency-offerings.pdf)

<sup>199</sup> <http://www.fsa.go.jp/en/newsletter/weekly2017/263.html> (פרסום המקור בשפה היפנית)

## אכיפה

בחודשים האחרונים ניתן לראות כי ישנה מגמה של נקיטת פעולות אכיפה כנגד גורמים המגייסים כספים באמצעות ICOs, ובפרט ע"י ה-SEC בארה"ב. דוח החקירה של מחלקת האכיפה ב-SEC בנוגע ל-The DAO היווה את יריית הפתיחה, והמשכו בצווים ובתביעות נגד יזמים, אשר לטענת ה-SEC הפרו את הוראות חוקי ניירות הערך של ארה"ב (כדוגמת Plexcoin ו-Munchee). כן החלו להיות מוגשות גם תביעות אזרחיות בקשר להליכי ICO, בטענה כי המנפיקים הפרו את חוקי ניירות הערך. ימים יגידו מה יוחלט בבתי המשפט, וסביר שאלה יכתיבו את הטון בנושא בחודשים הקרובים.

## ארגז חול רגולטורי

כחלק מהרצון של רגולטורים שונים ללמוד את הנושא ולקדם תעשייה טכנולוגית בתחום שיפוטם, ישנן רשויות המציעות ליזמים אפשרות להירשם לארגז חול רגולטורי (Regulatory Sandbox). לדוגמה, ה-FCA באנגליה, ה-MAS בסינגפור ורשויות ניירות ערך בקנדה מפעילות ארגז חול רגולטורי שמטרתו לאפשר לעסקים להשיק בשוק מוצרים ושירותים חדשניים מבלי שהדרישות הרגולטוריות שחלות בדרך כלל על מוצרים או שירותים כאמור יהוו חסם. הפעילות מתבצעת במהלך תקופת מבחן, שבמסגרתה מפקחת הרשות מקרוב על ההתנהלות ועל התוצאות של המיזם. היתרונות של ארגז החול הרגולטורי הם שאותם גופים יכולים להפחית את משך הזמן עד לשלב שיווק המוצרים, כמו גם את העלויות הנלוות, וניתנת להן 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 לשם הרצה ובדיקה של 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), מקום בו ה-FCA מאמין שישנה הצדקה לפעילות במסגרת ארגז החול הרגולטורי.

## אסדרה ייעודית לתחום המטבעות הדיגיטליים

מדינות אחדות הודיעו כי הן בוחנות אסדרה ייעודית לתחום המטבעות הדיגיטליים. אנגליה פרסמה בחודש אפריל 2017 מסמך היוועצות בנושא DLT, שכלל התייחסות ל-ICO, ובדצמבר 2017 פרסמה את תגובותיה להערות הציבור. ה-FCA מסכמת כי בעת פרסום המסמך היא לא רואה לנכון לשנות את ההוראות הקיימות ב-Handbook שלה. כמו כן, היא תמשיך ותאסוף מידע מעמיק יותר בקשר ל-ICOs, ותבחן את עמדתה האחרונה על בסיס מידע חדש שייאסף.

**צרפת** פרסמה נייר היועצות בנוגע לשלוש גישות אפשריות לפיקוח על תחום ה-ICO. הגישות המוצעות הן אלו: **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 – מתן היתר מקדים, המתבסס על אסדרת המתווכים בנכסים שונים; והשנייה – מתן

אפשרות לקבלת היתר מקדים, אך מקום בו יהיה מי שיבחר שלא לקבל היתר מקדים, הוא יידרש לכלול בהצעתו הצהרה, שתציין כי ל-ICO המוצעת אין היתר מה-AMF.

מסקירת כל ההתייחסות שהתקבלו לנייר ההיוועצות, עולה כי **משטר של מתן היתרים מקדימים למנפיקים על פי בחירתם** הוא המועדף על מרבית המשיבים. ככל שמשטר זה יקודם, יזמים של ICOs המציעים טוקנים לציבור הצרפתי יוכלו לקבל היתר מקדים מה-AMF אם הם יעמדו בתנאים מסוימים ויציעו למשקיעים בטוחות מסוימות. הצעות לא מאושרות מראש ע"י ה-AMF לא יהיו בהכרח לא חוקיות, אך יצטרכו לכלול אזהרה למשקיעים שהן לא מאושרות ונושאות בסיכונים. הצעות טוקנים שיעשו ללא אזהרה עלולות לגרום להטלת סנקציות. ה-AMF החליטה להמשיך לעבוד על מסגרת חוקית אפשרית מתאימה ל-ICOs, על בסיס מתן היתרים מקדימים למנפיקים על פי בחירתם, על ידי קביעת המידע והערבויות הנדרשות לצורך קבלת היתר מקדים.

**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. על אף העובדה כי ICOs לא ישתייכו בדרך כלל למסגרת אסדרה ייעודית זו (כך עולה במסגרת השאלות והתשובות באתר ה-GFSC), הצהירה גיברלטר כי היא מחויבת להיות מקום יציב ובטוח לעשיית עסקים, ובוחנת את האפשרות לקדם מסגרת רגולטורית ייעודית לשיווק ולהפצה של טוקנים, אשר תתאים למסגרת הרגולטורית המוצעת ביחס ל-DLT.

#### **הנפקת טוקנים דיגיטליים כהליך של מימון המונים**

מספר מדינות בחנו אם אפשר לראות בהליך ICO הליך של מימון המונים. **באוסטרליה, ניו זילנד וצרפת** נמצא כי ה-ICOs המוכרות לרשויות אינן דומות במאפייניהן להליך של מימון המונים המוסדר בחוקי ניירות הערך שלהן.

**באנגליה** מציינת ה-FCA כי ל-ICO יכולים להיות מאפיינים רבים הדומים למכירה של ני"ע להמונים (Crowd Sales), וכל מקרה ייבחן לגופו.

### נספח א' – רשת הביטקוין

#### Payment network (רשת התשלום)

כאשר מתבצעת עסקה במזומן, כלומר באמצעות מטבעות או שטרות שאינם דיגיטליים, קל יחסית לוודא שהכסף עבר מהצד הקונה לצד המוכר. הצד המקבל יכול לדעת שקיבל לידיו שטרות, ויש לו אפשרות לבדוק שהשטרות את אמיתותם באמצעות סימנים מזהים כלשהם. כשמתבצעת עסקה ממוחשבת, גורם שלישי הנהנה מאמון הצדדים, כמו בנק או חברת אשראי, מאשר את העברת הכספים. הביטקוין שואף לאפשר ביצוע עסקאות ללא מעורבות של גורם שלישי מרכזי וללא העברה של שטרות מיד ליד<sup>200</sup>.

עסקה בביטקוין מתבצעת כאשר נותן הביטקוין משתמש באפליקציה ממוחשבת כדי לשדר מסר פומבי לקהילת הכורים (miners; מונח שיוסבר בהמשך) שכמות מסוימת של ביטקוין מועברת מחשבונו לחשבון אחר<sup>201</sup>. כעת על קהילת הכורים לוודא שהביטקוין שמועברים לחשבון המקבל אינם מועברים במקביל לחשבון נוסף. זוהי בעיה שנקראת העברה כפולה (Double Spending), והיא המכשול המרכזי העומד בפני ביצוע עסקאות באמצעי תשלום דיגיטליים ללא גורם שלישי הנהנה מאמון הצדדים. בעיה זו נובעת מהעובדה שבניגוד לאמצעי תשלום פיזיים, העברה של אמצעי תשלום דיגיטלי לגורם אחר אינה מסירה את המידע אודות אמצעי התשלום ממחשבו של המעביר, והדבר מאפשר לו להעביר את אמצעי התשלום לגורם נוסף. ביטקוין משתמש בפרוטוקול ייחודי כדי למזער את הסיכוי שמצב זה יתרחש. הפרוטוקול מסתמך על משתמשים מיוחדים הנקראים "כורים". משתמשים אלה מקצים מכוח המיחשוב העומד לרשותם על מנת להפעיל את תהליך הוידוא, והם מתוגמלים על כך באמצעות עמלות מהעסקאות ובאמצעות מטבעות חדשים שמונפקים. לתהליך הוידוא יש שני מרכיבים.

1. במרכיב הראשון כורים מנסים ליצור בלוקים (blocks). בלוק הוא קובץ בעל שני חלקים עיקריים:

- א. החלק הראשון הוא קבוצה של עסקאות שלא נכללו באחד מן הבלוקים הקודמים. כלומר, בבלוק מתועדות עסקאות שהתבצעו ברשת. לכן אם נצרף את כל הבלוקים לשרשרת אחת, נקבל תיעוד של כל העסקאות שהתבצעו אי פעם ברשת.
- ב. החלק השני הוא פיתרון לבעיה מתמטית קשה<sup>202</sup>. כורה שמוצא את הפיתרון הנדרש יכול ליצור קובץ של עסקאות ולהוסיף אותו לשרשרת הבלוקים

200

[http://www.chicagofed.org/digital\\_assets/publications/chicago\\_fed\\_letter/2013/cfldecember2013\\_3\\_17.pdf](http://www.chicagofed.org/digital_assets/publications/chicago_fed_letter/2013/cfldecember2013_3_17.pdf)

<sup>201</sup> ההודעה נשלחת לכלל המחשבים המקושרים ברשת (Nodes) כאשר כל אלה השומרים את כלל ההיסטוריה של העסקאות (Full Nodes) יכולים לוודא את תקינותה. הכורים הם אלה שמבצעים את הסליקה.

<sup>202</sup> למידע נוסף ראו נספח 2: פונקציית הגיבוב (Hash Function).

(blockchain) – רשימה מאוחדת פומבית של כל העסקאות שאושרו עד כה. הבעיה

המתמטית הקשה נועדה להבטיח שישנה עלות ליצירה של בלוקים לא תקינים<sup>203</sup>.

2. המרכיב השני של התהליך הוא שכחלק מתהליך צירוף הבלוק לשרשרת הבלוקים נדרש כל כורה לאשר את כל הבלוקים הקיימים בשרשרת שאליה הוא רוצה לצרף את הבלוק שלו. האישור כרוך בבדיקה שכל הבלוקים בשרשרת תקינים. בלוק תקין הוא בלוק שאין בו עסקאות סותרות, ושבכל ביטקוין יש היסטוריה תקינה<sup>204</sup>.

הנפקת ביטקוין חדשים מתבצעת באמצעות מתן תגמול בביטקוין לכורה שפטר ראשון את הבעיה שאפשרה לצרף את קבוצת העסקאות החדשה (או הבלוק החדש) לרשימת העסקאות הקיימת<sup>205</sup>. גודלו של תגמול זה התחיל מ-50 ביטקוין, והוא יורד בחצי כל 210,000 בלוקים (כל ארבע שנים בערך, בהינתן קצב של שישה בלוקים לשעה). לפיכך סכום הביטקוין שיונפקו לעולם לא יעבור את ה-21 מיליון.<sup>206</sup>

## אחסון

על מנת לעשות שימוש בביטקוין, אדם צריך להוריד אפליקציה הקרויה "ארנק ביטקוין" (Bitcoin wallet). אפליקציה זו מאפשרת לעשות שימוש בסיסי בביטקוין. ראשית, היא מאפשרת הפקה של מפתחות. על מנת להשתמש בביטקוין יש צורך בצמד מפתחות – מפתח פרטי ומפתח פומבי. המפתח הפומבי הוא למעשה כתובת הביטקוין של האדם שאליה הוא מקבל וממנה הוא שולח ביטקוין. הבעלות על ביטקוין משויכת למפתחות פומביים. לכל מפתח פומבי יש מפתח פרטי משלו, ומפתח זה מתפקד כחתימה אלקטרונית ייחודית. על מנת לשלוח ביטקוין ממפתח פומבי מסוים, נדרשת חתימה של המפתח הפרטי התואם.

שליחת ביטקוין היא כאמור בקשה לעדכן את הרשת שכמות מסוימת של ביטקוין שייכת כעת למפתח פומבי אחר. אם כן, למעשה הארנק אינו מאחסן את הביטקוין שנמצאים בבעלות המשתמש אלא את המפתח הפרטי של המשתמש, ומאפשר לו לבצע פעולות כמו גישה פשוטה לשרשרת הבלוקים על מנת לדעת את היתרה שלו, שליחה של ביטקוין וכו'.

גניבת ביטקוין מתבצעת כאשר נגנב המפתח הפרטי. במקרה כזה, הגנב יכול לשלוח את כל הביטקוין המשויכים למפתח הפומבי של הקורבן לחשבונו שלו ולהשתמש בהם כראות עיניו. אירועי גניבה של ביטקוין הפכו בחודשים האחרונים לדבר המדווח באמצעי התקשורת חדשות לבקרים. נדמה כי

---

<sup>203</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Proof-of-work\\_system](http://en.wikipedia.org/wiki/Proof-of-work_system)

<sup>204</sup> היסטוריה תקינה של ביטקוין היא שורת עסקאות שמתחילה בהנפקה של ביטקוין לכורה, ממשיכה בשורה של עסקאות תקינות (שנחתמו באמצעות המפתחות הפרטיים המתאימים למפתחות הפומביים של בעליהם), שבהן הביטקוין הועבר לבעל הביטקוין הנוכחי, ומסתיימת בבקשת אותו בעל הביטקוין להעביר את המטבע למישהו אחר.

<sup>205</sup> למעשה, כל מי שמצרף בלוק כלשהו, גם אם הבלוק ריק, מקבל את התגמול הנקוב. ניתן לנמק את ההיגיון שבמרכיב זה בשיטה במספר אופנים: ראשית, מורכבות הבעיה מושפעת באופן זניח בלבד מכמות העסקאות הכלולות בה, ולכן כורים לא יעדיפו תמיד לצרף בלוקים ריקים. שנית, גם בלוק ריק מאשר את שרשרת הבלוקים הקיימת, כך שגם הוא תורם להבטחת אמינות השרשרת. שלישית, עמלות המחושבות לפי גודל העסקה מבטיחות שלכורה תמיד ישלם יותר להוסיף את העסקאות שנושאות עמלה לבלוק שלו מאשר לצרף אותו ריק (זה כמובן כל עוד ישנן עסקאות הממתינות לאישור שכוללות עמלה).

<sup>206</sup>  $2 \times 50 \times 210,000 = 21,000,000$



אמצעי האבטחה של הביטקוין מתקשים להתמודד עם המאמצים הרבים של האקרים ברחבי העולם לבצע שוד ביטקוין.

על מנת להתמודד עם בעיות אבטחה אלו, פותחו אמצעים לאחסן את המפתח הפרטי במקום שאליו אין גישה דרך הרשת. לשם כך קיימים ארנקי נייר וארנקי חומרה. ארנקים אלה אינם מחליפים לחלוטין את ארנק התוכנה, שרק דרכו ניתן לשלוח ביטקוין. ארנקי נייר מאפשרים אחסון של מפתח פרטי על דפים מודפסים, ונדרש ארנק תוכנה ייעודי שסורק מהדף המודפס את קוד הזיהוי המהיר (QR) המקדד את המפתח הפרטי לפני ביצוע של כל עסקה. ארנקי חומרה פועלים בצורה דומה. אלה מהווים התקן חיצוני שאינו מאפשר גישה ישירה לאינטרנט, ואת הסריקה מחליף מנגנון גישה מאובטח לארנקים אלה.

## Pseudonymity (פומביות ופסבדונימיות)

כאשר שני אנשים מבצעים ביניהם עסקה מבלי שאף אחד מהם יחשוף את זהותו בפני השני ומבלי ששום גורם שלישי יודע על כך, נאמר שהעסקה ביניהם הייתה פרטית ואנונימית. כיום, מצב זה אפשרי רק בהחלפת כסף מזומן בין שני אנשים פרטיים. לעומת זאת, עסקאות המתבצעות באמצעות כרטיס אשראי הן פרטיות, במובן זה שרק שני הצדדים לעסקה וחברת האשראי יודעים על ביצוע העסקה, אך הן לא אנונימיות, במובן זה שכל צד יודע את זהותו של הצד השני. זהו המקרה גם ברכישה באמצעות שירותי תשלום אינטרנטי כמו פייפאל (PayPal)<sup>207</sup>.

המקרה של ביטקוין הוא שונה. בביטקוין עצם קיומה של עסקה בגודל מסוים בתאריך כלשהו היא פומבית לחלוטין, משום שהיא מתועדת בשרשרת הבלוקים הנגישה לכול. אולם, העסקה נרשמת כהעברת ביטקוין בין שני מפתחות פומביים, בעוד הקשר בין המפתח הפומבי לזהות האדם שמחזיק במפתח הפרטי הקשור אליו יכול להישאר חסוי. כאמור, ארנקים מאפשרים שכל עסקה תתבצע באמצעות צמד חדש של מפתחות על מנת להקשות על זיהוי באמצעים סטטיסטיים. לכן מקובל לומר שעסקאות ביטקוין הן פומביות ופסבדונימיות. כלומר, הן נעשות לעיני כול, אך באמצעות מעין זהות בדויה.

יש הטוענים שמאפיין זה של הביטקוין הופך אותו לכלי יעיל להלבנת הון, אולם מומחים בנושא (ראו בהמשך דיון על יחס הרגולטורים בארה"ב לביטקוין) טוענים שמטבעות קריפטוגרפיים מבוזרים הם פחות יעילים להלבנת הון מאשר מזומן. מתקיים כיום דיון תיאורטי ראשוני בקהילות המשתמשים במטבע הקריפטוגרפי ובקהילות הקריפטוגרפיה לגבי האפשרות לאתר את האדם שמאחורי הקוד הפרטי. מספר עבודות אקדמיות עוסקות במגבלות האנונימיות של רשת הביטקוין, וטוענות שניתן למעשה לאתר גם משתמשים השואפים להימנע מאיתור<sup>208</sup>. מנגד, קיימת הטענה שמשום שקיימים ארנקים המאפשר לייצר זוג מפתחות חדשים לכל עסקה, לא ניתן לגלות את זהותו של משתמש זהיר.

---

<sup>207</sup> Paypal.com – נחשב בעיני רבים שירות התשלום האינטרנטי הנפוץ בעולם.  
<sup>208</sup> [http://book.itep.ru/depository/bitcoin/User\\_privacy\\_in\\_bitcoin.pdf](http://book.itep.ru/depository/bitcoin/User_privacy_in_bitcoin.pdf)  
<http://anonymity-in-bitcoin.blogspot.co.il/2011/07/bitcoin-is-not-anonymous.html>

## נספח ב' – הרחבה ביחס לפרסומים העיקריים בעולם בנושא ה-ICO

ESMA

ביום 13 בנובמבר 2017 פרסמה רשות ניירות ערך האירופית (ESMA) שתי הצהרות (Statements) בנושא ה-ICOs.<sup>209</sup> ההצהרה הראשונה נועדה להזהיר את המשקיעים מפני הסיכונים הגלומים ב-ICOs.<sup>210</sup> ההצהרה השנייה ביקשה להתריע בפני החברות המעורבות בהליך ה-ICO בדבר הצורך שלהן לעמוד בחובות רגולטוריות.<sup>211</sup>

### אזהרה למשקיעים

ICO, הנקראת גם "הצעת טוקנים לציבור" או "מכירת טוקנים", היא דרך חדשנית לגיוס כספים מהציבור באמצעות מטבעות או טוקנים. בהצעה כזו יחיד או עסק מנפיק מטבעות או טוקנים (להלן וביחד – "טוקנים") ומעמיד אותם למכירה בתמורה למטבעות "מסורתיים" כגון האירו או עבור מטבעות דיגיטליים כגון ביטקוין או את'ר. לטוקנים המונפקים ב-ICOs מגוון רחב של שימושים, החל בהקניית זכות גישה או רכישה למכשיר או לשירות המוצע בהנפקה וכלה בהקניית זכויות הצבעה או זכויות ברווחים העתידיים שעשויים לנבוע מהם. ישנם טוקנים שאינם בעלי ערך מוחשי ברור, וישנם כאלו שאף ניתן לסחור בהם, בתמורה לכסף אמיתי או למטבעות דיגיטליים, בשוק משני ייעודי למטבעות אלה. פרסום הליך גיוס הכספים ב-ICO מתבצע באמצעות האינטרנט ורשתות חברתיות, וכל אדם בעל גישה מינימלית לאינטרנט יכול להשתתף בהליך. הטוקנים נוצרים ומופצים בדרך כלל באמצעות טכנולוגיית הרישום המבוזר או באמצעות טכנולוגיית הבלוקצ'יין.

המשקיעים מוזהרים מפני הסיכונים הגבוהים הכרוכים בהשקעה באמצעות ICO, ובכללם אובדן ההשקעה כולה והיעדר הגנה רגולטורית בהצעות טוקנים בלתי מפקחות. שכן, מבנה השקעה מסוג זה הופך את ה-ICO להשקעה ספקולטיבית ביותר, המצויה מחוץ לתחומי האסדרה. לכן המשקיעים אינם נהנים מן ההגנה הנלווית להשקעות מפקחות. ICOs אף מועדות לפעולות הונאה נוכח טבען האנונימי ובשל העובדה שניתן לגייס באמצעותן סכומי כסף גדולים בפרק זמן קצר.

### הסיכונים העיקריים הכרוכים בהשקעה ב-ICOs

א. **סביבה שאינה מפקחת** – ה-ICOs בנויות באופן העשוי להוציא אותן מחוץ לתחומי האסדרה, ולכן עשויות להיות חשופות להונאה. יתר על כן, ייתכן שחלק מה-ICOs משמשות להלבנת הון.

<sup>209</sup> <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-highlights-ico-risks-investors-and-firms>

<sup>210</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-829\\_ico\\_statement\\_investors.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-829_ico_statement_investors.pdf)

<sup>211</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-828\\_ico\\_statement\\_firms.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-828_ico_statement_firms.pdf)

במקרים שבהן האסדרה הקיימת לא חלה עליהם, לא קמה למשקיעים הגנה בהתאם להסדרה זו.

ב. **סיכון הנובע מהאפשרות להפסיד את כל ההון המושקע** – לרוב השירות או המכשיר המוצע למשקיעים ב-ICO נמצא בשלבי פיתוח התחלתיים ביותר, ולכן מצוי בסיכון אינהרנטי גבוה לכישלון. טוקנים רבים אינם מייצגים ערך מהותי אלא את האפשרות להשתמש בשירות או במוצר שיפתח המנפיק או לקבל גישה אליהם. אין ערבות כלשהי שהמוצר או השירות אכן יפותח בהצלחה, וגם אם הפרויקט יצליח, הרווח שייווצר יכול להיות נמוך ביחס להשקעה.

ג. **תנודתיות רבה במחיר הטוקן המונפק** – ייתכן כי משקיעים לא יוכלו לסחור בטוקנים או להחליף אותם במטבעות מסורתיים. לא כל הטוקנים נסחרים בבורסות למטבעות וירטואלים, ואם הם נסחרים מחירים עשוי להיות תנודתי מאוד. נוסף על כך, בורסות רבות למטבעות וירטואליים אינן מפוקחות, ולכן חשופות למניפולציות ולפעילויות תרמית. כמו כן, משקיעים יכולים להיות חשופים להיעדר יכולת לצאת מההשקעה במשך פרק זמן ארוך או לפדות אותה.

ד. **מידע שאינו מספק** – ברוב ה-ICOs המידע הנגיש למשקיעים באמצעות מסמכי הגילוי אינו מבוקר, אינו שלם, אינו מאוזן ואף מטעה. המידע לרוב שם את הדגש על היתרונות הפוטנציאליים ולא על הסיכונים, והוא לרוב טכני ואינו ברור. לפיכך משקיעים עשויים שלא להבין את הסיכונים שהם נוטלים ולבצע השקעות שאינן הולמות את צורכיהם.

ה. **פגמים בטכנולוגיה** – רוב טכנולוגיות הרישום המבוזר או הבלוקצ'יין טרם נבחנו. יכולים להיות פגמים בקוד או בתוכנות שנועדו ליצירה, להעברה או לאחסון של טוקנים. משקיעים עשויים שלא להיות מסוגלים לגשת לטוקנים או לשלוט בהם, ואף ייתכן שהטוקנים ייגנבו (במקרה של פריצה). הטכנולוגיה יכולה שלא לעבוד במהירות ובצורה מאובטחת, כגון במקרים של עומס פעילות.

## אזהרה לחברות

מסמך זה נועד להביא לידיעתן של החברות המעורבות בהליכי ICO שעליהן לשים לב ולבחון אם הפעילות שהן מבצעות היא פעילות המצויה בפקוח. שכן, הפעילות ההולכת וגוברת בתחום מעוררת את החשש שחברות אלה אינן מצייתות לאסדרה האירופית הרלוונטית.

ייתכן אמנם שבשל דרך בנייתן של ICOs אלה, האסדרה הקיימת אינה חלה עליהן. עם זאת, במקרים שבהם הטוקנים מהווים מכשירים פיננסיים, סביר שהחברות המעורבות ב-ICOs מבצעות פעילויות השקעה המצויות בפקוח, כדוגמת מסחר או ייעוץ לגבי מכשיר פיננסי, ניהול או שיווק של קרן השקעה וכן הצעה של ניירות ערך לציבור, ולפיכך הן כפופות לאסדרה הקיימת. היעדר ציות להוראות החוק ייחשב הפרה.

ההצהרה של ESMA מונה מספר דירקטיבות עיקריות העשויות לחול במקרים אלו: **דירקטיבת התשקיפים MIFID**, שמטרתה ליצור שוק אחד לשירותי השקעה ולפעילויות השקעה ולהבטיח דרגה גבוהה של הגנה על המשקיעים במכשירים פיננסיים; **AIFMD**, שמטרתה להניח את הכללים לרישוי, לפעילות ולשקיפות של מנהלי קרנות השקעה אלטרנטיביות המנהלים ו/או משווקים קרנות השקעה אלטרנטיביות; **ודירקטיבה העוסקת באיסור הלבנת הון ומימון טרור**. במסמך מצוין גם שעשויים לחול בעניינם של מקרים אלו גם דינים מקומיים של המדינות האירופיות.

## **ארצות הברית**

בארה"ב אין רגולטור יחיד העוסק בפקוח ישיר על תחום המטבעות הווירטואליים במלואו. לכן ההתייחסות הרגולטורית מחולקת בין רגולטורים שונים בהתאם לתחומי הפיקוח של כל רגולטור, כדלהלן:<sup>212</sup>

**המפקחים על הבנקים המדינתיים** מפקחים על פלטפורמות מסחר במטבעות וירטואליים (עסקאות spot), בעיקר באמצעות חוקים הקשורים להעברות כספים;

**רשות המיסים (IRS)** רואה במטבע וירטואלי נכס הכפוף למס על רווחי הון (Property subject to capital gains tax);

**הרגולטור האחראי על איסור הלבנת הון (FinCEN)** – מנטר עסקאות והעברות של מטבעות וירטואליים הנעשות לצורך הלבנת הון;

**רשות ניירות הערך האמריקאית (SEC)** – נוקטת אמצעים כנגד גיוסי הון מהציבור שלא בהתאם לחוקי ניירות ערך (unregistered ICOs);

**רשות המסחר בחוזים עתידיים ובסחורות (CFTC)** – הכירה בשנת 2014 במטבעות וירטואליים כסחורה. משכך, מסחר בנגזרים ששוויים נגזר משווי של מטבע וירטואלי כפוף לפיקוחה, כמו גם

<sup>212</sup>

[http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/backgrounder\\_virtualcurrency01.pdf](http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/backgrounder_virtualcurrency01.pdf)

ל-CFTC סמכות לפעול במקרים בהם מתבצעת מניפולציה או תרמית בנכס הבסיס עצמו (המטבע הווירטואלי).<sup>213</sup>

להלן תיאור התייחסויות מרכזיות של ה-SEC ושל ה-CFTC לנושא המטבעות הווירטואליים.

### **(SEC) Securities and Exchange Commission**

א. עלון למשקיע בנושא ICO<sup>214</sup>

מטבעות או טוקנים וירטואליים נוצרים ומופצים באמצעות השימוש בטכנולוגיות הרישום המבוזר (distributed ledger) ובראשן הבלוקצ'יין. לאחרונה החלו יחידים למכור טוקנים אלו בדרך הדומה להנפקה, דהיינו, הקונים מקבלים מטבעות או טוקנים וירטואליים עבור כסף מסורתי או תמורת מטבעות וירטואליים אחרים. באמצעות מכירת הטוקנים מגויס הון המממן את הפיתוח של אמצעי טכנולוגיה שונים, כגון פלטפורמות דיגיטליות או תוכנות. אדם שיחליט להשקיע ב-ICO יוכל להשתמש באמצעים שיפותרו או להשתתף בפיתוח הפרויקט עצמו. בסיום ההליך ניתן למכור את המטבעות או הטוקנים הווירטואליים בבורסה למטבעות וירטואליים וכן בפלטפורמות דומות אחרות. לאור האמור לעיל, ניתן להסיק כי הטוקנים המוצעים עשויים להיחשב כניירות ערך לכל דבר ועניין. אם אכן תתקבל מסקנה זו, מכירת הטוקנים תהיה כפופה לחוקי ניירות הערך הפדרליים.

#### מהו הבלוקצ'יין?

טכנולוגיית הבלוקצ'יין היא רשימה מבוזרת אלקטרונית (Electronic distributed ledger) או רשימה של פעולות (בדומה לרשימה של קניית ומכירת מניות), המוחזקת ומנוהלת על ידי משתתפים רבים באמצעות רשת מחשבים. הטכנולוגיה משתמשת בקריפטוגרפיה<sup>215</sup> על מנת לעבד ולאמת עסקאות ברשימה המבוזרת, ובכך מעניקה ביטחון לאמיתות המידע למשקיעים המשתמשים בטכנולוגיה. דוגמאות קיימות לבלוקצ'יין הן הרשימות של הביטקוין והאית'ריום המשמשות למעקב אחר עסקאות במטבעות אלו.

#### מהו המטבע הווירטואלי או הטוקן הווירטואלי?

---

<sup>213</sup> [http://www.cftc.gov/idc/groups/public/documents/file/labcftc\\_primercurrencies100417.pdf](http://www.cftc.gov/idc/groups/public/documents/file/labcftc_primercurrencies100417.pdf)

<sup>214</sup> U.S Securities and Exchange Commission, Investor Bulletin: Initial Coin Offerings 2017. <https://www.investor.gov/additional-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletin-initial-coin-offerings>

<sup>215</sup> קריפטוגרפיה היא המדע של הגנה על המידע (קריפטו – נסתר ; גרפיה – רישום). שימושה העיקרי מסתכם באפשרות לבצע הצפנה של מידע, אך נכללים בו מאפיינים רבים אחרים המתקשרים להגנה על המידע, כגון אבטחת שלמות המידע, אימות מקור המידע, חתימות דיגיטליות, פרוטוקולי הסכמה על מפתחות, חוזים חכמים.

[https://webcourse.cs.technion.ac.il/236350/Winter2009-2010/ho/WCFiles/Lecture%203%20-%20Intro%20to%20crypto%20-%20Ciphers%20\(sub1\).pdf](https://webcourse.cs.technion.ac.il/236350/Winter2009-2010/ho/WCFiles/Lecture%203%20-%20Intro%20to%20crypto%20-%20Ciphers%20(sub1).pdf)

מטבע וירטואלי הוא מצג דיגיטלי של ערך מסוים הטוב לשימושים אחדים: מסחר דיגיטלי, אמצעי תשלום בבורסה וירטואלית, יחידת חישוב (Unit of account), מאגר ערך (Store of value) וזכויות אחרות.

#### זהות מנפיקי הטוקנים או המטבעות הווירטואליים

טוקנים או מטבעות וירטואליים יכולים להיות מונפקים על ידי ארגון וירטואלי (כדוגמת The DAO) או ישות אחרת המבקשת לגייס הון מהציבור. ארגון וירטואלי הוא ארגון הגלום בקוד מחשב ופועל באמצעות טכנולוגיית הרשימה המבוזרת. הקוד נקרא גם "חוזה חכם", ומבצע פעולות אוטומטיות מסוימות של הארגון הווירטואלי, כגון הנפקה של טוקנים או מטבעות וירטואליים.

#### נקודות שמומלץ למשקיעים לשקול בעת קבלת החלטה אם להשקיע ב-ICO

1. מכיוון שהטוקנים עשויים להיות ניירות ערך, על המשקיע לברר עם המנפיק אם הטוקנים או המטבעות הווירטואליים נחשבים לניירות ערך ואם רשם את ההצעה ב-SEC כנדרש או קיבל פטור מרישום זה. אם הטוקנים או המטבעות הווירטואליים רשומים, ניתן למצוא עליהם מידע במערכת המידע EDGAR. אם המנפיק טוען כי הצעתו אינה מחויבת ברישום והמשקיע אינו משקיע מנוסה, עליו לנהוג ביתר זהירות, שכן גם בהנפקות הפטורות מרישום קיימות דרישות אחרות הנסתרות מעיני המשקיע חסר הניסיון. לעתים ההנפקה מוצגת כסוג של חוזה למימון המונים. ואולם, חוזים אלו אינם עומדים בהכרח באסדרה הקיימת בנוגע למימון המונים או בחוקי ניירות הערך הפדרליים, ועל כן יש להיזהר מהם.
2. מומלץ כי אדם המעוניין להשתתף בהנפקה של טוקנים או מטבעות וירטואליים יבין את ייעוד השקעתו וכן את התמורה שהוא עשוי לקבל מהשקעה זו. הזכויות שיתקבלו עבור השקעה זו ראוי שיפורסמו במסמך (White paper או Development Roadmap), אשר יפרט בשפה ברורה וקלה להבנה את הזכויות שהטוקנים או המטבעות הווירטואליים עשויים להעניק למשקיע.
3. אם אכן הטוקנים או המטבעות הווירטואליים יוגדרו כניירות ערך שחלים עליהם חוקי ניירות הערך הפדרליים, נדרש מכל הנוגעים בהליך (מומחי ההשקעות וחברותיהם המציעים, סוחרים ומייעצים בנוגע למטבעות) לבצע רישום ב-SEC בהתאם לחוק הרלוונטי. ניתן לבדוק מידע אודות הרישום בכתובת Investor.Gov.
4. מומלץ כי המשקיע יבחן את ודאות ההנפקה, לרבות פומביות הבלוקצ'יין והקוד והימצאותם של מנגנוני הגנה מפני התקפות סייבר פוטנציאליות.
5. מומלץ להיזהר מהצעות של טוקנים או מטבעות וירטואליים המוצגות כהזדמנויות השקעה בטכנולוגיה חדישה היוצרת סיכוי ודאי לרווח גבוה; הצעות הצפויות להתברר כתרמית. יש לציין, בהקשר זה, כי כל אדם יכול להנפיק מטבעות או טוקנים וירטואליים אישיים, ועל כן מידת הזהירות צריכה להיות כפולה ומכופלת.
6. בורסות וירטואליות או ישויות נוספות המציעות מסחר בטוקנים או במטבעות וירטואליים עשויות להיות חשופות לכשלי טכנולוגיה רבים, כגון אירועי סייבר, מרמה, תקלות, פריצות ובעיות חומרה. על כן, ובהמשך לכל האמור לעיל, על המשקיעים לנהוג ביתר זהירות בעת קניית המטבעות או הטוקנים ולהשתדל לבחון ולוודא את זהות המוכר.

התרופות שיכול לקבל אדם שנפל קורבן להונאה או לגניבה בעקבות השקעה בטוקנים או במטבעות וירטואליים הינן מוגבלות בשל טבען האנונימי של עסקאות אלו והאתגרים המשמעותיים הניצבים בפני רשויות האכיפה בנושא זה. אלו הם האתגרים העיקריים:

1. קשיים באיתור הכספים, שכן לרוב מוסדות פיננסיים מסורתיים (כגון הבנקים) אינם לוקחים חלק בהליך ה-ICO.
2. קשיים בהשגת מידע אודות הליך ICO מסוים, שכן הליכים מסוג זה מתבצעים ברמה הגלובלית, והמידע בעניינם אינו זמין או קל להשגה, גם אם נחתמו הסכמים בין המדינות בעניין זה.
3. קשיים באיסוף מידע, מפני שלא קיימת רשות המרכזת ואוכפת את תחום המטבעות הווירטואליים במדינה ובעולם.
4. קשיים בהקפאתם (אם בוצעה הונאה) או אבטחתם של הטוקנים או המטבעות הווירטואליים, מכיוון שהם מוחזקים על ידי המשקיעים בארנק וירטואלי ומוצפנים מפני אנשים חיצוניים, ועל פי רוב לא יוחזקו בידי צד שלישי.

נקודות עיקריות נוספות המחייבות את המשקיעים לשים לב ולהיזהר כאשר מוצע להם לקנות טוקנים וירטואליים הינן:

1. הבטחת תשואות גבוהות;
2. הצעות לא מוכרות ופנייה יזומה של צד ג' זר;
3. בפרט יש להיזהר אם ההצעה "טובה מכדי להיות אמיתית", כי היא ככל הנראה תתברר ככזו;
4. לחץ על המשקיע לרכוש את המטבע באופן מיידי;
5. מוכרים לא מורשים;
6. הצעות שאינן "מותאמות למשקיעים", כלומר, הצעות להנפקות פרטיות שאינן מלוות בבקשת מידע בנוגע לכשירותו של המשקיע ולרמת ההכנסה שלו או אינן מפרטות הגבלות מסחר הרלוונטיות למשקיעים.

ב. דו"ח חקירת ה-SEC בעניין ICO – The DAO שהיא הנפקת ני"ע<sup>216</sup>

ביום 25 ביולי 2017 פרסמה מחלקת האכיפה של ה-SEC דוח על חקירה שבוצעה כנגד ארגון בלתי מאוגד בשם The DAO, שהינו ארגון "ווירטואלי" הכולל קוד ממוחשב שמבצע פעולות באופן אוטומטי במערכת של רישום מבוזר או בלוקצ'יין. בדוח החקירה נבדק האם ארגון זה ואנשים וחברות הקשורים אליו (כגון חברת Slock.it UG המאוגדת בגרמניה) גייסו 153 מיליון דולר מהציבור על ידי מכירת טוקנים למשקיעים לצורך השקעה משותפת בפרויקטים שונים, תוך הפרת חוקי ניירות הערך של ארה"ב.<sup>217</sup>

<sup>216</sup> U.S. Securities and Exchange Commission, Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO 2017.  
<https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>

<sup>217</sup> <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf> וכן ראו: <https://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>



לאחר גיוס הכסף, אך לפני מימון הפרויקטים, התרחשה מתקפת סייבר על הארגון האינטרנטי, אשר גרמה לאיבוד שליש מנכסי המשקיעים שהשקיעו בטוקנים הללו. ארגון זה ביחד עם ארגונים נוספים הצליחו להחזיר את המצב לקדמותו באמצעות מספר פעולות שנקטו, ואפשרו לכל מי שרצה בכך להמיר חזרה את טוקני ה-DAO למטבע הווירטואלי אית'רום, וכך לצאת מהמיזם ללא הפסד כספי כלל. על פי חוקי ניירות הערך בארצות הברית, חוזה השקעה הינו "השקעת כסף במיזם משותף המלווה בציפיית המשקיע לרווח שיושג מהיוזמה או ממאמצי הניהול של אחרים". בהתבסס על העובדות שנמצאו בחקירת המקרה, קבעה ה-SEC כי טוקני ה-DAO מהווים חוזה השקעה הנכלל בהגדרת ניירות ערך של ארצות הברית. לפיכך היה על המציע לרשום את ההצעה (או לעמוד בתנאי פטור רלוונטיים). כמו כן, מערכת מסחר הסוחרת בניירות ערך כאמור, העומדת בהגדרת "בורסה" קבוע בחוק, חייבת להירשם כבורסה לאומית (או לפעול בהתאם לתנאי פטור רלוונטיים).

### The DAO וטוקני ה-DAO

ארגון The DAO פרסם מסמך גילוי (Whitepaper) שנועד ליידע את הציבור על גיוס הכסף ועל הכללים שיחולו על המשתתפים בהליך הגיוס והמיזם. מסמך זה לא היה ערוך על פי כללי תשקיף ולא עבר רישום ב-SEC, אלא היה מסמך סובייקטיבי של הארגון שפורסם לצורך גיוס הכסף מציבור המשקיעים. המסמך פורסם ושווק באמצעות הרצאות ואתרי אינטרנט רלוונטיים, במטרה לגרום למשקיעים פוטנציאליים להמיר את מטבעות האת'רום שלהם בטוקני ה-DAO, אשר יעניקו להם זכויות, כגון זכויות הצבעה, בעלות ודיווידנדים. לאחר הליך זה נסחרו טוקני ה-DAO בפלטפורמות מסחר שונות, וניתנה האפשרות להמיר את הטוקנים הללו במטבעות את'רום או בכסף מסורתי. כל אדם היה רשאי לרכוש את המטבעות ללא הגבלה בכמות הרכישה. כמו כן, לא הוגבל מספר המשקיעים ולא נבדקה תאימות ההשקעה למשקיע.

### ניתוח האירוע

סגל ה-SEC ביצע ניתוח אירוע ובחן את השאלה האם הליך זה של גיוס כספים הינו **במהותו** הנפקת ניירות ערך, ועל כן חוקי ניירות הערך של ארה"ב חלים עליו, והאם הפלטפורמות שסחרו בטוקני ה-DAO שנוצרו מהוות מערכות מסחר החייבות רישום ורישוי בהתאם לחוקים אלו.

#### 1. חובת פרסום תשקיף על פי חוק ניירות הערך<sup>218</sup>

סעיף 5 לחוק ניירות הערך (Securities Act) קובע כי הצעה או מכירה של ניירות ערך לציבור תלווה בחובות גילוי ורישום נרחבות ושונות שיוצגו בתשקיף. בתשקיף יפורט מידע על אודות החברה, אשר יסייע למשקיע הסביר לקבל החלטת השקעה מושכלת. כל מכירה של נייר ערך לציבור שלא תעמוד בדרישות הללו היא אסורה.

#### 2. החשבת טוקני ה-DAO כניירות ערך

---

<sup>218</sup> Sec. 5. Prohibitions Relating to Interstate Commerce and the Mails. The Securities Act of 1933, <https://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>

### ה-SEC הגיע למסקנה שטוקני ה-DAO מהווים ניירות ערך על פי הניתוח שלהלן:

(1) על פי חוקי ניירות הערך בארצות הברית והפסיקה הקיימת,<sup>219</sup> המושג נייר ערך מקיף גם "חוזה השקעה" (Investment Contract), המוגדר כ"השקעת כסף במיזם משותף המלווה בציפיית המשקיע לרווח שיושג מהיזומה או ממאמצי הניהול של אחרים" (An investment of money in a common enterprise with a reasonable expectation of profits to be derived from the entrepreneurial or managerial efforts of others). לאור האמור, אף אם אין החוזה קרוי "נייר ערך", עקרונות בסיסיים של חוקי ניירות הערך יחולו גם על ארגונים וירטואליים וישויות המגייסים הון באמצעות טכנולוגיות רישום מבוזר.

(2) **האם הייתה השקעה של כסף?** במקרה הזה עולה השאלה האם הכסף המושקע חייב להיות כסף מזומן? במקרה הנדון המשקיעים העבירו את המטבע הדיגיטלי את'רום עבור קבלת טוקני ה-DAO. על פי הלכת Howey, כל החלפת ערך מהווה השקעת כסף, ולכן גם החלפת את'רום עבור טוקני ה-DAO היא בגדר השקעת כסף.

(3) **האם קיימת ציפייה סבירה לרווח מההשקעה?** המשקיעים שרכשו טוקני DAO השקיעו במיזם משותף עם ציפייה סבירה לרווח, שכן החומר השיווקי שהופץ ביחס למיזם על ידי מייסדי המיזם העיד כלפי המשקיעים הפוטנציאליים כי המיזם נועד לעשיית רווחים, באופן שהסכום שיוגיס יושקע בפרויקטים אחרים, והרווחים מפרויקטים אלו יחולקו למשקיעים או יושקעו בפרויקטים אחרים. לאור האמור, נראה כי משקיע סביר אכן יצפה לרווח ברכישה מעין זו.

(4) **האם הרווח יגיע מיוזמה או ממאמצי ניהול של אחרים?** על מנת לעמוד בתנאי זה, האחר צריכים לגלות מאמצים משמעותיים שלא ניתן להכחישם (Undeniably significant). על מנת להשיא רווחים, המייסדים והמפעילים של The DAO הקימו אתרי אינטרנט לטובת המיזם, ניהלו פורומים, ענו על שאלות, העידו על עצמם שהם מומחים לרשת האת'רום, והצהירו כי יציעו למשקיעים את הפרויקט הראשון להשקעה. בנוסף, כאשר התרחשה הפריצה פעלו בנחישות על מתן לפתור את הבעיה. אין ספק שהרווח, ככל שהיה, נבע ממאמצים של אחרים. כמו כן, זכויות ההצבעה של בעלי הטוקנים החדשים היו מוגבלות, וגם עובדה זו מציינת שמישהו אחר צריך לפעול על מנת להשיא רווחים, ולא כל החלטות נתונות למחזיקים בלבד.

### 3. חובת רישום למנפיקים למעט אם עומדים בתנאי פטור

כל מנפיק מחויב לרשום הצעות או מכירות של ניירות ערך, אלא אם עומדים בתנאי פטור מדרישה זו. זאת ועוד, לא רק המנפיק אלא כל אדם שהשתתף בהצעה שלא כדין יכול להיות מואשם בהפרת סעיף 5 לחוק ניירות ערך, כמפורט לעיל, ויישא בתוצאות ההפרה בהתאם לקבוע

---

<sup>219</sup> <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/case.html>, See SEC v. Edwards, 540 U.S. 389, 393 (2004); SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293, 301 (1946); see also United Housing Found., Inc. v. Forman, 421 U.S. 837, 852-53 (1975) (1946). בהלכת Howey. המונח האמריקאי את המונח Howey. בהלכת (1946) (3) תוך ציפייה לרווח; (4) אשר יופק "חוזה השקעה" ככל עסקה במסגרתה: (1) השקעת כסף; (2) במיזם משותף; (3) תוך ציפייה לרווח; (4) אשר יופק מיוזמה או ממאמצי ניהול של אחרים.

בדין. The DAO הוא ישות או תאגיד שאינו רשום, אך על פי התנאים שתוארו למעלה, נקבע כי הינו מנפיק החייב ברישום.

#### 4. חובת רישום לבורסה

כל מערכת שעונה על ההגדרות של בורסת מסחר מחויבת להירשם כבורסה לאומית ( National Securities Exchange) או לפעול כבורסה שקיבלה פטור מדרישת רישום זו (סעיף 6 ל- Securities and exchange Act; כן ראו סעיף 3 לחוק המגדיר מהי בורסה).<sup>220</sup> הפלטפורמות שבהן נסחרו הטוקנים החדשים עמדו בהגדרות של בורסת מסחר.

#### 5. מסקנות

התשובה לשאלה האם אדם, ישות וארגון באשר הוא (ובכלל זאת ארגון וירטואלי), המציעים או המוכרים ניירות ערך בארה"ב, מחויבים לעמוד בחוקי ניירות הערך הפדרליים, בדרישות הרישום ובחובות הגילוי הרלוונטיות לניירות הערך תלויה בעובדות ובנסיבות של כל מקרה ומקרה. המטרה של דרישת הרישום היא לספק למשקיעים הגנה ראויה מפני הצעות שאינן מאושרות ולספק מידע רלוונטי אודות המוצע להם, אשר יסייע להם לקבל החלטת השקעה נבונה. לכן דרישות אלו ראויות בין אם ניירות הערך הונפקו על ידי חברות מסורתיות ובין אם על ידי ארגונים מבוזרים, בין אם נרכשו באמצעות כסף מסורתי ובין אם באמצעות מטבעות ווירטואליים, ובין אם הופצו באופן מאושר ובין אם באמצעות טכנולוגיות רישום מבוזר. נוסף על כך, כל אדם, ישות וארגון באשר הוא, המפעילים מערכת כלשהי העונה להגדרת בורסת מסחר, מחויבים לרשום את המערכת כבורסה לאומית או לעמוד בתנאי פטור מדרישת רישום זו. המסקנה היא אפוא שהנפקת טוקני ה-DAO על ידי The DAO היתה הנפקת ניירות ערך. למרות זאת הוחלט לא לבצע פעולות אכיפה כנגד החברה על בסיס המידע והעובדות שהיו בידי ה-SEC במועד פרסום זה. (אין נימוקים להחלטה זו).

#### ג. הגשת כתבי אישום – תיק שמנוהל בימים אלה

ביום 29 בספטמבר 2017 הגישה ה-SEC כתבי אישום בבית המשפט המחוזי בברוקלין, ניו-יורק, כנגד איש העסקים מקסים זסלבסקי (Maxim Zaslavskiy) ושתי חברות המזוהות עמו (REcoin ו-Group Foundation ו-DRC World), בטענה כי הונו משקיעים בביצוען של צמד ICOs המיוחסות, לכאורה, להשקעות בנדל"ן וביהלומים.<sup>221</sup> ה-SEC טוענת כי זסלבסקי והחברות המזוהות עמו מכרו ניירות ערך לא רשומים, והטוקנים או המטבעות הדיגיטליים אינם קיימים כלל. על פי כתב האישום, למשקיעים נאמר כי הם יכולים לצפות לרווחים גבוהים מפעילות החברות, אף על פי שבפועל לא היתה לחברות פעילות כלל. ההפרות המיוחסות לזסלבסקי ולחברותיו בכתב האישום הן הפרות המתקשרות להוראות הרישום ב-SEC ולהונאה בהתאם לחוקי ניירות הערך בארה"ב. כמו כן, ה-SEC ביקשה מבית המשפט צו חירום להקפאת נכסי זסלבסקי וחברותיו.

<sup>220</sup> <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>

<sup>221</sup> <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-185-0>

משקיעים שונים השקיעו ב-ICOs של צמד החברות הללו על סמך טענות שווא, ובהן ש"מדובר בהשקת המטבע הקריפטוגרפי הראשון המיוחס להשקעה בנדל"ן", וכי "לחברות הללו יש צוות נרחב של בעלי מקצוע שיסייעו להצלחת ה-ICO". כשגילו המשקיעים כי הטענות הללו הינן תרמית דרשו את כספם חזרה, אך הדבר לא עלה בידם. על כן ה-SEC דורשת צווי מניעה קבועים, החזר הכספים במלואם ופיצויים. כמו כן, ה-SEC דורשת לאסור על זסלבסקי לכהן כדירקטור או כמנהל וכן להשתתף בכל הצעה הקשורה לניירות ערך דיגיטליים. טענות שווא נוספות שליוו הנפקות אלו היו ההצהרות שגויסו בין 2 ל-4 מיליון דולרים וכי עסקי היהלומים עומדים ופועלים כשורה. בפועל התקבלו כ-300,000 דולרים, ועסקי היהלומים לא פעלו כלל.

#### ד. הצהרת יו"ר ה-SEC בנושא מטבעות קריפטוגרפים ו-ICOs

ביום 11 בדצמבר 2017 פרסם יו"ר ה-SEC הצהרה בנושא המטבעות הקריפטוגרפיים וה-ICOs.<sup>222</sup> בהצהרה פירט את עמדתו הכללית בנושאים הללו וכיוון את דבריו לשתי קבוצות: המשקיעים "מן היישוב" (Main Street Investors) ומומחי השוק (Market Professionals). כן הציג דוגמאות לשאלות שעל המשקיעים הבוחנים הזדמנויות השקעה במטבעות הקריפטוגרפיים או ב-ICOs לשאול טרם ההשקעה. בהערת אגב צוין כי עמדה זו מפרטת את עמדתו האישית של יו"ר ה-SEC ואינה מייצגת בהכרח את עמדתם של commissioners אחרים או של ה-SEC, וכן אין לראות בה דיון סופי בנושא או הצעת חוק כלשהי.

#### כללי

כיום, פלטפורמות המדיה החברתית והשווקים הפיננסיים ברחבי העולם גועשים ורועשים בכל הנוגע למטבעות קריפטוגרפיים ול-ICOs. ישנם סיפורים רבים על רווח עצום שהושג ועל חלומות שמתגשמים, כאשר רבות נשמעת אותה המנגינה: " הפעם מדובר במשהו שונה". שוקי המטבעות הקריפטוגרפיים וה-ICOs הם שווקים מקומיים, לאומיים ובינלאומיים הצומחים בקצב מהיר וכוללים מגוון הולך וגדל של מוצרים ושחקני שוק. שווקים אלו מציגים בפני המשקיעים ומשתתפי השוק השונים שאלות רבות, חלקן חדשות וחלקן ישנות (אך בצורה חדשה), הדורשות ניתוח מעמיק על מנת לספק תשובה הולמת. מכל מקום, צפוי כי התשובות יהיו מגוונות בהתאם למאפיינים שונים. לדוגמה:

1. האם המוצר חוקי? האם הוא כפוף לאסדרה כלשהי, ובין היתר, לאסדרה שמטרתה להגן על המשקיעים? האם המוצר עומד בהוראותיה של אסדרה כזו?
2. האם ההצעות לציבור חוקיות? האם הישויות שמציעות את המוצר מורשות לבצע זאת?
3. האם שוקי המסחר הוגנים? האם ניתן לבצע מניפולציה במחירים המוצגים בשווקים הללו? האם משקיע יכול למכור כשהוא רוצה למכור?

<sup>222</sup> <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11>

#### 4. האם ישנם סיכונים מהותיים לגניבה או להפסד כספי, ובכללם סיכונים העולים מפריצות למערכת (Hacking)?

##### שיקולים למשקיעים מן היישוב

מספר חששות עולים בכל הנוגע לשוקי המטבעות הקריפטוגרפיים ול-ICO, לרבות חששות הנוגעים לאופן שבו השווקים הללו פועלים, שבהם ההגנה על המשקיעים פחותה באופן ניכר ביחס לשווקים המסורתיים לניירות הערך, ובהתאם לכך גדלות האפשרויות לביצוע פעולות הונאה ומניפולציה. השווקים הללו חוצי גבולות, ועל כן המסחר עשוי להתקיים במערכות ובפלטפורמות הנמצאות מחוץ לתחומי השיפוט האמריקאיים. כספי ההשקעה עשויים לנדוד אל מחוץ לארה"ב אפילו ללא ידיעת המשקיע. לכן קיימים סיכונים שונים, לרבות הסיכון שלא תהיה לרגולטורים, כגון ה-SEC, האפשרות לתבוע שחקנים הפוגעים בשוק (Bad actors) או להביא להחזרת כספי ההשקעה למשקיעים.

עד כתיבת מסמך זה לא קיבלה ה-SEC ולו בקשת רישום אחת ל-ICO. כמו כן, היא לא אישרה רישום או מסחר של מוצר כלשהו הנסחר בבורסות (כגון ב-ETFs) המחזיק מטבעות קריפטוגרפיים או נכסים אחרים המתקשרים למטבעות קריפטוגרפיים. **כל אמירה אחרת צריכה להעלות דגל אדום בפני המשקיעים.**

ה-SEC פרסמה מספר מסמכים בנוגע למטבעות קריפטוגרפיים ול-ICOs, ובהם אזהרות למשקיעים, עלוני מידע (Bulletins) והצהרות שונות לגבי השקעות בהם, לרבות הצהרה בנוגע לשיווקן של הצעות טוקנים מסוימות בידי ידוענים.<sup>223</sup> מומלץ לקרוא מסמכים אלו, ומומלץ כי משקיע שהחליט להשקיע באותם מוצרים ישאל שאלות טובות וידרוש תשובות ברורות. להלן **דוגמאות** לשאלות שעל משקיעים הבוחנים הזדמנויות השקעה במטבעות הקריפטוגרפיים או ב-ICOs לשאול טרם ההשקעה:

1. עם מי אני נכנס לחוזה?

א. מי מנפיק ומממן את המוצר, מהו הרקע שלהם, והאם הם סיפקו תיאור מלא ומדויק של המוצר? כמו כן, האם יש להם תוכנית עסקית כתובה, מלאה ומובנת?

ב. מי מקדם או משווק את המוצר, מהו הרקע שלהם, והאם יש להם הרישיון הדרוש על מנת למכור את המוצר? כמו כן, האם הם קיבלו תשלום כדי לקדם את המוצר?

ג. היכן המיזם ממוקם?

---

<sup>223</sup> Statement on Potentially Unlawful Promotion of Initial Coin Offerings and Other Investments by Celebrities and Others (Nov. 1, 2017), available at <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-potentially-unlawful-promotion-icos>; Investor Alert: Public Companies Making ICO-Related Claims (Aug. 28, 2017), available at [https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ia\\_ico-related-claims](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ia_ico-related-claims); Investor Bulletin: Initial Coin Offerings (July 25, 2017), available at [https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib\\_coinofferings](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_coinofferings); Investor Alert: Bitcoin and Other Virtual Currency-Related Investments (May 7, 2014), available at <https://www.investor.gov/additional-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-alert-bitcoin-other-virtual-currency>; Investor Alert: Ponzi Schemes Using Virtual Currencies (July 23, 2013), available at [https://www.sec.gov/investor/alerts/ia\\_virtualcurrencies.pdf](https://www.sec.gov/investor/alerts/ia_virtualcurrencies.pdf).

2. לאן הכסף שלי יגיע ועבור מה ישמש? האם הוא ישמש לתשלום (cash out) לאחרים?
3. אילו זכויות ספציפיות נלוות להשקעה שלי?
4. האם קיימים דוחות כספיים? אם כן, האם הם מבוקרים ועל ידי מי?
5. האם ישנו מידע על מסחר? אם כן, האם יש דרך לאמת אותו?
6. איך, מתי ובאיזה מחיר אני יכול למכור את ההשקעה שלי? לדוגמה, האם יש לי הזכות להחזיר את הטוקן או המטבע לחברה או לקבל זיכוי? האם אני יכול לבצע מכירה חוזרת של הטוקן או המטבע? אם כן, האם קיימות מגבלות על יכולתי לבצע זאת?
7. אם קיים ארנק דיגיטלי, מה קורה אם אני מאבד את המפתח הפרטי שלי? האם עדיין תהיה לי גישה להשקעה שלי?
8. כשקיימת מעורבות של טכנולוגיית הבלוקצ'יין, האם הוא פתוח ופומבי? האם הקוד פורסם? האם קיימת ביקורת בלתי תלויה בנושא אבטחת הסייבר?
9. האם ההצעה תוכננה באופן שתוכל לעמוד בחוקי ניירות הערך? ואם לא, מהן ההשלכות על היציבות של המיזם ועל יציבות ערך ההשקעה שלי?
10. אילו הגנות משפטיות עשויות (אם עשויות) להיות זמינות לי במקרים של הונאה, פריצה, נזקה (malware) או שינוי לרעה בתוכנית העסקית? מי יהיה אחראי להחזיר את השקעתי אם דבר מה ישתבש?
11. אם מוקנות לי זכויות משפטיות, האם אני יכול לאכוף אותן ביעילות? האם מוקצים משאבים לפצות אותי אם יופרו הזכויות הללו?

כמו בכל סוג אחר של השקעה פוטנציאלית, ככל שהדבר נשמע טוב מדי מכדי להיות אמיתי, ככל שמובטחת תשואה על השקעה וככל שלוחצים על המשקיעים להשקיע בזריזות, על המשקיע לפעול בזהירות מרבית ולהיות מודע לסיכון להפסיד את כל ההשקעה.

#### שיקולים למומחי השוק (Market Professionals)

לדעת יו"ר ה-SEC, בין אם ICOs מייצגות הצעה של ניירות ערך לציבור ובין אם לאו, הן עשויות להיות דרכים יעילות ליזמים לגייס הון מהציבור למטרות שונות, לרבות לפרויקטים חדשניים. עם זאת, כל פעולה שכזו, שכרוכה בה הצעה של ניירות ערך לציבור, חייבת לכלול גילוי של המידע וההליכים המהותיים וכן את ההגנות המוקנות למשקיעים שחוקי ניירות הערך בארה"ב (להלן – "חוקי ניירות הערך") קובעים ודורשים. שינוי מסוים במבנה ההצעה של נייר ערך אינו משנה את העובדה המהותית לפיה כאשר ניירות ערך מוצעים לציבור, בכל צורה שהיא, הוראות חוקי ניירות הערך יחולו על ההצעה.<sup>224</sup> במילים אחרות, כאשר מחליפים רישום זכויות בתאגיד מסורתי הרישום ברשימה ריכוזית ברישום זכויות בישות מסוימת הרישום ברשימה מבוזרת באמצעות בלוקצ'יין, אמנם השתנה אופן הרישום, אך לא השתנתה המהות כלל.

<sup>224</sup> צוין כי ישנם מקרים שבהם ניתן לבצע ICO מבלי להידרש לעמוד בדרישות הרישום הקבועות ב-SEC. לדוגמה, כפי שייתכן שיינתן פטור תחת Regulation D להצעה שמטרתה לגייס הון על מנת לייצר מוצר פיזי, גם ICO שהינה נייר ערך עשויה להיות בנויה בצורה כזו שתהיה ראויה לקבלת פטור מדרישות הרישום.

נוכח זאת, יו"ר ה-SEC ממליץ למומחי השוק, לרבות יועצים, רואי חשבון ועורכי דין העוסקים בשוק ההון, לקרוא בעיון רב את דוח החקירה על מקרה The DAO Report (21(a) 225) ואת הדיווחים על פעולות אכיפה שונות של ה-SEC כנגד ICOs. בדוח The DAO ניתחה ה-SEC את עקרונות חוקי ניירות הערך ותחולתם במקרה ספציפי על מנת להוכיח כי טוקן מסוים עולה כדי "חוזה השקעה", ולכן הינו נייר ערך שחוקי ניירות הערך חלים עליו. להלן המאפיינים המגדירים "חוזה השקעה": הטוקן מייצג השקעת כסף; במיזם משותף; תוך ציפייה סבירה לרווח; שיושג ממאמצי ניהול או מיוזמה של אחרים.

בסמוך לפרסום הדוח הוא ניסו מומחי שוק מסוימים להקנות מאפייני "Utility" לטוקנים או למטבעות המוצעים ב-ICOs כדי לחמוק מהגדרתם כניירות ערך. ניכר כי רבים מהניסיונות הללו העדיפו צורה על פני מהות (Form over substance). עצם הגדרת הטוקנים כ"Utility token" או בנייתם בצורה כזו שיספקו שירות כלשהו אינם מונעים מהטוקנים להיות ניירות ערך. **טוקנים והצעות שונות הכוללים מאפיינים ומאמצי שיווק המדגישים את הפוטנציאל להשגת רווח המבוסס על מאמצייהם של אחרים, מכילים את הסממנים העיקריים לכך שמדובר בנייר ערך הכפוף לחוקי ניירות הערך.** על כן, בנקודה זו ובנקודות אחרות שבהן יש צורך במומחיות, ניסיון ושיקול דעת של מומחים, יו"ר ה-SEC מצפה כי "שומרי הסף" יתמקדו בתחומי האחריות שלהם. יו"ר ה-SEC ממליץ למומחי השוק לפעול לאור הרציונל העיקרי לדרישות הרישום, להליכי ההצעה ולדרישות הגילוי, שהינו ההגנה על המשקיעים, ובעיקר על המשקיעים מן היישוב.

נוסף על כך, יו"ר ה-SEC מזהיר את משתתפי השוק מפני קידומן או שיווקן של הצעות או מכירות של טוקנים מבלי לקבוע תחילה אם חוקי ניירות הערך חלים על פעולות אלו. ככלל, מכירה של ניירות ערך דורשת רישיון, והניסיון מלמד ששיווק מופרז בשווקים תנדננתיים ודלי מסחר עשוי להיות סימן למניפולציות ולהונאות, כגון ספסרות ופעולות "pump and dump". במקביל, יו"ר ה-SEC מזהיר את מפעילי המערכות והפלטפורמות המאפשרות מסחר במוצרים אלו, שכן הם עשויים לפעול כבורסות או כברוקרים ודילרים שאינם רשומים, ועל כן עשויים להפר את חוקי ניירות הערך הרלוונטיים.

בנוגע למטבעות הקריפטוגרפיים מבקש יו"ר ה-SEC להדגיש שתי נקודות עיקריות:

1. ישנם מטבעות קריפטוגרפיים שאינם נראים לכאורה כניירות ערך. עם זאת, עצם השימוש בשם "מטבע" או "מוצר המבוסס מטבע" אינו אומר שלא מדובר בנייר ערך. לפני שמשיקים מטבע קריפטוגרפי או מוצר שערכו קשור למטבע קריפטוגרפי אחד או יותר, יזמי המטבע או המוצר מחויבים להוכיח ללא צל של ספק כי המטבע או המוצר אינו נייר ערך; או ככל שמדובר בנייר ערך, לציית לדרישות הרישום וכן לדרישות השונות הקבועות בחוקי ניירות הערך.
2. ברוקרים, דילרים ופעילי שוק אחרים המאפשרים לבצע תשלומים במטבעות קריפטוגרפיים, המאפשרים ללקוחות לרכוש מטבעות קריפטוגרפיים באשראי או משתמשים במטבעות

---

<sup>225</sup> ראו סקירה מורחבת להלן בהמשך במסמך זה.

קריפטוגרפיים על מנת לאפשר ביצוע של עסקאות בניירות ערך צריכים להיזהר במיוחד, לרבות בכל הנוגע למילוי חובותיהם הקשורים לאיסור הלבנת הון ולחובת "הכר את הלקוח"<sup>226</sup>. על כן, וכפי שיו"ר ה-SEC ציין בעבר, על הפעילים בשוק לראות בתשלומים ובעסקאות המתבצעים באמצעות המטבעות הקריפטוגרפיים העברה של כסף מזומן מאדם אחד לאדם אחר.

### דיון נוסף בנושא המטבעות הקריפטוגרפיים, ICOs ואסדרה בניירות ערך

#### מטבעות קריפטוגרפיים

ככלל, המטבעות הקריפטוגרפיים נועדו להיות פריטים בעלי ערך טבוע (בדומה לכסף מזומן או לזהב), אשר באמצעותם ניתן יהיה לבצע רכישות, מכירות או עסקאות פיננסיות אחרות. המטבעות הקריפטוגרפיים נועדו לספק פונקציות רבות, הדומות לפונקציות הטבעות במטבעות מוסדרים כגון הדולר האמריקאי, האירו או הין היפני, אך אינם מגובים בידי ממשלה או בידי גוף אחר. אכן, הם נוצרים ומתוחזקים בצורה שונה מהמטבעות המסורתיים, אבל גלומים בהם יתרונות פוטנציאליים מגוונים, כגון היכולת לבצע העברות ללא השימוש במתווכים וללא הגבלות מיקום; סופיות הסליקה; עלויות נמוכות לביצוע עסקאות בהשוואה לאפשרויות תשלום שונות; וכן היכולת לאמת עסקאות באופן פומבי. מאפיינים נוספים של המטבעות הקריפטוגרפיים הינם אנונימיות והיעדר פיקוח או אסדרה ממשלתיים. על כן, לדברי מבקריהם של מטבעות מסוג זה, מאפיינים אלו עשויים לאפשר מסחר ועסקאות פיננסיות בלתי חוקיים. כמו כן, חלק מהמאפיינים האלה עדיין לא הוכיחו את עצמם בפועל מבחינת התוצאות והיכולת לממשם.

נטען בעבר כי המטבעות הקריפטוגרפיים אינם ניירות ערך, וכן שההצעה והמכירה שלהם אינם דורשים אישור או פיקוח של ה-SEC. בחינת מהימנותה של טענה זו בנוגע לנכס דיגיטלי המתויג כמטבע קריפטוגרפי **תלויה במאפייניו ובשימושו של כל נכס באופן פרטני**. מכל מקום, בתחום המטבעות הקריפטוגרפיים ל-SEC אותם האינטרסים והאחריות שמכוונים אותה כשהיא עוסקת בהשפעתן של עסקאות המתבצעות בדולרים אמריקאיים, באירו או בין היפני על שוק ניירות הערך בארה"ב. קביעה זו חלה על חברות ניירות ערך, כמו גם על שאר פעילי השוק, המאפשרות לבצע תשלומים במטבעות קריפטוגרפיים, הבונות תשתיות המאפשרות השקעה או החזקה במטבעות קריפטוגרפיים או המעניקות אשראי ללקוחות על מנת שיוכלו לרכוש מטבעות קריפטוגרפיים או להחזיק בהם.

#### ICOs

במקביל לצמיחה המטאורית של המטבעות הקריפטוגרפיים, יחידים וחברות משתמשים יותר ויותר ב-ICOs על מנת לגייס הון לעסקיהם ולפרויקטים שלהם. לעתים קרובות הצעות אלו כוללות את האפשרות למשקיע היחיד להמיר מטבעות כגון הדולר האמריקאי או מטבע קריפטוגרפי בתמורה לנכס דיגיטלי המתויג כמטבע או כטוקן. הצעות אלו עשויות ללבוש פנים רבות. כמו כן, הזכויות והאינטרסים הצמודים למטבע ומוענקים למשקיע היחיד הינם מגוונים. על כן, שאלת

---

<sup>226</sup> צוין כי יו"ר ה-SEC מודאג בעיקר מפעילי השוק המעניקים אשראי ללקוחות בדולרים אמריקאיים, הנחשב לנכס יציב יחסית, על מנת לאפשר להם לרכוש מטבעות קריפטוגרפיים, שעל פי הניסיון הם נכסים תנודתיים.



מפתח המופנה לכלל פעילי השוק היא: "האם המטבע או הטוקן הינם ניירות ערך?" כפי שרבים ממשפטני השוק יודעים, התשובה תלויה בעובדות המקרה. לדוגמה, טוקן המייצג זכות השתתפות במועדון "ספר החודש" עשוי שלא להיות כפוף לחוקי ניירות הערך, ובמקביל עשוי לשמש דרך יעילה לראשי המועדון לממן רכישות עתידיות של ספרים ואף לאפשר את הפצתם של הספרים למחזיקי הטוקנים. **בניגוד לכך, נראה כי הצעות רבות של טוקנים חורגות מהמבנה המוצג לעיל, ומקבילות יותר לזכויות בחברה עתידית של הוצאה לאור, כאשר עדיין אין ספרים, ספרים או קווי הפצה.** לעתים מפרסמי ומקדמי ההצעות מדגישים את הפוטנציאל הגלום בשוק המשני לטוקנים, והדבר מעורר דאגה ניכרת. כאמור, הרכישות העתידיות מתבצעות על בסיס הפוטנציאל לגידול בערכם של הטוקנים, עם האפשרות לממש את הרווחים על ידי מכירה של הטוקנים בשוק המשני או להרוויח מעליית ערכם של הטוקנים בהתבסס על מאמציהם של אחרים. למעשה, כל אלו מבטאים סממנים עיקריים לנייר ערך ולהצעה של ניירות ערך לציבור.

ככלל, ה-ICOs הידועות ליו"ר ה-SEC בנויות באופן שהן כרוכות בדרך כלל בהצעה של ניירות ערך לציבור ומושפעות במישרין מההוראות השונות הקבועות בחוקי ניירות ערך, כגון דרישות רישום והוראות הקשורות להגנת המשקיעים. חוקים אלו קובעים כי המשקיעים זכאים לדעת במה הם משקיעים ומהם הסיכונים הגלומים בהשקעה זו. יו"ר ה-SEC פונה למחלקת האכיפה ברשות להמשיך ולפקח על התחום בנחרצות ולהמליץ על פעולות אכיפה כנגד מבצעי ה-ICOs המפרים את חוקי ניירות הערך.

#### מסקנה

ה-SEC מחויבת לקדם גיוסי הון (Capital Formation). הטכנולוגיה שמתבססים עליה המטבעות הקריפטוגרפיים וה-ICOs עשויה לערער מוסכמות, ליצור שינויים ואולי אף להיות יעילה יותר. יו"ר ה-SEC סמוך ובטוח כי הפיתוחים בתחום הפינטק יסייעו לגיוסי הון ויספקו הזדמנויות השקעה מבטיחות הן למשקיעים מוסדיים והן למשקיעים מן היישוב. על כן, הוא מעודד את המשקיעים מן היישוב להיות פתוחים לאותן ההזדמנויות ובד בבד לשאול שאלות טובות, לדרוש תשובות ברורות ולהפעיל שיקול דעת בקשר להזדמנויות הללו. בנוסף, על משתתפי השוק ויועציהם המעניקים ייעוץ ללקוחות, בונים מוצרים חדשים או מעורבים בביצוע עסקאות להביא בחשבון את החוקים, התקנות והמדריכים הרלוונטיים וכן את המסגרת החוקית העקרונית לניירות הערך אשר שירתה את אמריקה נאמנה במשך יותר מ-80 שנים בהתמודדות עם פיתוחים חדשניים. נוסף על כך, יו"ר ה-SEC מעודד את משתתפי השוק ואת יועציהם להיות בקשר עם סגל ה-SEC, על מנת שייסייע להם בניית תחולת חוקי ניירות הערך.

#### ה. אזהרה למשקיעים על אודות חברות ציבוריות המפרסמות הודעות בקשר ל-ICO

ביום 28 באוגוסט 2017 פרסמה ה-SEC אזהרה למשקיעים אודות חברות ציבוריות המפרסמות הודעות בקשר ל-ICO.<sup>227</sup> אזהרה זו אינה עוסקת במישרין ב-ICO אלא בהודעות מיידיות של חברות ציבוריות שנועדו להשפיע על מחיר המניה של החברה (הנסחרת). האזהרה מתייחסת לסיטואציות

<sup>227</sup> [https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ia\\_icorelatedclaims](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ia_icorelatedclaims)

אפשריות שבהן חברות ציבוריות מצהירות הצהרות כזב שהמניות שלהן קשורות ב-ICO או שהן עצמן עוסקות בו או מבצעות אותו. המטרה של ההצהרות הללו היא לעשות שימוש בתשומת הלב התקשורתית שניתנה לאחרונה ל-ICO כדי ליצור עניין סביב המניה ולנפח את ערכה לשם Pump & Dump. ה-SEC הזהירה כי היא עשויה לעצור מסחר במניות של חברות נסחרות שמפיצות מידע כוזב הקשור ל-ICO או להנפקת אסימונים הכרוכה ב-ICO, וכי אף עצרה מסחר במניות של חברות שהפיצו מידע כזה. האזהרה מפרטת רשימת נסיבות העשויה להוביל את ה-SEC לעצור את המסחר במניות של חברות:

4. חוסר במידע עדכני, מדויק או נאות על החברה, כגון אם החברה לא הגישה דוחות תקופתיים במשך תקופה ממושכת;
5. כאשר עולות שאלות על מידת הדיוק של מידע ציבורי לגבי החברה, לרבות הודעות לעיתונות מטעם החברה ודוחות לגבי הסטטוס התפעולי של החברה או מצבה הפיננסי;
6. כאשר עולות שאלות בנוגע למסחר במניה, לרבות מסחר הנעשה על ידי אנשי פנים בחברה, חשש למניפולציה והיכולת לבצע סליקת עסקאות במניות.

האזהרה גם מפנה להפסקות מסחר על ידי ה-SEC במניות של חברות שעלה בעניינן כי היו מעורבות ב-ICO, והן: First Bicooin Capital Corp., CIAO Group, Strategic Global, Sunshine Capital.

#### 1. הקמת יחידת סייבר

בחודש ספטמבר 2017<sup>228</sup> החליטה ה-SEC להקים יחידת סייבר במסגרת מחלקת האכיפה שלה. יחידת הסייבר נועדה להתמקד בניטורן של התנהגויות בלתי-הולמות המיוחסות לאבטחת סייבר, כגון פעולות מניפולטיביות על השוק ובכללן הפצת מידע מטעה למשקיעים באמצעות המדיה החברתית והאלקטרונית; פריצה למאגרי מידע סודיים על מנת להשיג מידע סודי ומהותי; **הפרות מסוימות המיוחסות לטכנולוגיית הרישום המבוזר ול-ICO**; התנהגות בלתי הולמת המבוצעת באמצעות השימוש ב"רשת אפלה" (Dark Web) (תוכן אינטרנטי מחוץ לרשת המקובלת ובלתי קונוונציונלי שהגישה אליו מוגבלת); פריצות לחשבונותיהם האישיים של משקיעי הברוקראז'; איומי סייבר המתקשרים לפלטפורמות מסחר ולתשתיות אחרות החיוניות לתפקוד השוק.

2. ביום 25 באוקטובר 2017 הגיש אנדרו בייקר, שרכש 5000 טוקנים של חברת Tezos בעבור ביטקוין אחד, בקשה לאישור תובענה ייצוגית<sup>229</sup> בבית המשפט המחוזי שבסן פרנסיסקו, קליפורניה, כנגד Dynamic Ledger Solutions Inc. (החברה שבבעלותה קוד המקור של הפרויקט) ומספר נאשמים נוספים (כגון: יזמי חברת Tezos) בעקבות הנפקת טוקנים שנויה במחלוקת של החברה ובחשד להפרת חוקי ניירות הערך הפדרליים והמדינתיים בארה"ב. פרויקט Tezos גייס בחודש יולי 2017

<sup>228</sup> <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-176>

<sup>229</sup> [https://www.scribd.com/document/363391183/Tezo-s-Filing#from\\_embed](https://www.scribd.com/document/363391183/Tezo-s-Filing#from_embed)

232 מיליון דולר באמצעות ICO (שהטוקנים שהונפקו בו הגיעו ב-1 בנובמבר 2017 לשווי של כ-475 מיליון דולר), והוא נחשב לגדול ביותר בהיקף הגיוס עד כה. לטענת התובע, הטוקנים שהונפקו הינם ניירות ערך, ולכן יזמי חברת Tezos הפרו מספר הוראות הנוגעות לחוקי ניירות הערך הפדרליים והמדינתיים, כגון הצעה של ניירות ערך לציבור ללא תשקיף; הצגת מידע מטעה למשקיעים בנוגע לסיווגם האמיתי של הטוקנים ובנוגע לאופי האמיתי של החברה; ביצוע הונאה בניירות ערך; והתנהלות לא תקינה הגובלת בהפרת הוראות התחרות ההוגנת. משרד עורכי הדין המייצג את התובעים טען כי כ-30,000 איש קנו "Tezzies" או "XTZ" (הטוקן של Tezos) בתמורה למטבעות קריפטוגרפיים. המשרד מבקש לבטל את הקנייה טרם הנפקת הטוקנים וטוען לנזקים נוספים שנגרמו. לאחר הגשת תביעה זו הוגשו תביעות נוספות בקשר לפרויקט Tezos.<sup>230</sup>

ח. ביום 1 בדצמבר 2017 הגישה יחידת הסייבר ב-SEC כתב תביעה<sup>231</sup> כנגד שני יזמים (Dominic Sabrina Paradis Royer ו-Lacroix) וכן כנגד חברה בבעלות Lacroix (PlexCorp) בחשד להונאה של משקיעים וכן בחשד להפרה של חוקי ניירות הערך הפדרליים והמדינתיים בארה"ב בשל גיוס כספים מלקוחות באמצעות הצעה ומכירה של טוקנים בשם PlexCoin, הנחשבים לניירות ערך, ללקוחות בכל העולם, ובין היתר ללקוחות בארה"ב.

בתביעה נטען כי החל בחודש אוגוסט 2017 ועד ליום הגשת התביעה גייסו הנאשמים כ-15 מיליון דולר מאלפי משקיעים בטענות שווא, וביניהן הבטחה לתשואה של 1,354% תוך פחות מ-29 ימים. על פי התביעה, הצעת הטוקנים אינה חוקית מכיוון שניירות הערך הוצעו גם לציבור בארה"ב, וההצעה לא עמדה בדרישות הרישום או הפטור מרישום, כפי שנדרש ממנפיקי ניירות ערך לציבור בארה"ב. לטענת ה-SEC, על מנת לחמוק מהחלת חוקי ניירות ערך על הטוקנים הללו, ניסו הנתבעים להגדיר את הטוקנים כ"מטבעות קריפטוגרפיים". ואולם לטענת ה-SEC הטוקנים הם ניירות ערך כמוגדר בחוקי ניירות הערך הפדרליים בארה"ב.

ט. ביום 11 בדצמבר 2017 הוציאה ה-SEC צו להפסקת פעילות (Cease and Desist)<sup>232</sup> לחברה מקליפורניה בשם Munchee, שתכננה למכור טוקנים דיגיטליים למשקיעים באמצעות ICO, במטרה לגייס 15 מיליון דולר לשיפור אפליקציה מבוססת בלוקצ'יין לביקורת מסעדות. החברה ביקשה עוד ליצור אפליקציה שבה תהיה לרוכשי הטוקנים הזכות למכור ולקנות סחורות ושירותים עם הטוקנים, ולבסוף אף תאפשר לחברה לשלם בטוקנים למשתמשים באפליקציה כדי שהם יכתבו ביקורות על מסעדות שונות ויממשו פונקציות נוספות הטמונות באפליקציה. על פי

---

<sup>230</sup> <https://www.scribd.com/document/365858893/Tezos-Class-Action-Resis-Law-Firm-GGCC-LLC-11-26-17>

[https://www.scribd.com/document/367401527/Complaint?irgwc=1&content=10079&campaign=Ski%20m%20bit%20%20Ltd.&ad\\_group=100652X1574425X7aa1511616dea70f7ef5261b51aef9e&keyword=ft750noi&source=impactradius&medium=affiliate#from\\_embed](https://www.scribd.com/document/367401527/Complaint?irgwc=1&content=10079&campaign=Ski%20m%20bit%20%20Ltd.&ad_group=100652X1574425X7aa1511616dea70f7ef5261b51aef9e&keyword=ft750noi&source=impactradius&medium=affiliate#from_embed)  
<https://www.silvermillerlaw.com/wp-content/uploads/2017/11/2017-11-13-DE-1-CLASS-ACTION-COMPLAINT.pdf>

<sup>231</sup> <https://www.sec.gov/litigation/complaints/2017/comp-pr2017-219.pdf>

<sup>232</sup> <https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf>

ניתוח מאפייני ההנפקה, שבוצע בהתאם לעקרונות שיושמו בעניין The Dao, מצאה ה-SEC כי Munchee הנפקה טוקנים המהווים חוזה השקעה, שאותם הציעה למכירה לציבור הכללי, לרבות למשקיעים פוטנציאליים בארה"ב, ובכך ביצעה הצעה ומכירה לא רשומות (Unregistered securities offers and sales). ה-SEC הדגישה כי הציפיה של המשקיעים לרווח נבעה בין היתר מכך שבמהלך ה-ICO הדגישו Munchee ומשווקים אחרים בפני המשקיעים שני נושאים מרכזיים: א. המשקיעים יוכלו לצפות לעליית ערך הטוקנים בעקבות מאמצי החברה ומאמציהם של אחרים; ב. החברה תנקוט מאמצים על מנת ליצור ולבסס שוק משני לטוקנים המונפקים. לבסוף, ה-SEC הדגישה כי גם אם לטוקנים יש שימוש מעשי כשהם נמכרים, אין בכך בהכרח כדי להוציא אותם מהגדרת "נייר ערך". הקביעה אם עסקה כלשהי היא בגדר הנפקת ניירות ערך אינה תלויה בתיוג שמי בלבד של המכשיר המונפק – כגון אפיון ה-ICO כהליך של הנפקת Utility token – אלא דורש הערכה של המהות הכלכלית של העסקה ושל המכשיר המונפק במהלכה. כל העובדות והנסיבות הרלוונטיות צריכות להילקח בחשבון. Munchee קיבלה על עצמה את צו ה-SEC, אשר לא כלל סנקציה כלשהי, וזאת מבלי להודות או להכחיש את הממצאים המיוחסים לה. כמו כן, ה-ICO נעצרה ו-Munchee החזירה למשקיעים את כספם לפני שהפיצה את הטוקנים.

י. ביום 18 בינואר 2018, פרסם ה-SEC מכתב סגל (Staff letter) בנושא קרנות השקעה משותפות ומטבעות קריפטוגרפים (Engaging on Fund Innovation and Cryptocurrency-related Holdings).<sup>233</sup> במכתב, הודיעה ה-SEC כי לא תאפשר לעת הזו להקים או לקיים קרנות השקעה במטבעות קריפטוגרפים. ה-SEC מציינת שורה של גורמי סיכון (כגון סיכוני נזילות, קשיי תמחור של הנכסים, וקשיי אחזקה במשמורת), בגינם קשה לראות איך קרנות כאלו יעמדו בחוק ההשקעות המשותפות של ארה"ב. ה-SEC ביקשה מהחברות שהגישו בקשות לאישור קרנות השקעה במטבעות קריפטוגרפים למשוך את הבקשות, עד שלא ימצאו פתרונות הולמים לגבי הסיכונים המפורטים במכתב.

#### **234(CFTC) Commodity Futures Trading Commission**

א. ביום 17 באוקטובר 2017 פרסמה ה-CFTC דף מידע בנושא מטבעות וירטואליים.<sup>235</sup> ה-CFTC הכירה בכך שהביטקוין ומטבעות וירטואליים אחרים מוגדרים כסחורות.<sup>236</sup> קביעה זו עשויה להוביל לכך שבסופו של דבר ה-CFTC תפעיל רגולציה באופן ישיר על מטבעות וירטואליים. במסגרת חקיקת Dodd-Frank נוספו ל-Commodities Exchange Act (CEA) מספר התנהגויות אסורות הנוגעות לסחורות עצמן ולא רק כנגזרים. מכוח סעיפים אלה קנתה ה-CFTC סמכויות לעסוק בהקשרים

<sup>233</sup> <https://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/2018/cryptocurrency-011818.htm>

<sup>234</sup> Lexidale, International Policy שביצעה חברת ICO האמור בסעיף ה לקוח מתוך מחקר השוואתי בנושא בחודש אוקטובר 2017. Consulting.

<sup>235</sup> [http://www.cftc.gov/idc/groups/public/documents/file/labcfctc\\_primercurrencies100417.pdf](http://www.cftc.gov/idc/groups/public/documents/file/labcfctc_primercurrencies100417.pdf)

<sup>236</sup> כפי שצויין לעיל, עוד בשנת 2014.

מסוימים גם בסחורות. בדף המידע מציינת ה-CFTC במפורש שסמכותה על מטבעות וירטואליים קיימת הן כאשר הם משמשים כנגזרים בחוזה פיננסי והן אם מתבצעת הונאה או מניפולציה במחירו של מטבע וירטואלי המשמש סחורה.

סעיף 6c(5) אוסר לבצע מניפולציות במחירי סחורות באמצעות הצעת מחירים פיקטיביים לסחורות כדי ליצור תנודות מלאכותיות במחיריהן ("Spoofing").<sup>237</sup> סעיף 6c(6) מסמיך את ה-CFTC לקבוע כללים הדרושים לפי דעתה כדי למנוע את ההתנהלות האמורה וכל התנהלות אחרת שמפריעה למסחר הוגן וישר. מכוח הסעיף האמור קבעה ה-CFTC את כלל 180.1, האוסר על פעולות שונות בקשר למכירת סחורות, ואת כלל 180.2, האוסר לבצע מניפולציות במחירי סחורות. להלן ההתנהגויות שנאסרו במסגרת כלל 180.1:

*"(1) Use or employ, or attempt to use or employ, any manipulative device, scheme, or artifice to defraud;*

*(2) Make, or attempt to make, any untrue or misleading statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made not untrue or misleading;*

*(3) Engage, or attempt to engage, in any act, practice, or course of business, which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person; or,*

*(4) Deliver or cause to be delivered, or attempt to deliver or cause to be delivered, for transmission through the mails or interstate commerce, by any means of communication whatsoever, a false or misleading or inaccurate report concerning crop or market information or conditions that affect or tend to affect the price of any commodity in interstate commerce, knowing, or acting in reckless disregard of the fact that such report is false, misleading or inaccurate. Notwithstanding the foregoing, no violation of this subsection shall exist where the person mistakenly transmits, in good faith, false or misleading or inaccurate information to a price reporting service."*

התיקון לסעיף 6c וכלל 180.1 נועדו להקל על ה-CFTC את האכיפה בעניין מניפולציות במחיר. שכן, קודם לתיקון היה על ה-CFTC להוכיח מספר דברים: כוונה מפורשת של המפר להביא למניפולציה במחיר, שהמפר היה בעל יכולת לגרום למניפולציה כאמור, ושמחירים פיקטיביים אכן התקיימו ונגרמו על ידי המפר.<sup>238</sup> **בראש ובראשונה, התיקון האמור איפשר ל-CFTC לנקוט צעדי אכיפה גם**

---

<sup>237</sup> Meric Sar, Dodd-Frank and the Spoofing Prohibition in Commodities Markets, **22 Fordham J. Corp. & Fin. L.** 383, 416 (2017), 384-385.

<sup>238</sup> Q & A – Anti-Manipulation and Anti-Fraud Final Rules. CFTC Office of Public Affairs. [http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/amaf\\_qa\\_final.pdf](http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/amaf_qa_final.pdf)

אם ההונאה לא נעשתה בקשר עם נגזר, ומסמיכה את ה-CFTC לפעול ביחס למכירת הסחורות עצמן.<sup>239</sup>

ב-21/9/2017 הגישה ה-CFTC תביעה אזרחית מכוח סעיף זה נגד Gelfman Blueprint. בתביעה טענה ה-CFTC שבעלי האתר ביצעו הונאת פונזי כאשר שידלו משקיעים להשקיע כספים בקרן משותפת, שלפי הפרסום באתר הפעילה אלגוריתם מתמטי למסחר בביטקוין. לפי התביעה, ההצהרות של בעלי האתר היו שקריות, ובפועל לא התבצעה שום פעולת מסחר בכספי הקרן.<sup>240</sup>

בנוסף, סעיף 9(3) ל-CEA עוסק במניעת הונאות בסחורות. להלן לשון הסעיף (ההדגשה אינה במקור):

“(3) *Other manipulation*

*In addition to the prohibition in paragraph (1), it shall be unlawful for any person, directly or indirectly, to manipulate or attempt to manipulate the price of any swap, or of any commodity in interstate commerce, or for future delivery on or subject to the rules of any registered entity.”*

לבסוף, סעיף 2(c)(2)(d) ל-CEA מעניק ל-CFTC סמכות על עסקאות קמעונאיות מסוימות בסחורות. הסעיף קובע חובת רישום אצל ה-CFTC לסוחר העוסק בעסקאות בסחורות המוצעות כחלק ממכשיר ממונף, עם בטוחות או על בסיס פיננסי (Offered on a leveraged, marginal or financial basis) מול רוכשים קמעונאים (מי שהיקף עסקיו או נכסיו נמוך מההיקף הקבוע בחוק). ה-CFTC אף פעלה נגד זירת מסחר במטבעות וירטואליים שהתקיימו בה התנאים האמורים בעניין BITFINEX.<sup>241</sup>

ב. ביום 19 בינואר 2018, פרסמה ה-CFTC כי ב-18 בינואר 2018 הגישה תביעה אזרחית בבית המשפט הפדרלי בניו-יורק כנגד נאשם (McDonnell), ושתי חברות המזוהות עמו (Cabbage Tech/Coin Drop Markets), בחשד לביצוע הונאה והטעיה בהקשר לרכישה ולמסחר במטבעות וירטואליים.<sup>242</sup> ביום 6 במרץ 2018, אישר ביהמ"ש, בפעם הראשונה, קביעה זו של ה-CFTC, כאשר נענה לבקשה לצו מניעה בעניין McDonnell נגד חברות בבעלותו שהונו משקיעים וסיפקו שירותי ייעוץ מטעים

---

<sup>239</sup> שם.

<sup>240</sup> התביעה שהוגשה לבית המשפט בניו יורק זמינה בקישור הזה: <sup>240</sup>

<http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@lrenforcementactions/documents/legalpleading/enfgelfmancomplaint09212017.pdf>

<sup>241</sup> Matthew Kluchenek, Bitcoin and Virtual Currencies: Welcome to Your Regulator (December 3, 2016). *Harvard Business Law Review Online*, <http://www.hblr.org/2016/12/bitcoin-and-virtual-currencies-welcome-to-your-regulator/>

<sup>242</sup> <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr7675-18>

הקשורים למטבעות דיגיטליים<sup>243</sup>. ביהמ"ש פסק כי מטבעות דיגיטליים, גם אלו שלא מהווים נכסי בסיס לחוזים עתידיים, נכנסים תחת ההגדרה של "סחורות" (commodities) בהתאם ל-CEA (Commodity Exchange Act), ולכן ל-CFTC סמכות לבצע פעולות אכיפה גם במקרים בהם בוצעה הונאה או תרמית בעסקה או במכירה של הסחורות עצמן ולא רק במקרים הקשורים למסחר בחוזים עתידיים. השופט שפסק בהחלטה זו נימק החלטתו, בין היתר, על סמך העובדה כי הקונגרס טרם הסמיך גוף שיפקח על תחום המטבעות הדיגיטליים. קביעה זו מחזקת את סמכות האכיפה של ה-CFTC המסייעת בהגנה על משקיעים במטבעות דיגיטליים.

#### ג. עדוּתו של יו"ר ה-CFTC בפני וועדת הסנאט לענייני דיור ובנקאות של הסנאט בארה"ב

ביום 6 בפברואר 2018 העיד יו"ר הרשות לפיקוח על חוזים עתידיים בסחורות (CFTC), Christopher Giancarlo, בפני הוועדה לבנקאות, דיור ועניינים עירוניים של הסנאט בארה"ב, בנושא המטבעות הווירטואליים<sup>244</sup>. להלן עיקרי הדברים מעדותו.

#### כללי

חשוב להביט על הנושא בפרופורציה. נכון ל-5 בפברואר 2018 שווי השוק הכולל של הביטקוין, נמוך משווי חברת large cap אחת (כגון מקדונלד'ס). לעיתים נוטים להשוות את הביטקוין לזהב כמכשיר השקעה, אולם חשוב לדעת כי שווי השוק הכולל של הזהב, המוערך בידי מועצת הזהב העולמית, הוא כ-8 טריליון דולר, מה ששוב מעיד על השווי הנמוך של שוק הביטקוין. תשומת הלב של התקשורת עולה עשרות מונים על גודלו של שוק זה ומושכת את תשומת הלב של העולם הפיננסי. ועדיין, נושא זה מאתגר רגולטורים רבים, וכפי שיו"ר ה-SEC וה-CFTC כתבו לאחרונה, הרגולטורים ימשיכו לעבוד בשיתוף פעולה על מנת לקדם שקיפות וישרה בשוקים אלו וחשוב מכך, להרתיע ולרדוף את אלו המבצעים הונאות ופוגעים בשוק. שווקים אלו הינם חדשים, חוצי גבולות ודורשים מהרגולטורים להיות זריזים בהחלטותיהם ולהסתכל תמיד קדימה.

#### סמכות הפיקוח של ה-CFTC על המטבעות הווירטואליים

ב-2015, קבעה ה-CFTC כי המטבעות הווירטואליים עונים להגדרת "סחורה" בהתאם לקבוע ב-CEA. למרות זאת, ל-CFTC אין סמכות רגולטורית על שווקים או פלטפורמות המבצעות עסקאות Cash או Spot במטבעות ווירטואליים, בסחורות אחרות או על המשתמשים בפלטפורמות הללו. למעשה, החוק הנוכחי אינו מקנה לאף רגולטור פדרלי בארה"ב סמכות פיקוח על פלטפורמות מסחר במטבעות ווירטואליים הפועלות בארה"ב או מחוצה לה. עם זאת, מוקנת ל-CFTC סמכויות אכיפה במקרים של הונאה ומניפולציה המבוצעות בשוק הנגזרים על מטבעות ווירטואליים ובשוק עסקאות ה-SPOT במטבעות ווירטואליים, הנסחרים בארה"ב.

#### פעולות שבוצעו על ידי ה-CFTC

<sup>243</sup>

<http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@lrenforcementactions/documents/legalpleading/enfcoindroporder030618.pdf>.

<sup>244</sup> <https://www.banking.senate.gov/public/cache/files/d6c0f0b6-757d-4916-80fd-a43315228060/A2A6C1D8DDBB7AD33EBE63254D80E9E3.giancarlo-testimony-2-6-18b.pdf>

לאור הכרזתה של ה-CFTC כי תחום השיפוט שלה כולל גם נגזרים שנכסי הבסיס שלהם הם מטבעות ווירטואליים, נקטה ה-CFTC בהליכי אכיפה שונים, פרסמה הנחיות ואזהרות ופעלה באופן נמרץ לחינוך המשקיעים.

1) **אכיפה** - מחלקת האכיפה ב-CFTC פועלת על מנת להרתיע ולמנוע מניפולציות במחיר והפרות אחרות בשוק, לשמור על ההוגנות הפיננסית של כלל העסקאות המתבצעות בכפוף ל-CEA, ולהגן על משתתפי השוק השונים מפני הונאה, מפני פעולות פוגעניות אחרות או מפני שימוש בלתי הולם בנכסי הלקוחות. בנספח א' לעדות, ניתן למצוא סיקור לפעולות האכיפה האחרונות שננקטו בידי ה-CFTC (כגון פעולות אכיפה שננקטו נגד The Entrepreneurs, My Big Coin Pay Inc., Coin Drop Markets ו-Headquarters Limited).

בנוסף, הקימה ה-CFTC כח משימה ייחודי, החולק מידע ומשתף פעולה עם ה-SEC, שמטרתו לאגור ידע ולהשתמש במומחיות שלו לאכיפה בתחום המטבעות הווירטואליים.

2) **חוזים עתידיים על הביטקוין** - חשוב לשים את שוק החוזים העתידיים על הביטקוין בפרספקטיבה המתאימה. נכון ל-2 בפברואר 2018, מספר החוזים העתידיים הקיימים (Open Interest) הוא קטן יחסית לשווקים אחרים. בהתאם למחיר הביטקוין באותו היום, השווי הכולל של החוזים העתידיים על הביטקוין, הוא 94 מיליון דולרים (13,390 חוזים). לשם ההשוואה, השווי של כלל החוזים הקיימים על הנפט הגולמי (Crude oil) הינו 170 מיליארד דולר (2,600,000 חוזים, יותר מפי אלף ממספר החוזים על הביטקוין) והשווי של כלל החוזים העתידיים על הזהב הינו 74 מיליארד (549,000 חוזים).

בכפוף ל-CEA ולהנחיות השונות של ה-CFTC, הבורסות לחוזים העתידיים יכולות לאשר באופן עצמאי (Self-Certify) מוצרים חדשים בהתרעה של כ-24 שעות טרם תחילת המסחר במוצרים. על מנת לסבר את האוזן, ב-15 השנים האחרונות, למעלה מ-12,000 חוזים עתידיים על מוצרים חדשים אושרו באופן עצמאי. מטרת מסגרת ההוראות המאפשרות לבורסות לאשר מוצרים חדשים באופן עצמאי, ללא אישור מקדים של ה-CFTC, נועדה לאפשר הכנסת מוצרים חדשים לשוק באופן מהיר ויעיל. ה-CFTC מוצאת כי מסגרת זו מתפקדת טוב ועקבית עם המדיניות הציבורית המעודדת חדשנות על ידי השווקים עצמם.

בהתייחס לחוזים עתידיים על הביטקוין, עוד בטרם אישרו הבורסות מסחר בחוזים עתידיים אלו, נערכו דיונים רבים בין הבורסות ל-CFTC ואף הוחלפו ביניהם טיוטות רבות עד למועד האישור הסופי של הבורסות עצמן בדצמבר 2017. פרק הזמן בו ה-CFTC בחנה את המוצר החדש אינו חריג שכן מדובר בנוהל שגרתי כאשר מדובר במוצרים העשויים לעורר סוגיות ובעיות מסוימות, בדומה לסוגיות העולות בתחום המטבעות הווירטואליים. ה-CFTC בחנה באופן הדוק את תאימות הבורסות להצעת חוזים אלו וכי החוזים והסדרי הסליקה שלהם לא חשופים למניפולציה. כמו כן, בחנה ה-CFTC את ניהול הסיכונים של מסלקות הנגזרים הקשורות לבורסות, על מנת לוודא כי דרישת הביטחונות ביחס לחוזים אלו מספיקה.

ה-CFTC, בשיתוף פעולה מלא ווולונטרי של הבורסות קבעה מספר הגבלות לצורך הגברת הפיקוח וניהול הסיכונים. ההגבלות הינן:

1. חובת דיווח על סוחר גדול (large trader reporting) תחול על לפחות מסחר בחמישה ביטקוין ומטה; (נראה כי הכוונה היא חוזים אבל לא בהכרח);

2. לבורסה יהיה הסכם עם שווקי spot שיאפשר לה גישה למסחר ולמידע על המסחר לצורך בניית מדד הבסיס עליו מתבססים החוזים;



3. הבורסות ינטרו את המידע עליו מתבסס מדד הבסיס משווקי המזומן ויזהו תנודות חריגות או לא פרופורציונאליות ;
4. הבורסות יחקרו באופן הראוי את הסליקה והמסחר במקרים בהם יזהו תנודות חריגות או לא פרופורציונאליות ;
5. הבורסות יתקשרו עם ה-CFTC באופן שוטף ביחס לפעולות מסחר, וכן יספקו מידע רלוונטי לבקשת ה-CFTC ;
6. הבורסות יתאמו השקת מוצרים חדשים עם ה-CFTC על מנת שיחידת הפיקוח תוכל להתאים את הפיקוח ולנטר את ההתפתחויות ;
7. הבורסות יקבעו בטוחות ראשוניות ומתמשכות (Initial and maintenance margin) גבוהות באופן מהותי ביחס למכשירים אחרים הסולקים במזומן.

בהליך הבחינה ההדוק, ה-CFTC הדגישה את השקיפות, הגישה למידע ויכולת הפיקוח על הנגזרים על הביטקוין ושערי נכס הבסיס. לדעת ה-CFTC, שקיפות זו תגביר את יכולתה להגן על צרכני ושחקני שוק הביטקוין ועל אינטרס הציבור באכיפה ובפיקוח פדרלי. כמו כן, השקיפות תגביר באופן מהותי את יכולת ה-CFTC לזהות ולפעול במקרים של הונאה ומניפולציה בשווקים הרלוונטיים.

בכל הנוגע לאינטרסים של חברי המסלקה, הבחינה ה-CFTC כי ביכולת הבנקים וחברות הברוקראז'י הגלובליים שהינם חברי מסלקת נגזרים לדאוג לאינטרסים המסחריים של עצמם באמצעות יכולת הבחירה שלא לסחור בחוזים העתידיים על הביטקוין, כפי שחלקם בחרו לעשות, בקביעת בטוחות גבוהות מאוד, כפי שחלקם בחרו לעשות, וכן באמצעות ההשתתפות הפעילה שלהם בוועדות הסיכונים של המסלקות.

לאחר השקת חוזים אלו, נשמעו ביקורות משחקני שוק שונים על ההליך העצמאי של הבורסות לאישור מוצרים חדשניים אלו. יו"ר ה-CFTC העיד כי אין זה מתפקידה של ה-CFTC להתייחס לחששות של בעלי עניין בנושא זה, אלא זהו תפקידם של הבורסות והמסלקות הרלוונטיות. ה-CFTC התמקדה בשאלה כיצד החוזים העתידיים והסדרי סליקת המזומן, עוצבו על מנת למנוע מניפולציה וכן מהי רמת הביטחונות הראויה אשר תעמוד ב-CEA ובהנחיות ה-CFTC. לבעלי העניין, ובמיוחד לחברי המסלקה, צריכה להיות ההזדמנות להעלות את החששות שלהם בפני הבורסות והמסלקות הרלוונטיות. מסיבה זו, הוסיפה ה-CFTC בדיקה נוספת לרשימת הבדיקות הכרחיות טרם אישור עצמאי של נגזרים על מטבעות ווירטואליים. בהתאם, על הבורסות לדווח ל-CFTC באיזה צעדים הן נקטו על מנת להפיג חששות של שחקנים קשורים. בנוסף, תבחן ה-CFTC בדקדקנות יתר את התנהלות המסלקות בנוגע לסליקת מוצרי מטבעות ווירטואליים חדשים ותנסח המלצות לפעולות אפשריות עתידיות.

תגובת ה-CFTC לאישור העצמאי שניתן לחוזים העתידיים לביטקוין נחשבת **למאוזנת**. בסוף הליך זה, הוקם השוק המפוקח הראשון מסוגו בעולם לחוזים העתידיים על הביטקוין. גם אם הדבר היה אפשרי, חסימת הליך האישור העצמאי למוצרים הללו לא היה עוצר את עלייתו של הביטקוין או של המטבעות הווירטואליים האחרים. בנוסף, הדבר היה גורם לשוק המטבעות הווירטואליים להמשיך להתקיים ללא פיקוח רגולטורי כלשהו או גוף האחראי על מניעת הונאות ותרמיות. הדבר היה מונע את התפתחותו של שוק נגזרים מפוקח המאפשר לשחקני שוק להיכנס לפוזיציות שורט, אשר איתגר את עליית המחיר של הביטקוין בשנת 2017.

התאמת הסמכות של ה-CFTC

כאמור, ל-CFTC יש סמכות פיקוח מספקת הקבועה ב-CEA על מנת להגן על המשקיעים בנגזרים על המטבעות הווירטואליים, אולם אין לה סמכות שיפוט רגולטורית (בניגוד לסמכות אכיפה במקרים של הונאה או מניפולציה) על שווקים או פלטפורמות המבצעות עסקאות cash או spot במטבעות הווירטואליים או על המשתמשים באותן פלטפורמות. כל הרחבה של הסמכות הרגולטורית של ה-CFTC לשווקי ה-cash וה-spot תדרוש ביצוע תיקוני חוק ל-CEA, ותהווה שינוי דרמטי של משימתה של ה-CFTC.

### שיקולי מדיניות

לפני 20 שנים, כאשר האינטרנט החל להתפתח באופן מהיר ואינטנסיבי קבעו הממשל והקונגרס כי על הממשל והרגולטורים השונים לפעול באופן שלא יפגע בהמשך התפתחותו (In a thoughtful manner not to harm the Internet's continuing evolution). גישה זו מזוהה ומוכרת כבסיס שאפשר את התפתחות האינטרנט שהביא שינוי משמעותי לחברה האנושית.

בשנים אלו, הושקעו כספים רבים בתחום האינטרנט ובתשתיות קשורות, אשר הובילו להתפתחות המסחרת של האינטרנט אשר שדרגה כמעט כל מאפיין בחיי האנשים באמריקה. יו"ר ה-CFTC מאמין כי מדיניות ה-"Do no harm", אשר הייתה נכונה לפני שני עשורים, נכונה גם לימים אלו בהתייחס לטכנולוגיית ה-DLT. עם זאת, בכל הנוגע למטבעות הווירטואליים, נדרש פיקוח קשוב יותר (Attentive) במיוחד לאור המשיכה של משקיעי הריטייל לתחום זה.

בעת שקובעי מדיניות שונים בארצות הברית בוחנים את הפיקוח הרגולטורי הנוכחי על עסקאות ה-spot במטבעות הווירטואליים ובפלטפורמות מסחר, עליהם לשקול את החסרונות של הגישה הנוכחית של מתן רישיונות למעבירי כספים במדינות השונות (State-by-State money transmitter licensure) היוצרת פערים בהגנה על סוחרים ומשקיעים במטבעות ווירטואליים. כל רגולציה פדרלית מוצעת בקשר לפלטפורמות מסחר במטבעות ווירטואליים צריכה להיות מותאמת לסיכונים הגלומים בפעולת המסחר הרלוונטית ולהגביר את היכולות של הרשויות להעמדה לדין במקרים של הונאה ומניפולציות.

פיקוח פדרלי מתאים עשוי לכלול: דיווח על מידע, דרישות הוניות, סטנדרטים בתחום אבטחת סייבר, אמצעים למניעת תרמית, מניפולציה במחירים והלבנת הון, וכן חובה לביצוע הליך הכר את הלקוח. באופן כללי, רגולציה פדרלית תהיה הרבה יותר אפקטיבית ויעילה על מנת להבטיח את ההגיונות והיחשף של שוק המטבעות הווירטואליים כנכסי בסיס.

### מסקנה

אנו נכנסים לעידן דיגיטלי חדש בשווקים הפיננסיים בעולם, וכמו שראינו עם האינטרנט אי אפשר להכניס את השד הטכנולוגי בחזרה לבקבוק. מטבעות ווירטואליים, מסמנים שינוי כיוון בדרך בה אנו חושבים על תשלומים, תהליכים פיננסיים מסורתיים וביצוע פעולות כלכליות. התעלמות מהתפתחויות אלו לא תעלים אותן, ואיננה מענה רגולטורי הולם ואחראי. התפתחות נכסים אלו, התנודתיות שלהם, והעניין הגלובלי שהם יוצרים מחייבים בחינה רצינית. יו"ר ה-CFTC מאמין כי איזון ראוי בין מדיניות מבוססת, פיקוח רגולטורי וחדשנות מהסקטור הפרטי, יאפשרו לשווקים באמריקה להתפתח באופן אחראי וימשיכו לפתח את הכלכלה ולהגביר את השגשוג. עדות זו היא חלק חשוב במציאת איזון זה.

ד. ביום 15 בפברואר 2018, פרסמה ה-CFTC מסמך בנושא "פעולות Pump and Dump במטבעות הווירטואליים" במטרה להזהיר את הצרכנים מפני פעולות אלו.<sup>245</sup> במסמך, בין היתר, צוין כי כל אדם המחזיק במידע מקורי ומהימן על ביצוע פעולות אלו, ואשר יוביל להטלת עיצומים כספיים על המבצעים בסך העולה על 1 מיליון דולר, עשוי לגרוף לכיסו בין 10-30 אחוזים מהעיצום הכספי שיוטל (Whistle Blower).

#### תחולה טריטוריאלית<sup>246</sup>

בשנת 1998 פרסמה ה-SEC גילוי דעת<sup>247</sup> לגבי פרשנות החוק במקרה של שימוש באתרי אינטרנט כדי להציע ני"ע, לשדל עסקאות בני"ע או לפרסם שירותי השקעות בחו"ל (Use of Internet Web Sites To Offer Securities, Solicit Securities Transactions, or Advertise Investment Services Offshore). בגילוי הדעת התייחסה ה-SEC לתחולת החוק האמריקאי כאשר ניירות הערך או ההשקעות מצויים מחוץ לארצות הברית, אבל הפרסומים אודותיהם וההצעות להשקיע מתבצעים דרך אתר אינטרנט הנגיש למשקיעים הנמצאים בארצות הברית. **עמדת ה-SEC כפי שהיא מתבטאת בגילוי הדעת היא שככל שהפרסומים מכוונים למשקיעים הנמצאים בעצמם בארצות הברית וההשקעות פתוחות למשקיעים אלה, הרי שמדובר בפעילות שמתבצעת בארצות הברית והחוק האמריקאי חל עליה.**

להלן הנקודות העיקריות שמבססות את העמדה האמורה:

- דרישות הרישום שבחקיקת ניירות הערך האמריקאית חלות פעמים רבות על הצעה של ניירות ערך או שירותים פיננסיים המוצעים לציבור הרחב (בגילוי הדעת מובאות מספר דוגמאות).
- פרסום מידע באתר אינטרנט עשוי להוות הצעה של ניירות ערך או שירותי השקעות לצורך החקיקה האמריקאית.
- היות שכל בעל גישה לאינטרנט יכול לגשת גם לאתר האינטרנט שבו מתבצע הפרסום, הרי כל עוד בעל האתר לא נקט אמצעים כדי להגביל את הגישה של משקיעים המצויים בארה"ב לאתר האינטרנט, מדובר בהצעה בארצות הברית שחייבת ברישום.

ה-SEC מציינת שניתן היה לנקוט עמדה לפיה האינטרס של הגנה על המשקיעים מצדיק החלה של חובת הרישום על כל הצעה של ני"ע או של שירותי השקעה שמתבצעת באינטרנט ונגישה למשקיע בארה"ב. ואולם, ה-SEC סבורה שגישה זו מרחיבה מדי ועשויה להשפיע באופן שלילי על התפתחותם של כלי השקעה אינטרנטיים בעלי פוטנציאל חיובי. לפיכך, הרשות קבעה שמקום שבו הפרסום אינו מכוון למשקיעים בארה"ב, חובת הרישום לא תחול עליו. ה-SEC לא תראה בפרסום הצעה המכוונת למשקיע בארה"ב אם בעל האתר נקט אמצעים סבירים כדי להגביל את גישתם של משקיעים

<sup>245</sup>

[http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@customerprotection/documents/file/customeradvisory\\_pumpdump0218.pdf](http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@customerprotection/documents/file/customeradvisory_pumpdump0218.pdf)

<sup>246</sup> פסקה זו בנושא תחולה טריטוריאלית לקוחה מתוך מחקר השוואתי בנושא ICO שבוצע על ידי חברת Lexidale International Policy Consulting בחודש אוקטובר 2017.

<sup>247</sup> <https://www.sec.gov/rules/interp/33-7516.htm>

מארה"ב לאתר. גילוי הדעת מפרט מספר אמצעים שבעיני ה-SEC מקיימים את דרישת האמצעים הסבירים (רשימה בלתי ממצה). לדוגמה, אם באתר מצוין באופן ברור ובולט שההצעות שבו אינן מכוונות למדינות אחרות וכי השירותים או ההשקעות אינם מוצעים בארה"ב או לאנשים הנמצאים בארה"ב, או אם קודם למכירה בדק בעל האתר שהרוכש אינו נמצא בארה"ב (למשל, על ידי שדרש כתובת או מספר טלפון).

לבסוף, גילוי הדעת מזכיר את תקנה S (Regulation S), המאפשרת למציע זר להציע ני"ע שאינם מיועדים למכירה בארה"ב במסגרת פרסום באינטרנט. התקנה פוטרת מחובת הרישום מציע כאמור הנוקט אמצעים סבירים כדי להבטיח שההשקעות יהיו כולם בחו"ל, כלומר, משקיע בארה"ב לא יוכל להשקיע בניירות הערך.

## **אוסטרליה**

ביום 28 בספטמבר 2017 פרסמה רשות ניירות הערך האוסטרלית (ASIC) מדריך העוסק ב-ICO.<sup>248</sup> המדריך סוקר בהרחבה את הנושאים הבאים: הגדרת ה-ICO ומעמדה המשפטי; אינדיקטורים שבהתקיימם ייטו לראות ב-ICO הקמה של קרן השקעה מנוהלת, הנפקת מניות או הנפקת נגזרים לציבור; השוק המשני של ה-ICO; הקשר בינה למימון המונים; וכן בחינה אם ICO יכול להיות הסדר תשלום חלופי – Non-Cash Payment Facility (הסדרי תשלום שאינם העברה פיזית של כסף מסורתית).

### מהי ה-ICO

ה-ICO הינה פלטפורמה חדשנית המאפשרת ליחידים ולעסקים לגייס הון מציבור המשקיעים באמצעות האינטרנט. בנסיבות שונות ה-ICO עשוי להיקרא גם ITO (Initial Token Offerings). מטרת גיוס ההון הינה בדרך כלל קידום ופיתוח פרויקטים שונים, כגון פיתוח מטבע קריפטוגרפי חדש או פיתוח שירותים שונים המתקשרים לטכנולוגיית הרישום המבוזר (למשל, הבלוקצ'יין). ב-ICO ירכשו המשקיעים את הטוקנים המוצעים באמצעות המטבעות הקריפטוגרפיים השייכים להם (כגון הביטקוין או האת'רום), דרך האינטרנט ובפרק הזמן הקצוב להנפקה. ה-ICO מיועדת לכלל המשקיעים בעולם, וניתן לבצעה באופן אנונימי (ולרוב היא כזו). כמו כן, כל אדם בעל גישה לאינטרנט, ולו המינימלית ביותר, יכול לבצע ICO או להשקיע באחת.<sup>249</sup>

### מעמדה המשפטי של ה-ICO

בדומה לארה"ב ולקנדה, שבהן כל ICO נבחנת לגופה בהתאם לנסיבות ההנפקה, מעמדה המשפטי של ה-ICO באוסטרליה תלוי במבנה שלה, באופן שבו ההנפקה מבוצעת ובזכויות המוקנות

---

<sup>248</sup> <http://asic.gov.au/regulatory-resources/digital-transformation/initial-coin-offerings/>

<sup>249</sup> לדיון נוסף בטכנולוגיית הרישום המבוזרת ראו:

<http://asic.gov.au/regulatory-resources/digital-transformation/evaluating-distributed-ledger-technology/>

למחזיקים במטבע המונפק. במקרים מסוימים ה-ICO עשויה להיות כפופה לחוקים כלליים ולחוקי הגנת הצרכן באוסטרליה, ואילו במקרים אחרים היא עשויה להיות כפופה לחוק החברות האוסטרלי.

### מקרים שבהם ה-ICO יכולה להיחשב כקרן השקעה מנוהלת (Managed Investment Scheme)

קרן השקעה מנוהלת מוגדרת בחוק החברות האוסטרלי.<sup>250</sup> הקרן היא לרוב מעין מוצר פיננסי הכפוף להוראות חוק החברות האוסטרלי. אינדיקטורים עיקריים המעידים כי הסדר כלשהו נתון להגדרת קרן שכזו הם אלו: א. אנשים המשקיעים נכסים (כגון המטבע הדיגיטלי) על מנת לקבל לחזקתם זכות כלשהי בקרן; ב. הנכסים המושקעים מאוחדים עם נכסי המשקיעים האחרים ופועלים כגוף אחד להשגת רווח או נכסים נוספים; ג. למשקיעים אין יכולת פיקוח ושליטה על הקרן, אך קיימות להם בנסיבות מסוימות זכויות הצבעה או זכויות הדומות לכך.

כאמור, מהות הזכויות המוענקות למשקיעים בעת הנפקת המטבעות היא הגורם המכריע בשאלת הסטטוס המשפטי של ה-ICO. לדוגמה, אם ערך המטבע מקושר באופן ישיר לניהול של הסדר כלשהו כפי שמוצג לעיל, ככל הנראה המוצר שמוצע למשקיעים הוא למעשה קרן השקעה מנוהלת (MIS). במקרים מסוימים הישות המבצעת את ה-ICO תקרא למה שמקבלים המשקיעים כ"קבלה על"שירות שנרכש" (כגון, הזכות המוענקת למשקיעים). עם זאת, בנסיבות שבהן ערכו של המטבע הדיגיטלי מושפע מעצם איחוד הנכסים תחת הסדר משותף, אזי ה-ICO תהיה כפופה להוראות הרלוונטיות לקרן השקעה מנוהלת, וביניהן דרישות גילוי, רישום ורישוי שונות הקבועות בחוק החברות האוסטרלי.

### ה-ICO כהצעה של מניות

מניה מוגדרת בחוק האוסטרלי כאוסף של זכויות המיוחסות לחברה מסוימת. לרוב, מניות מונפקות על ידי חברות ציבוריות בדרכים המקובלות, ומניות אלו מעניקות זכויות בעלות בחברה, זכויות הצבעה בקבלת החלטות, קבלת דיווידנדים וזכות תביעה בפירוק. באוסטרליה רוב המניות מונפקות עם אחריות מוגבלת לחברה (חברה בע"מ).

כאשר ICO מבוצעת על מנת לגייס מימון לחברה מסוימת (או למיזם המוסווה כחברה מסוימת), הזכויות הצמודות למטבע המונפק עשויות להיות תואמות להגדרת המניה כמוצג לעיל. ניתן לבדוק את טבען של הזכויות המוענקות למחזיקי המטבעות הללו במסמך הגילוי. אם למטבעות נלוות זכויות הדומות במאפייניהן למניות, חובה על המנפיק לפרסם תשקיף, כפי שנדרש ממנפיק המבצע הנפקת ניירות ערך ראשונה לציבור (IPO), הכולל את כל המידע העשוי לסייע באופן סביר והוגן למשקיע במוצר פיננסי לקבל החלטה מושכלת בקשר להשקעה. יש לציין, כי אף על פי ש-ICO יכול להיות דומה ל-IPO, ICO שלא יוכר כהנפקת ניירות ערך לא יקנה את אותן הגנות המוקנות ב-IPO

---

<sup>250</sup> להגדרה, הקישור שבהערה 2, חלק 1.2, 9 – מילון מושגים (Dictionary).

שבוצע לאחר פרסום תשקיף, כגון משיכת ההשקעה טרם הנפקת המניות אם בתשקיף היה מידע מטעה או שקרי.

### ה-ICO כהצעה של נגזרים

נגזר מוגדר כמוצר פיננסי השואב את ערכו מנכס בסיס (כגון מניות, חוזים עתידיים, סחורות, מדדים ואף מטבע קריפטוגרפי).<sup>251</sup> אם המטבע המוצע ב-ICO מתומחר בהתבסס על מאפיין מסוים, כגון מחירו של מוצר פיננסי, תנודות של מחיר נכס בסיס או אירוע פיננסי שתוצאותיו דורשות תשלום כחלק מהזכויות או החובות הקשורות למטבע, המטבע המונפק עשוי להיות נגזר. כיום החוזים החכמים המוצעים כחלק מהטכנולוגיה הקשורה ל-ICO (כגון החוזים החכמים שנמצאים בבסיס הבלוקצ'יין של הביטקוין או האת'רום) עשויים להחליף את השירותים הקיימים כיום בתחום העסקאות בנגזרים, כגון סליקה באופן אוטומטי ועוד.

### סחר במטבעות הדיגיטליים בשווקים הפיננסיים

שוק פיננסי הוא פלטפורמה שבה מוגשות הצעות לרכישה או למכירה של מוצרים פיננסיים. כל ישות המפעילה שוק פיננסי באוסטרליה חייבת ברישיון על מנת לפעול, או לחלופין לקבל פטור מכך. אם המטבע המונפק ב-ICO נחשב למוצר פיננסי, כל פלטפורמה המאפשרת למשקיעים לקנות או למכור את המטבעות הללו נחשבת לשוק פיננסי ועל כן מחויבת ברישיון.

### הקשר שבין ICO לבין מימון המונים

יש הרואים ב-ICO שיטה מסוימת של "מימון המונים" – CSF (Crowd Sourced Funding), שבו חברות הזנק ועסקים קטנים משיגים את המימון באמצעות השקעותיהם של משקיעים רבים המשקיעים סכומי כסף קטנים. עם זאת, אין להחשיב שתי שיטות מימון אלו כבעלות מאפיינים דומים. מבחינה חוקית, החל ביום 29 בספטמבר מימון המונים כפוף להוראות חוק החברות וביצועו מחייב רישיון.<sup>252</sup>

### המטבעות המונפקים ב-ICO כ-NCP – Non-Cash Payment Facility

NCP הוא הסדר לפיו אדם מבצע תשלום שלא במסירה פיזית של כסף מסורתי (כגון בצ'קים או בכרטיסי אשראי). אפשרות תשלום זו תחויב ברישיון אם התשלום עשוי להיות ליותר מאדם אחד. יש לציין, כי מתווך המסדיר אופציית תשלום שכזו מחויב גם כן ברישיון עצמאי או לחלופין, אם הוא פועל בשם ישות אחרת, מחויב לוודא שהיא נושאת רישיון בהתאם לחוק.

למרות שב-ICO המטבעות המונפקים מייצגים ערך מסוים המיועד לבצע תשלום במקומו של המטבע המקובל, לרוב הם לא ייחשבו ל-NCP. ICO עשויה להיחשב NCP אם ההנפקה תכלול הסדר

<sup>251</sup> לתיאור רחב יותר של המונח "נגזר", ראו סעיף 761D לחוק החברות האוסטרלי, הנתון בערה 2.

<sup>252</sup> להרחבה על ה-CSF ראו:

<http://asic.gov.au/regulatory-resources/financial-services/crowd-sourced-funding>

שניתן יהיה לבצע תשלומים במטבע למספר רב של מקבלי תשלום, או לחלופין אם קיים הסדר להחלפת המטבעות המונפקים לכסף אמיתי על מנת להשלים את ביצוע התשלום.

לבסוף, מוזכר במסמך האיסור לבצע פעולות כלשהן הקשורות ל-ICO אשר עשויות להטעות או להונות את ציבור המשקיעים באופן כללי. ASIC פרסמה מדריך<sup>253</sup> שמטרתו לסייע לעסקים לעמוד בחובות הקשורות לאיסור הטעיה והונאה של הציבור.

## שווייץ

א. ביום 19 בספטמבר 2017 פרסם הרגולטור השווייצרי (FINMA) כי החליט לסגור את פעילותם של מנפיק מטבע קריפטוגרפי מזויף (שאינו מבוסס על מערכת רישום מבוזרת, וכל המידע לגביו רשום רק אצל המנפיק) וגורמים הקשורים אליו, בטענה כי הפקדת הכספים אצל המנפיק ושיווק המטבע וההנפקה על ידי שתי חברות קשורות מהווים פעילות בנקאית שנדרשת לה רישיון. כמו כן, FINMA הודיעה כי היא בעיצומן של 11 חקירות נוספות הקשורות למטבעות קריפטוגרפיים, והזהירה את ציבור המשקיעים מפני ההשקעה בהנפקה של מטבעות קריפטוגרפיים מזויפים.<sup>254</sup>

ב. ביום 29 בספטמבר 2017 פרסם הרגולטור השווייצרי (FINMA) מדריך בנוגע ל-ICO בשווייץ.<sup>255</sup>

## הקדמה

ה-ICO מוגדר במדריך ככלי דיגיטלי לגיוס כספים מן הציבור. שמות מקובלים אחרים הם "מכירת טוקנים" ו"אירוע שבו מיוצרים טוקנים". בהליך שגרתי של ICO נשלחים מטבעות קריפטוגרפיים ליעד אינטרנטי מסוים בבלוקצ'יין רלוונטי (כגון הבלוקצ'יין של את'רום) על ידי משקיעים, ובתמורה למשלוח מקבלים המשקיעים טוקנים או מטבעות המתקשרים לפרויקט או לחברה המוצעים ב-ICO. יצוין שכל ICO שונה במבנה הטכני, הפונקציונלי והעסקי שלה. כמו כן, לא קיימת הגדרה אחידה ל-ICOs הקיימים כיום.

## האסדרה

על פי המסמך, ICO אינה כפופה לאסדרה ספציפית הן בשווייץ והן בעולם. פעולות שונות לגיוס הון (כמו חיתום, הנפקה או רישום למסחר) כפופות לחוקים שווייצריים קיימים המיועדים להגן על שחקני השוק ועל המשקיעים וכן לוודא את תפקודם היעיל של השווקים הפיננסיים. הפיקוח על השווקים הפיננסיים בשווייץ מתבצע לאור גישה מבוססת עקרונות. אחד העקרונות הינו ניטרליות טכנולוגית. לפיכך, אדם המגייס הון לחשבונו העצמי מבלי להשתמש במתווכים (חתימים או

<sup>253</sup> <http://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-234-advertising-financial-products-and-services-including-credit-good-practice-guidance/>

<sup>254</sup> <https://www.finma.ch/en/news/2017/09/20170919-mm-coin-anbieter/>

<sup>255</sup> FINMA Guidance 04/2017 - <https://www.finma.ch/en/news/2017/09/20170929-mm-ico/>

פלטפורמות דומות), רשאי לפעול ללא אסדרה וכן אינו נתון לפיקוח בגיוסים שבהם אין התחייבות להחזר תשלום מצד המגייס, לא הונפקו אמצעי תשלום ולא קיים שוק משני.

עם זאת, מאפיינים מסוימים של ICO עשויים להצביע על קשר ישיר לחוקים הקיימים, על פי נסיבות המקרה. חוקים אלו הינם, בין היתר, חוקים המתקשרים לאיסור הלבנת הון מימון טרור, לבנקאות (קבלת כספים ממשקיעים עבור התחייבויות של המקבל כמו ב-ICO מצריכה רישיון בנקאי), להוראות ניירות הערך (במקרים שבהם המטבעות ייחשבו כניירות ערך, לדוגמה במקרה של נגזרים) ולקרנות השקעה קולקטיביות (במקרים בהם הנכסים שנאספו מן המשקיעים כחלק מה-ICO מנוהלים באופן חיצוני ומאוחד).

בעקבות הדמיון הקיים בין מאפייניה של ה-ICO לבין עסקאות ופעולות מסוימות בשוק הפיננסי, כפי שמוצגות לעיל, ישנו סיכוי גדול כי חוקים מסוימים יחולו על ICOs, לרבות ICOs המנסות לעקוף את תחולת החוקים בשווייץ. עקב ריבוי סוגי ה-ICO האפשריים, FINMA תבחן כל מקרה לגופו על פי מאפייניו השונים, וככל שתהיה הפרה של החוקים הרלוונטיים, היא תנקוט צעדים בהתאם. יחידים או חברות המעוניינים לבצע ICO מחויבים לוודא כי הם עומדים בהוראות החוקים הרלוונטיים.

מחיר המטבעות או הטוקנים המונפקים מאופיין בתנודתיות רבה. כמו כן, ביצוע הפרויקטים המוצעים ב-ICO נתון בחוסר בהירות יחסי בשל שלבם ההתחלתי. עם זאת, ICOs למיניהן אינן בהכרח בגדר הונאה. מכל מקום, ב-19 בספטמבר פורסמה אזהרה מפני הנפקת מטבעות קריפטוגרפיים מזויפים,<sup>256</sup> ו-FINMA לבסוף מודיעה כי היא חוקרת מספר הליכי ICO שבוצעו בשווייץ.<sup>257</sup>

ג. ביום 16 בפברואר 2018, פרסם הרגולטור השווייצרי (FINMA)<sup>258</sup> מדריך ביחס להליך הגשת הבקשות ל-FINMA לקיום דיון מקדים עם מיזם המעוניין לבצע ICO ביחס לנושאים הקשורים למתן היתר ועזרה ביחס להליך קבלתו, ככל שנדרש. המדריך אף מגדיר מהו המידע אותו דורשת FINMA מאותם גורמים לצורך בחינת הבקשות ואת העקרונות לפיהם אותן בקשות ייבחנו, וזאת על מנת ליצור וודאות בשוק. צוין, כי החקיקה הרלוונטית לא תחול על כל ICO והדבר תלוי באופייה של כל ICO. נכון להיום, אין אסדרה ספציפית ל-ICO ולכן יש לבחון האם האסדרה הקיימת תחול.

### **מטרת המדריך**

ב-ICO, משקיעים מעבירים הון, בדרך כלל בדמות מטבע קריפטוגרפי, למארגן ה-ICO. בתמורה, הם מקבלים כמות של מטבעות או טוקנים מבוססים טכנולוגית "בלוקצייין" שנוצרו ואוחסנו בצורה מבוזרת על בלוקצייין שנוצר במיוחד ל-ICO, או בחוזה חכם על בלוקצייין קיים. בהנחיות שפורסמו בספטמבר 2017, FINMA קבעה את עמדתה בנוגע ל-ICO והדגישה תחומים בהם ICOs עשויים

<sup>256</sup> <https://www.finma.ch/en/news/2017/09/20170919-mm-coin-anbieter/>

<sup>257</sup> <https://www.finma.ch/en/news/2017/09/20170929-mm-ico/>

<sup>258</sup> <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>



להיכנס תחת רגולציה קיימת. במדריך הנוכחי, מספקת FINMA למשתתפי השוק מידע אודות המידע הדרוש ע"י FINMA לצורך המענה לבקשה לדיון מקדים וקובעת את העקרונות על-פיהם היא תענה על אותן בקשות.

### הגשת בקשה

FINMA מקבלת כמות משמעותית של בקשות משחקנים בשוק בנוגע לשימות הרגולציה הפיננסית הקיימת על ICOs ובמיוחד ביחס לשאלה האם מיזם או הליך ICO מסוים דרוש רישיון. בכדי לאפשר ל-FINMA לענות במהירות ובמדויק על בקשות אלו, נדרש מידע מינימלי (המפורט בנספח) בנוגע לפרויקט בכללותו, כמו גם פרטים על מבנה הפרויקט וההנפקה של הטוקנים והפוטנציאל למסחר בהם בשוק משני. כדי לאפשר ל-FINMA לענות ביעילות, נדרש ממארגני ICO להגדיר ולתעד בבירור את התנאים של ה-ICO המתוכנן. כל בקשה תלווה בתשלום עמלה לפי תעריך שעתיד.<sup>259</sup>

### התנאים החלים כאשר מעריכים פניות ספציפיות

כפי שהובהר במסמך מספטמבר 2017, ישנם מספר מקרים בהם תחול הרגולציה הפיננסית הקיימת על ICO. נכון לעכשיו, אין דרישות רגולטוריות ספציפיות ל-ICO. לאור המגוון הרחב של טוקנים ו-ICOs לא ניתן לעשות הכללה, וכל מקרה יבחן לגופו באופן הוליסטי על פי נסיבותיו המיוחדות.

### סיווג של טוקנים

אין קטגוריזציה רשמית, הן בשוויץ והן בעולם, ל-ICOs ולטוקנים כפועל יוצא של זה. FINMA מבססת קטגוריזציה זו על פי שיקול דעתה בלבד, בהתאם לשימוש הכלכלי הבסיסי של ה"טוקן". "Payment Token": "טוקן תשלום" (בדומה למטבעות דיגיטליים) הוא טוקן שמטרת שימושו היא אמצעי תשלום לרכישת טובין או שירותים, או כאמצעי כספי או העברת ערך, בהווה או בעתיד. למחזיקי טוקנים אלו אין זכות תביעה כלפי המנפיק שלהם.

"Utility Tokens": טוקנים שמטרתם לספק גישה דיגיטלית לאפליקציה או שירות באמצעות תשתית המבוססת בלוקצ'יין.

"Asset Token": טוקנים מסוג זה מייצגים נכסים כמו חוב או תביעת הון מהמנפיק. טוקנים מסוג זה מבטיחים, לדוגמא, נתח ברווחים עתידיים של החברה או בתזרים עתידי. מבחינת תפקודם הכלכלי, טוקנים אלה מקבילים למניות, אג"חים או נגזרים. טוקנים המאפשרים מסחר בנכסים פיזיים על טכנולוגית בלוקצ'יין גם כן נכנסים תחת קטגוריה זו.

הסיווגים הנ"ל אינם בלעדיים, משמע, "Assets Tokens" ו-"Utility Tokens" יכולים גם להיות מוגדרים כ-"Payment Tokens", אז יוגדרו כ"טוקן משולב" (Hybrid Token). במקרה כזה, דרישות החוק מצטברות, דהיינו, טוקנים מסוג זה נחשבים גם כנייר ערך וגם כאמצעי תשלום.

בחלק מה-ICOs, בהם הבלוקצ'יין כבר קיים, הטוקנים נכנסים למחזור כבר בנקודת גיוס ההון. במקרים אחרים של ICO, למשקיעים מובטח כי יקבלו טוקנים בשלב מסוים בעתיד כיוון

---

<sup>259</sup> קיים מסמך נוסף (ללא תרגום באנגלית), שאינו קשור ל-ICO המפרט את העמלות הנדרשות

שהבלוקצ'יין עדיין מצוי בשלבי פיתוח. הליך זה מכונה "מימון מקדים" (Pre-Financing). מכירה מוקדמת (Pre-sale) מייצגת הליך בו משקיעים מקבלים בעת ביצוע ה-ICO טוקנים שמזכים אותם לרכוש טוקנים אחרים במועד עתידי.

### סיווג של טוקנים כניירות ערך

מטרת חוקי ניירות הערך הינה להבטיח ששחקני השוק יוכלו לבסס את החלטות ההשקעה שלהם, בקשר למניות או אג"חים, על מידע אמין ומוגדר. בנוסף, המסחר צריך להיות הוגן, אמין ולהציע תמחור יעיל. FINMA תבסס את קביעותיה בהתאם להגדרה בחוק. נייר ערך בהתאם FMIAs (חוק ניירות ערך השוויצרי), הוא נייר ערך "רשום או לא רשום על שם, נגזר או ניירות ערך מתווכים (Intermediated Securities)<sup>260</sup> שמתאימים למסחר אחיד והמונני". אחיד והמונני- משמעו שהם מוצעים למכירה באותו מבנה ובאותו הסוג ליותר מ-20 לקוחות, ולא נוצרו במיוחד עבור צד-נגדי ספציפי. ניירות ערך לא רשומים על שם מוגדרים כזכויות, אשר מבוססות על בסיס משפטי משותף (כגון תקנון התאגדות), אשר הונפקו או נוצרו בכמות גדולה וזהים בעיקרם. תחת דיני החיובים השוויצרים (Code of Obligations), הדרישה הפורמלית היחידה היא לתעד את מספר ניירות הערך ואת הקצאתם לזכאים. דרישה זו יכולה להתקיים גם אם התיעוד מבוצע דיגיטלית באמצעות בלוקצ'יין.

### **"טוקנים לתשלום" / מטבעות דיגיטליים**

ישנן מספר דעות ביחס לשאלה האם טוקנים מסוג זה מהווים ניירות ערך. יש הטוענים כי כל סוגי הטוקנים נכנסים תחת ההגדרה של ניירות ערך; אחרים חולקים על כך. מכיוון שטוקנים אלה נועדו כדי לשמש כאמצעי תשלום והתפקוד שלהם אינו זהה לנייר ערך, FINMA לא תתייחס עליהם כאל נייר ערך. במידה ו"טוקנים לתשלום" יסווגו כנייר ערך ע"י חקיקה או פסיקה, FINMA תתאים עצמה בהתאם לנדרש.

### Utility Tokens

טוקנים מסוג זה לא יוגדרו כנייר ערך אם מטרתם היא להעניק זכות גישה דיגיטלית לאפליקציה או שירות ואם הטוקן יכול לשמש ככזה במועד ההנפקה. במקרים אלה, השימוש הבסיסי של הענקת גישה לשוקי הון, שהוא רכיב אופייני לניירות ערך, נעדר ממנו. במידה והמטרה הבלעדית או הנוספת של טוקן מסוג זה במועד ההנפקה היא השקעה, FINMA תתייחס אליו כאל נייר ערך.

### Asset Tokens

---

<sup>260</sup> בשוויץ קיים סוג של ניירות ערך בשם Intermediated securities, שמשמעותו: Intermediated securities are created by depositing share certificates or registering uncertificated shares as "underlyings" with the SIS or another intermediary, and simultaneously crediting such intermediated securities to a securities account .  
[http://www.homburger.ch/fileadmin/publications/HBBEG\\_01.pdf](http://www.homburger.ch/fileadmin/publications/HBBEG_01.pdf)

FINMA רואה בטוקנים מסוג זה כניירות ערך, זאת בהתאם להגדרה בסעיף 2(b) ל-FMIA אם הם מייצגים ניירות שאינם רשומים על שם והטוקנים מותאמים למסחר המוני. Asset Tokens יוגדרו כניירות ערך גם אם הם מייצגים נגזרים המתאימים למסחר המוני. במקרה של מימון מקדים (Pre-financing) ומכירה מוקדמת (Pre-sale) של ICO המעניק זכויות עתידיות לרכישת טוקנים, גם הם יסווגו כניירות ערך, אם הם מותאמים למסחר המוני.

#### השלכות משפטיות בשל סיווג כנייר ערך

במידה ו-FINMA הגיעה למסקנה כי טוקנים מהווים ניירות ערך כמשמעותם ב-FMIA, בהתאם להנחיות אלה, תחול עליהם הרגולציה הקיימת של ניירות ערך, לרבות במקרים של הצעת ניירות ערך אלו לציבור. גם יצירה והנפקה של נגזרים כמשמעותם ב-FMIA לציבור בשוק הראשוני חייבות לעמוד בהוראות החוק והינן פעילות מפקחת. חיתום והצעה של טוקנים המהווים ניירות ערך מצד ג' לציבור בשוק הראשוני, באופן עסקי, היא פעילות הדורשת רישיון. הנפקה של טוקנים המקבילים למניות או לאג"חים יכולה ליצור דרישת תשקיף תחת החוק השוויצרי (Swiss Code of Obligation). ל-FINMA אין אחריות ישירה בתחום זה, אך מצפה ממארגני ICO למלא דרישה זו<sup>261</sup>.

#### סיווג כפיקדון

המטרה העיקרית של חוק הבנקאות השוויצרי היא להגן על הציבור, בדגש על לקוחות הבנק ופיקדונותיהם. הנפקה של טוקנים לא מלווה בדרך כלל בזכות תביעה לתשלום חוזר ממארגן ה-ICO ולכן טוקנים אלה לא נופלים תחת ההגדרה של פיקדון. כתוצאה מכך, אין כל דרישה לעמוד ברישיון בנקאות. במידה וקיימות התחייבויות להחזר הקרן בתוספת תשואה מובטחת, הכסף שגויס יחשב כפיקדון וכתוצאה מכך יידרש מארגן ה-ICO לרישיון תחת חוק הבנקאות השוויצרי.

#### תחולת ה-Collective Investment Schemes Act

מטרתו של חוק זה היא להגן על משקיעים ולהבטיח את התפקוד התקין של קרנות השקעה. האיסורים וההגבלות בחוק רלוונטיים רק אם הכספים המתקבלים בהליך של ICO מנוהלים ע"י צדדים שלישיים.

#### תחולת ה-Anti-Money Laundering Act

המטרה של חוק זה היא להגן על המערכת הפיננסית מהלבנת הון ומימון טרור. כל אדם המעניק שירותי תשלום או מנפיק או מנהל אמצעי תשלום נחשב כמתווך פיננסי בהתאם לחוק. הנפקת "טוקנים לתשלום" (Payment Tokens) מהווה הנפקת אמצעי תשלום תחת הגדרת החוק, כל עוד הטוקנים כוללים אפשרות העברה טכנית על תשתית בלוקצייין. באשר ל-Utility Tokens, חוקי

---

<sup>261</sup> נכון למועד זה FINMA אינה נדרשת לאשר מראש תשקיפים. משטר זה עומד להשתנות בזמן הקרוב.

הלבנת הון אינם חלים, כל עוד הסיבה העיקרית להנפקת הטוקנים היא לאפשר זכות גישה לאפליקציה לא פיננסית המבוססת טכנולוגיית בלוקצ'יין.

#### ציות לחוקי הלבנת הון (AMLA)

בחוק איסור הלבנת הון קיים מגוון רחב של דרישות, לרבות הדרישה לזיהוי וודאי של בעל הזכות או החובה וכן דרישה להיות חבר בארגון רגולציה עצמאי (SRO) או תחת הפיקוח של FINMA. מארגן ICO יכול לעמוד בדרישות אלו, על ידי קבלת כספים באמצעות מתווך פיננסי הכפוף לחוקי הלבנת הון בשווייץ, המבצע מטעם מארגן ה-ICO את הדרישות הרלוונטיות. בנסיבות אלה, מארגן ICO לא צריך להיות בעצמו חבר ב-SRO או בעל רישיון מ-FINMA. תחת הפרקטיקה הנוכחית של FINMA, המרה של מטבעות דיגיטליים למטבעות "רגילים" או למטבעות דיגיטליים אחרים כפופה לחוק איסור הלבנת הון. בהתאם, החוקים חלים גם ביחס להצעת שירותים להעברת טוקנים (שירותי משמורת לארנק דיגיטלי).

#### שונות

FINMA עשויה, בהתאם לשיקולים נוספים וגיבוש גישת הפיקוח ביחס ל-ICOs ו/או שינויים חקיקתיים בשוק הפיננסי, להחליט לפרסם פרשנות אחרת במועד מאוחר יותר.

ד. משיחות שקיימה הוועדה עם חברות שביצעו ICO עולה כי שווייץ נחשבת למקום אטרקטיבי לבצע את ההליך, אף על פי שאין בה אסדרה ייעודית. ארבע מתוך שש ה-ICO הגדולות (במונחי שווי גיוס) התרחשו בשווייץ (Tezos, Bancor, The Dao, Status). לדברי נציגי חברות אלו שווייץ, המכונה "עמק הקריפטו", מאופיינת במתן גיבוי ותמיכה לזימים, במיסוי נמוך ובתרבות פיננסית מתקדמת גם מעבר לתחום המטבעות הדיגיטליים. כמו כן, במחוז צוג (Zug) התרכזו מספר חברות העוסקות בפיתוח טכנולוגיות הבלוקצ'יין וה-DLT. כל זאת בזיקה לגישת הרשות, המוזכרת לעיל, הפוטרת מאסדרה ומפיקוח במקרים מסוימים. לדיבריהם, FINMA אף מציעה לבחון יחד עם המבקש את השאלה האם הפעולה שיחיד או חברה מעוניינים לבצע דורשת את אישורה של FINMA<sup>262</sup> (הליך הכרוך בתשלום אגרה).

#### סין

א. ביום 30 באוגוסט 2017 פרסם האיגוד הלאומי לפיננסיים באינטרנט שבסין (NIFA)<sup>263</sup> הודעה למשקיעים בסין לפיה ישנן חברות המציעות פעולות פיננסיות שונות למשקיעים במסווה של ביצוע ICO.<sup>264</sup> בשל הסיכונים הגלומים למשקיעים בפעולות אלו וכדי להגן על ציבור המשקיעים, ציין NIFA שלוש נקודות עיקריות שעל המשקיעים לשים לב אליהן, כדלקמן:

<sup>262</sup> <https://www.finma.ch/en/authorisation/fintech/>

<sup>263</sup> The National Internet Finance Association of China (NIFA) הוא ארגון לאסדרה עצמית (SRO), שהוקם במרץ 2016 על ידי הבנק העממי של סין בשיתוף שרים ומועצות רלוונטיות. תפקידו בין היתר לארגן, להדריך ולעודד חברים ליישם מדיניות לאומית ועקרונות מנחים בנושאים פיננסיים באינטרנט ולעקוב אחר החוקים והתקנות הרלוונטיים מטעם גופים רגולטוריים אחרים שנועדו להבטיח עמידה של החברים בחוקים אלו –

<sup>264</sup> <http://www.nifa.org.cn/nifaen/2955875/2955895/2967648/index.html>

1. חברות מבית ומחוץ מבצעות פעולות פיננסיות שונות באמצעות פרסום מטעה ושקרי ומסוות אותן בשם "ICO". פעולות אלו מבוצעות ללא רישיון, ועל כן עשויות לשמש אמצעי להונאת משקיעים, למכירה של ניירות ערך בלתי חוקיים ולביצוע פעולות פיננסיות בלתי חוקיות. על כן, NIFA מזהיר את המשקיעים מהתקשרות עם חברות אלו.
  2. ההשקעה בפרויקטים הקשורים ל-ICO טומנת בחובה סיכונים רבים לציבור המשקיעים, כדוגמת תנודתיות גבוהה מאוד וכן בנושאי אבטחת סייבר.
  3. סגל NIFA קורא לכל החברים באיגוד לקחת יוזמה, לבצע את חובתם לרגולציה עצמית ולהתנגד לפעילות כלכלית לא חוקית הידועה להם.
- ב. ביום 4 בספטמבר 2017 הוקמה ועדה של רשויות פיננסיות בסין לנושא ה-ICO.<sup>265</sup> הוועדה קבעה, בין היתר, כי ממועד פרסום ההודעה נאסר על יחידים או ארגונים לגייס הון באמצעות ICO ולתת שירותי מסחר הנוגעים למטבעות או לטוקנים קריפטוגרפיים. הוועדה הגדירה את ה-ICO ככלי לגיוס הון המאיים על היציבות הפיננסית בסין, שכן המגייס פועל בערוצים בלתי מורשים, אינו פועל על פי החוקים הרלוונטיים בסין, והגיוס עשוי לשמש מקור להונאת משקיעים. מפרסומים באינטרנט<sup>266</sup> עולה כי הוועדה הכינה רשימה של כ-60 פלטפורמות מסחר המאפשרות ליחידים ולארגונים לגייס הון באמצעות ICO, שאותן רשויות פיננסיות יבחנו ויחקרו. הוועדה הצהירה והודיעה כדלקמן:
1. גיוס הון באמצעות ICO אינו חוקי, ומעלה חשש לפעילות פלילית בביצוע ההנפקות, כגון מכירה והנפקה של ניירות ערך או טוקנים שלא כדין, גיוס הון שלא כדין, תרמית פירמידה ועוד. הטוקנים המונפקים באמצעות ICO אינם מונפקים על ידי הרשות המוניטרית, אינם נושאים את המאפיינים הנדרשים על מנת להיחשב כסף מקובל במדינה ואינם בעלי מעמד חוקי המקביל לכסף מקובל. על כן נאסר על השוק להשתמש בהם כמטבע.
  2. אסור ליחידים או ארגונים לגייס הון באמצעות שימוש ב-ICO.
  3. אסור לפלטפורמות אינטרנטיות או אחרות להעניק שירותי מסחר, לרבות המרה וציטוטים של טוקנים המונפקים באמצעות ICO או כל שירות אחר הקשור למטבעות וירטואליים. הרשויות הרלוונטיות ינקטו אמצעים כנגד פלטפורמות המפרות הוראה זו, לרבות השבתת אתר האינטרנט והיישומון וביטול הרישיונות השייכים לפלטפורמות שהפרו חוקים וכללים רלוונטיים.
  4. אסור למוסדות הפיננסיים ומוסדות תשלום שאינם בנקאיים (Non-Bank Payment Institution) לספק, הן במישרין והן בעקיפין, שירותים המתקשרים למסחר ולגיוס הון באמצעות ICO.

<sup>265</sup> <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3377816/index.html>

<sup>266</sup> <https://www.cnbc.com/2017/09/04/chinese-icos-china-bans-fundraising-through-initial-coin-offerings-report-says.html>

בהמשך מפרטת הוועדה את הסיכונים הגלומים לציבור המשקיעים בהשקעה ב-ICO, ודורשת מ-SROs לפרש וליישם את האיסורים האלה בתחומם. נוסף על כך, יחידים או ארגונים שהשלימו את הליך גיוס הכספים באמצעות ICO צריכים לנקוט אמצעים על מנת להחזיר למשקיעים את הכסף שגויס.

## הונג קונג

ביום 5 בספטמבר 2017 פרסמה נציבות ניירות הערך והחוזים העתידיים בהונג קונג (SFC) עמדה לפיה טוקנים דיגיטליים המונפקים באמצעות ICO עשויים להיחשב לניירות ערך הכפופים לחוק ניירות הערך והחוזים העתידיים<sup>267</sup> בהונג קונג. המסמך מגדיר את ה-ICO כהנפקה של טוקנים דיגיטליים הנוצרים ומופצים באמצעות השימוש בטכנולוגיות הרישום המבוזר distributed ledger technology - DLT או באמצעות טכנולוגיית הבלוקצ'יין. אמנם טוקנים דיגיטליים עשויים להיחשב ל"סחורה וירטואלית" (Virtual Commodity), אבל הם עשויים להיחשב גם כניירות ערך מקום בו הם מייצגים הון או זכות בעלות (מניה) על חברה, או אם הם מייצגים איגרות חוב או אינטרס בהשקעה בקרן משותפת.

ככל שהטוקנים הללו ייחשבו לניירות ערך, ובכפוף לקבוע בחקיקה הרלוונטית, כל פעולה שיחידים או ארגונים יבקשו לבצע ונלווית למטבעות הללו תידרש להיות מפקחת ומאושרת על ידי ה-SFC. לבסוף, המשקיעים מוזהרים מפני הסיכונים הגלומים בהשקעה ב-ICO.

## אנגליה

א. ביום 15 בדצמבר 2017 פרסמה רשות ניירות הערך האנגלית (FCA) מסמך<sup>268</sup> המסכם את תגובות הציבור שהתקבלו למסמך ההיוועצות בנושא ה-DLT (אשר פורסם בחודש אפריל בידי ה-FCA).<sup>269</sup> במסמך התגובה ה-FCA מסכם את התגובות שהתקבלו, דן בהן ומציין נקודות מבט נוספות על התפתחויות אחרונות שהתרחשו. במסמך גם מפורטים צעדים עתידיים של ה-FCA בעניין זה. (המסמך עוסק ברובו בטכנולוגיית ה-DLT, וכאן נביא רק את הדברים הרלוונטיים ל-ICOs).

### Initial Coin Offerings

במסמך ההיוועצות נשאלה השאלה מהם האתגרים המשפטיים והרגולטוריים הנוגעים למטבעות דיגיטליים בהקשר של ICOs. ICO היא דרך דיגיטלית לגיוס הון באופן מקוון באמצעות השימוש

---

<sup>267</sup> <http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/news-and-announcements/news/doc?refNo=17PR117>

<sup>268</sup> <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-publishes-feedback-statement-distributed-ledger-technology>

<sup>269</sup> <https://www.fca.org.uk/publications/discussion-papers/dp17-3-discussion-paper-distributed-ledger-technology>

במטבע דיגיטלי וב-DLT. ICO היא אירוע שבו טוקנים דיגיטליים (או מטבעות) מוצעים ומופצים לציבור בתמורה להון מהציבור. בביצוע ה-ICO רוכשי הטוקנים מחליפים בדרך כלל כסף פיזי או מטבע דיגיטלי קיים השייך להם (כגון הביטקוין או האת'ר) בתמורה לטוקן המפותח באופן חדשני והקשור לחברה או לפרויקט ספציפיים, שטבעם עשוי להיות מגוון מאוד. ההון שנאסף באמצעות ההנפקה לרוב מיועד למימון פרויקטים, לפיתוח תוכנה או למיזמים דומים אחרים, אף על פי שבמקרים מסוימים, וזאת לאחר שהטוקן מונפק, המטרות המצוינות שלשמן נאסף ההון מתממשות באופן מצומצם ולפעמים אינן יוצאות לפועל כלל.

זכויות מסוימות (על פי תנאי ה-ICO ומאפייני הטוקן) עלולות להתקבל כחלק מהטוקנים ולהקנות למחזיק בהם, בין היתר, חלק מסוים ברווחים העתידיים של המיזם, גישה לשירותים המסופקים בידי החברה, זכות שימוש ביישומה של תוכנה או זכות פדיון כנגד נכס ספציפי המיוצג בטוקן.

מגמת הצמיחה המהירה של ה-ICOs כדרך אלטרנטיבית לגיוס הון לפרויקטי DLT הגדילה את החשיפה שלהן ועוררה במהלך השנה האחרונה בחינה מחמירה הן של התקשורת והן בשוק. אכן, קולות רבים מקהיליית הטכנולוגיה רואים ב-ICOs פוטנציאל להניע חדשנות דינמית ואמצעי לפיתוח רחב יותר של טכנולוגיית ה-DLT והיישומים הרחבים יותר שלה, אך קולות אחרים מעלים חששות הנוגעים לסיכונים המגוונים הגלומים ב-ICOs ולנזק האפשרי לכל משקיע שבוחר להשקיע בהן.

### תגובת ה-FCA

בספטמבר 2017 פרסמה ה-FCA אזהרה לציבור ובה הדגישה את הסיכונים הגלומים ב-ICOs. באזהרה הדגישה ה-FCA כי ההשקעות ב-ICOs מסוכנות מאוד וספקולטיביות מטבען. ערכם של הטוקנים עשוי להיות תנודתי באופן קיצוני, ורובן אינן מפוקחות בידי ה-FCA ו/או עשויות להתקיים מחוץ לאנגליה. על כן, בכל הנוגע לרוב ה-ICOs, סביר להניח שלמשקיעים לא תהיה גישה להגנות הקבועות במסגרת האסדרה האנגלית, כגון קבלת גישה לקרן הפיצויים על שירותים פיננסיים או לנציב תלונות הציבור באנגליה. ה-FCA הזהירה עוד מפני הפוטנציאל הגבוה לפעולות הונאה הקשורות ל-ICOs וכן מפני המידע הלקוי והבלתי מספק הנכלל במסמך הגילוי, אשר פרויקטים (שלרוב נמצאים בשלב הפיתוח הראשוני) נוטים לספק למשקיעים פוטנציאליים על מנת שיבחנו את הזדמנות ההשקעה.

טבעו של כל טוקן, פרויקט, שירות, חברה ועוד עשוי להיות מגוון ביותר, ועובדה זו מקשה על אפיון משפטי כללי ל-ICOs. בהתאם למאפייני הטוקנים, הטוקנים עצמם וכן הפעולות של משתתפי ה-ICOs עשויים להיכנס למסגרת הרגולטורית של ה-FCA (ולכן פעולות אלו עשויות להיות כפופות לדרישות הרגולטוריות הרלוונטיות). **קביעה זו תיבחן על פי כל מקרה לגופו (Case by Case)**, בכפוף למאפיינים הספציפיים של כל ICO, כפי שצוין במסמך האזהרה ללקוחות. לניתוח רגולטורי מעמיק בנושא ה-ICOs ראו "נספח – שיקולים רגולטורים בנושא ה-ICOs" להלן.

שוק ICO יעיל ופונקציונלי, שבו המנפיקים רגישים ומודעים לכלל חובות הרגולטוריות החלות עליהם, ובנוסף נוקטים צעדים נרחבים לניהול הסיכונים הגלומים לציבור המשקיעים ולשוק, עשוי לתרום באופן משמעותי לפיתוחו של ה-DLT. מכל מקום, נודעת חשיבות קריטית לצעדים שעל מבצעי ICOs לנקוט על מנת לאפשר לרוכשים פוטנציאליים של הטוקנים לקבל החלטות השקעה מושכלות.

מספר יזמי ICOs כבר יצרו קשר עם "מרכז החדשנות" (Innovation Hub) של ה-FCA על מנת להציע מגוון רחב של הצעות עסקיות חדשניות. הצעות אלה נראות בעיני ה-FCA כבעלות תועלת וערך לצרכנים. חברה אחת מאלו נכנסה לארגו החול הרגולטורי לצורך ביצוע בחינה מבוקרת. האפשרות להיכנס לארגו החול הרגולטורי עדיין קיימת לכל חברה העומדת בקריטריונים לכניסה. על מנת להיכנס למרכז החדשנות, על החברה המבקשת לעמוד בארבעה קריטריונים,<sup>270</sup> שאחד מהם הוא התועלת לצרכן. מבחינת ה-ICOs, תועלת לצרכן משמעה בין היתר המאפיינים האלה:

א. ה-ICO חייבת להתקיים במסגרת הרגולטורית של ה-FCA וכן לציית באופן מלא לפיקוח באנגליה ובמקומות רלוונטיים אחרים;

או

ב. ICO שתפעל מחוץ למסגרת הרגולטורית תעוצב, תקודם ותנוהל על פי מיטב הסטנדרטים (best practice), באופן שרוכשים פוטנציאליים יקבלו לידיהם את המידע הראוי על ההצעה המשוקת להם. (השאלות מי יקבע את הסטנדרטים והיכן ייקבעו נשארות פתוחות במסמך ה-FCA).

**ה-FCA מתכוונת לאסוף מידע נוסף על התפתחויות השוק ולבצע בחינה מעמיקה יותר בנוגע לתופעה, הממשיכה לצמוח בקצב מסחרר. הממצאים של ה-FCA בנושא יסייעו לקבוע אם מתעורר הצורך לנקוט פעולות אסדרה בתחום.** ה-FCA תמשיך לשתף פעולה עם התעשייה, עם רגולטורים לאומיים ובינלאומיים ועם גופי קביעת מדיניות גלובלים. כמו כן, ה-FCA מקבלת בברכה כל הזדמנות להתקשרויות נוספות עם קהיליית השירותים הטכנולוגיים והפיננסיים בנוגע לפיתוחן ולשימושן של ה-ICOs.

ארגו החול הרגולטורי

58 חברות נכנסו לארגו החול הרגולטורי, ומהן 22 חברות משתמשות בטכנולוגיית ה-DLT, עובדה שמבטאת את הרצון הרב והדרישה לבחינת הטכנולוגיה בשיתוף ה-FCA. לדוגמה, חברה ביקשה לבצע את ההליך המסורתי של הנפקת חוב לטווח קצר בערך הנקוב בפאונדים בריטיים, וזאת באמצעות השימוש ברשת DLT פומבית שאין צורך בהרשאות להפעילה. הליך זה יכול באופן פוטנציאלי לייעל את הגישה המסורתית, לדוגמה באמצעות הסרת הצורך ברשמים ובנאמנים.

---

<sup>270</sup> ארבעת הקריטריונים הם: חדשנות מקורית, תועלת לצרכן, הבנת חובות האסדרה הקיימת, צורך בעזרה של ה-FCA. לפרטים ראו: <https://www.fca.org.uk/publication/forms/project-innovate-criteria.pdf>



הבדיקה בארגו החול הרגולטורי התבצעה בדרך שהדגימה שניתן לעמוד בדרישות המשפטיות והרגולטוריות. לאחר מכן בחנה החברה את ההנפקה של מוצר אחר בערך הנקוב של המטבע הדיגיטלי. למערכת זו הפוטנציאל לצמצם עלויות ולהגביר את השקיפות, הדיוק והבהירות בקשר לבעלות בנכסים.

#### נספח – שיקולים רגולטוריים בנושא ה-ICOs

בכפוף לקבוע בחוק השירותים והשווקים הפיננסיים (Financial Services and Markets Act) [FSMA] (2000), יחיד המבצע פעולות תוך הפרה ישירה של הוראות חוק זה, הקובעות כי "אף יחיד לא יבצע פעולות מפקחות באנגליה או יתכוון לעשות כן, אלא אם היחיד הספציפי הינו יחיד בעל רישיון או יחיד הפטור מכך", עשוי לבצע עבירה פלילית ועל כן להיות נתון לעונשים של עד שנתיים בכלא, קנס או שני אלה. כמו כן, אם יחיד בעל רישיון יבצע פעולות מפקחות עת אין ברשותו הרישיון המתאים לביצוע פעולות אלו, הוא עשוי להיות נתון להליכי אכיפה משמעתית בידי ה-FCA (הטלת קנסות, שלילת רישיונות וכו'). זאת ועוד, הסדרי השקעה הנעשים עם אנשים שאינם מחזיקים ברישיונות המתאימים עשויים להיות בלתי ניתנים לאכיפה משפטית. ליחיד אסור להתקשר במסגרת פעילותו כעסק עם אחר לביצוע פעולות השקעה ואסור להזמין או לתמרץ לכך, אלא אם החברה בעלת רישיון מתאים, או שתוכן ההתקשרות אושר בידי חברה בעלת רישיון מתאים מה-FCA (או מה-EEA).

**התשובה לשאלה "האם משתתף ב-ICO נדרש ברישיון"** תלויה באופן כללי בשאלה האם המשתתפים יבצעו פעולות עסקיות באנגליה הקשורות למוצרים העשויים להיות מוגדרים כ"השקעות מוגדרות" (Specified Investments) (כגון מניות, מכשירים היוצרים חבות כגון שטר חוב או איגרת חוב, יחידות בקרן השקעה משותפת או מוצרי נגזרים כגון אופציות, חוזים עתידיים וחוזי הפרשים). כן תלויה התשובה בשאלה האם פעולות אלו עלולות כדי "פעולות מפקחות" (לדוגמה, המסחר בהשקעות המוגדרות המוזכרות לעיל, ביצוע הסדרים לעסקאות בהשקעות אלו, מתן ייעוץ בקשר להשקעות אלו או בניהול קרן להשקעה משותפת). הקטגוריות של השקעות מוגדרות ופעולות מפקחות קבועות ב-Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001 ('RAO').

אם ה-ICO תכלול הנפקה של מוצר העשוי להיות מוצר השקעה מוגדר (קרי מפקח), המשתתפים ב-ICO (כגון המתווכים המארגנים השקעות ממשקיעים במנפיק, או מתווכים המייעצים למשקיעים) עשויים להידרש לרישיון (ככל שאינם בעלי רישיון) וכן עשויים להיות כפופים לדרישות הרגולטוריות הרלוונטיות העשויות לחול על הפעולות המפקחות הללו – לדוגמה, הדרישות להתנהגות עסקית הולמת הקבועה ב-Conduct of Business Sourcebook (COBS) ב-FCA Handbook, ובעקרונות לעסקים של ה-FCA (FCA's principles for business).

מנפיקי ה-ICOs (וחברות הפועלות בשם המנפיקים) צריכים לשקול עוד אם חומרים שיווקיים שפורסמו בקשר ל-ICO עולים כדי התקשרות אשר תוגדר כהזמנה או כתמרץ לביצוע פעולות השקעה (קרי, שיווק פיננסי). כמוסבר לעיל, חל על חברה איסור לבצע שיווק פיננסי, אלא אם אושר התוכן בידי יחיד מורשה מטעם ה-FCA או שהחברה המשווקת היא בעלת רישיון. חברות מורשות

המתקשרות או מאשרות התקשרות בקשר ל-ICO העולה כדי שיווק פיננסי יהיו חייבות לציית להוראות השיווק הפיננסי הקבועות ב-COBS Sourcebook (פרק 4).

טוקנים מסוימים עשויים להיחשב לניירות ערך עבירים (Transferable Securities) (כפי שמוגדרים ב-MiFID), ועל כן הוראות התשקיף עשויות לחול עליהם. ישנה דרישה לפרסום תשקיף בנסיבות המצוינות בדירקטיבת התשקיף כפי שהן מיושמות בסעיפים 85, 86 ב-FSMA. בכפוף להוראות אלו, ככל שאין פטור מכך, כאשר ניירות ערך עבירים מוצעים לציבור באנגליה או רשומים למסחר בשוק מפקח באנגליה, קיימת דרישה לפרסום תשקיף המאושר בידי ה-FCA. ישנם מגוון פטורים והקלות מהדרישה לפרסום תשקיף בכל הנוגע להצעה לציבור או לרישום למסחר. הפרה של סעיפים 85(1) או (2) ב-FSMA הינה עבירה פלילית.

כל מי ששוקל ובוחר את מידת מעורבותו בהנפקה ובהפצה של טוקנים צריך לשקול בזהירות יתרה אם הטוקנים הללו עולים לכדי:

א. **ניירות ערך עבירים**, ואם חלות לגביהם הוראות התשקיף;

ב. **סוג אחר של השקעה מוגדרת**, ואם הפעילות בקשר אליהם נחשבת לפעילות מפוקחת.

חברות המפרסמות חומר שיווקי בקשר ל-ICO צריכות לשקול אם חומרים אלו עולים כדי שיווק פיננסי, או אם קיימת דרישה לתשקיף בכפוף לדרישות התשקיף. בנוסף, בורסות למטבעות דיגיטליים המאפשרות את המסחר בטוקנים מסוימים צריכות לשקול אם הן צריכות לקבל רישיון מטעם ה-FCA על מנת לפעול ולספק שירותים.

בסיכומו של דבר, זוהי אחריותה של החברה להעריך את הסטטוס שבו היא נמצאת בהתאם לחוק הרלוונטי והמסגרת הרגולטורית הרלוונטית. חברה יכולה להסתייע ב-FCA's Perimeter Guidance Manual (PERG) ככלי סיוע להערכת הסטטוס הרגולטורי שלה. אם לחברה אין ודאות באשר לסטטוס שבו היא נמצאת, מומלץ שתקבל ייעוץ משפטי בנושא טרם הכניסה לפעילות עסקית.

ב. ביום 12 בספטמבר 2017 פרסמה ה-FCA הצהרה שמטרתה להזהיר את הצרכנים מפני הסיכונים הגלומים ב-ICO.<sup>271</sup>

### ICO

ICO הינו מונח המתאר הליך דיגיטלי לגיוס הון מהציבור בתמורה למטבעות וירטואליים (הנקראים גם מטבעות קריפטוגרפיים). בתמורה לטוקנים המונפקים ב-ICO, המנפיק מקבל מהמשקיעים מטבעות קריפטוגרפיים כגון ביטקוין או את'רום כאמצעי תשלום. הטוקנים הדיגיטליים המונפקים לרוב מעניקים למשקיעים זכות מסוימת בהתייחס לפרויקט מוצע או לחברה מסוימת. עם זאת, במקרים מסוימים, הטוקנים מוצעים למשקיעים ללא הקניית זכות כלל. ה-FCA רואה ב-ICO השקעה ספקולטיבית הטומנת בחובה סיכונים רבים למשקיעים ולכן מומלץ לאדם המעוניין

<sup>271</sup> <https://www.fca.org.uk/news/statements/initial-coin-offerings>

להשקיע בהליך ICO לעשות זאת רק אם הוא משקיע כשיר ומנוסה, אם הוא בטוח באיכות פרויקט ה-ICO או אם הוא מוכן לאפשרות שיפסיד את כל השקעתו.

### הסיכונים

הסיכון המרכזי הינו חוסר באסדרה בתחום ה-ICO. רוב ה-ICOs אינן מפוקחות ורבים מהן מתבצעות בארצות זרות, מה שמקשה על קביעת חוק אחיד בנושא. סיכונים נוספים, שחלקם הם פועל יוצא של חוסר באסדרה הינם: חוסר הגנה על משקיעים; תנודתיות רבה במחיר הטוקן המונפק; פוטנציאל גדול להונאת משקיעים; חוסר בתיעוד ההנפקות עקב השימוש במסמך גילוי כתחליף לתשקיף; וכן סיכון הנובע מכך שהפרויקטים המוצעים בהנפקות הם פרויקטים ניסיוניים בשלבי פיתוח מוקדמים ביותר.

### פיקוח

כל מקרה ייבחן לגופו (Case by Case) בהתאם למבנה ה-ICO ולמטרתה, ועל פי תוצאות הבחינה תיקבע מדיניות הפיקוח הרלוונטית.

ה-ICOs עשויות להיות דומות במאפייניהן ל-IPOs, להנפקות פרטיות של ני"ע, לפלטפורמות לגיוס המונים ואף לקרנות השקעה משותפות (Collective Investment Schemes). נוסף על כך, טוקנים מסוימים עשויים להיות דומים במאפייניהם לניירות ערך סחירים ועל כן ידרשו לתשקיף, בכפוף להוראות החוק.

### המלצה

לאור כל האמור לעיל, עסק המעורב בהליך ICO צריך לבחון את פעולותיו בהתאם לדרישות הרגולטוריות. גם בורסות למטבעות דיגיטליים המעניקות שירותי מסחר בטוקנים צריכות לבחון את הדרישות לרישוי מה-FCA על מנת לפעול במסגרת החוק.

## ג. ארגז חול רגולטורי<sup>272</sup>

ה-FCA מפעיל ארגז חול רגולטורי (regulatory sandbox), שמטרתו לאפשר לעסקים להריץ בשוק מוצרים ושירותים חדשניים מבלי שהדרישות הרגולטוריות שחלות בדרך כלל על מוצרים או שירותים כאמור יהוו חסם.<sup>273</sup> מדובר בתקופת מבחן, שבמהלכה ה-FCA מפקח מקרוב על ההתנהלות והתוצאות המתקבלות. לפי אתר ה-FCA, היתרונות של ארגז החול הרגולטורי הם שפירמות מורשות ובלתי מורשות יכולות להפחית את משך הזמן עד לשלב שיווק המוצרים כמו גם את העלויות הנלוות, ויש להן גישה טובה יותר למימון. במקביל, ארגז החול הוא חלל שבו מנגנוני הגנה צרכניים מובנים מראש אל תוך המוצרים והשירותים. הכלים שה-FCA מציע במסגרת ארגז החול הרגולטורי הם אלו:

<sup>272</sup> פסקה זו לקוחה מתוך מחקר השוואתי בנושא ICO שבוצע על ידי חברת Lexidale, International Policy Consulting בחודש אוקטובר 2017.

<sup>273</sup> <https://www.fca.org.uk/firms/regulatory-sandbox>

1. אישור מוגבל להריץ את המוצר או השירות, אשר ניתן גם לעסקים שאינם מורשים בעצמם. מדובר בהליך מקוצר, שכן הוא מתייחס להרצה בלבד;
  2. סיוע אישי לכל עסק שמעוניין לקבל אישור במסגרת ארגז החול;
  3. הקלות ופטורים מדרישות שונות למטרת ההרצה. ה-FCA אינו רשאי לתת פטור מדרישה הקבועה בדין הבינלאומי או בחקיקה ראשית;
  4. אם לא ניתן להעניק פטור או הקלה, אך נראה שיש הצדקה לפעילות מפרה במסגרת ההרצה, ה-FCA יעניק לעסק אישור בכתב על היעדר אכיפה (No enforcement action letter).
- פירמה שמעוניינת להיכלל בארגז החול הרגולטורי רשאית להגיש בקשה בטופס ל-FCA. הבקשות נבחנות בקבוצות (המועד להגיש בקשות עבור הקבוצה השלישית במספר הסתיים לאחרונה). בקבוצה הראשונה אושרו 18 מועמדים מתוך 69 בקשות,<sup>274</sup> ובקבוצה השנייה אושרו 24 מועמדים מתוך 77 בקשות.<sup>275</sup>
- תנאי הסף על מנת להיכלל בקבוצה הם אלו:<sup>276</sup>

1. החדשנות מיועדת לשוק האנגלי;
2. המוצר או השירות חדשני ממש – בחינה של המוצרים או השירותים הקיימים מראה שאין כאלה הדומים למוצע, או שיש בו הרחבה משמעותית של משהו קיים;
3. יש בחדשנות אלמנט שמועיל לצרכן, לרבות מקדם תחרות;
4. קיים צורך אמיתי בארגז החול הרגולטורי;
5. המוצר או השירות מוכן להרצה.

## קנדה

ביום 24 באוגוסט 2017 פרסם ארגון ארגון הגג הקנדי לרשויות ניירות ערך (CSA) עמדת סגל בנושא הנפקות של מטבעות קריפטוגרפיים לציבור המשקיעים (כגון ICOs, ITOs ועוד).<sup>277</sup> הנפקות אלו מאפשרות לחברות לגייס הון בדרכים חדישות, ואף מעניקות למשקיעים מגוון רחב יותר של אפיקי השקעה. ואולם, מכיוון שמדובר בפלטפורמה חדשה ואינה מוכרת דיה, הנפקות אלו מעלות חששות רבים באשר להגנה על ציבור המשקיעים. החששות עולים נוכח תנודתיות גבוהה במחיר המטבע הקריפטוגרפי, שקיפות ההצעות, ערך המטבע, הניזילות, שאלת הבעלות על המטבע הקריפטוגרפי, הצעת טוקנים בלתי מפוקחת, חשיפה לפעילות בלתי חוקית ומרמה וכן חוסר הבנה של מאפייני ההשקעה. לרוב כוללות הצעות אלו מכירה של ניירות ערך, ולכן חוקי ניירות הערך בקנדה יחולו על כל אדם או חברה שימכרו ניירות ערך, לרבות הצעות של מטבעות קריפטוגרפיים בתוך קנדה או לחלופין למשקיעים קנדיים.

<sup>274</sup> <https://www.fca.org.uk/firms/regulatory-sandbox/cohort-1>

<sup>275</sup> <https://www.fca.org.uk/firms/regulatory-sandbox/cohort-2>

<sup>276</sup> <https://www.fca.org.uk/firms/regulatory-sandbox/prepare-application>

<sup>277</sup> [http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category4/csa\\_20170824\\_cryptocurrency-offerings.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category4/csa_20170824_cryptocurrency-offerings.pdf)

יצוין שמטבעות קריפטוגרפיים עשויים להיחשב נגזרים, ובמקרים אלו יחולו עליהם החוקים הרלוונטיים בקנדה החלים על נגזרים. על כן, עסקים בקנדה המעוניינים להנפיק מטבעות קריפטוגרפיים לציבור באמצעות ICO ולהפעיל אתר אינטרנט לצורך מסחר בהם צריכים לשקול כיצד ואם בכלל הם עומדים בחובות הכרוכות בפרסום תשקיף, ברישום ו/או בניהול בורסה.

**חשוב לציין כי בפרסום זה של ה-CSA המונח בורסה משמש במובנו הרחב ולא כבורסה לניירות ערך או לנגזרים אשר קיבלה רישיון לפעול כבורסה.**

#### מטרות עמדת הסגל

1. עמדת הסגל מתייחסת לבקשות שהגיעו מעסקים המעוניינים לקבל הדרכה אודות תחולת חוקי ניירות הערך הקנדיים על הנפקות של מטבעות קריפטוגרפיים, וכן עוסקת בשאלה האם ICO נחשבת כדרך להפצה של ניירות ערך ;
2. עמדת הסגל דנה בפעולות שעסקים המבקשים לגייס הון באמצעות ICO צריכים לבצע על מנת לעמוד בהוראות החוק ;
3. עמדת הסגל מדגישה את הנושאים שעל עסקים המבקשים להקים קרנות השקעה במטבעות קריפטוגרפיים או טוקנים לתת עליהם את הדעת טרם בואם לדון עם רשויות המדינתיות או הפרובינציות הרלוונטיות ;
4. עמדת הסגל דנה באופן שבו המסחר במטבעות קריפטוגרפיים עשוי להשפיע על מדיניות ה-CSA בנוגע להנפקות הראשוניות של מטבעות קריפטוגרפיים ועל קרנות ההשקעה ;
5. עמדת הסגל מסבירה כיצד "ארגז החול"<sup>278</sup> (Sandbox) של ה-CSA, המתואר בסוף המסמך, יסייע לעסקי הפינטק לעמוד בדרישות חוקי ניירות הערך בהתייחס להצעת מטבעות קריפטוגרפיים.
6. עמדת הסגל עוסקת בעיקר ב-ICOs ובקרון השקעה משותפת במטבעות קריפטוגרפיים, אך הנאמר בה מתייחס גם למטבעות ולטוקנים קריפטוגרפיים אחרים וכן לטכנולוגיה דומה, אשר אינם מוזכרים במסמך ועשויים להיות גם הם כפופים לחוקי ניירות הערך הקנדיים.

#### מהן בורסות למטבעות קריפטוגרפיים (Cryptocurrency Exchange)

בורסות למסחר במטבעות קריפטוגרפיים הן בורסות אינטרנטיות המאפשרות למשקיעים לקנות ולמכור מטבעות/טוקנים קריפטוגרפיים באמצעות מטבעות קריפטוגרפיים מבוזרים אחרים (כגון ביטקוין ואת'רום), באמצעות מטבע מקובל או באמצעות טוקנים נוספים המונפקים בהליך ICO. יש לציין כי בורסות כאלה פועלות בכל העולם, ובמקרים רבים ללא פיקוח או אסדרה ממשלתית. נוסף על כך, מחיר המטבעות או הטוקנים עשוי להיות שונה בין בורסות, והדבר משאיר פתח

---

<sup>278</sup> ארגז החול הרגולטורי של ה-CSA (CSA Regulatory Sandbox) היא יוזמה של ה-CSA שמטרתה לתמוך בעסקי הפינטק המציעים שירותים ומוצרים חדשניים בקנדה, כגון המטבעות הדיגיטליים.  
[https://www.securities-administrators.ca/industry\\_resources.aspx?id=1588](https://www.securities-administrators.ca/industry_resources.aspx?id=1588)

לארביטראז' בשוקים לא יעילים. בהמשך לכך, קרנות השקעה המבקשות לרכוש מטבעות/טוקנים קריפטוגרפיים מהבורסות לתיקי ההשקעות שלהן צריכות להכיר את החיסרון שבארביטראז' הנ"ל. בורסה במובנה הרחב, דהיינו אתר אינטרנט המציע פלטפורמת מסחר במטבעות קריפטוגרפיים או בטוקנים שהינם ניירות ערך, צריכה לבחון אם היא עומדת בהגדרות של מקום למסחר של ניירות ערך. אם כן, הבורסה חייבת לעמוד בחוקים המדינתיים החלים על בורסות או לחלופין בחוקים החלים על פלטפורמות מסחר אלטרנטיביות. כך לדוגמה, בורסה המציעה מסחר במטבעות קריפטוגרפיים בתחום השיפוט הקנדי תחויב לעמוד בחובות הרגולטור המדינתי על מנת לקבל רישיון לפעול כבורסה, או לחלופין לבקש פטור מרישיון כאמור. נכון לאוגוסט 2017 אף בורסה בקנדה המאפשרת מסחר במטבעות קריפטוגרפיים לא קיבלה רישיון או פטור מקבלתו. האפשרות הקיימת בבורסות אלו לסחור במטבעות קריפטוגרפיים יכולה להעמיד גם את המנפיק בהפרה של חוקי ניירות הערך (אף שהוא לא צד לעסקה ולא בעל אינטרס כלשהו בפלטפורמת המסחר), שכן קיימות חובות ביחס למסחר בשוק המשני גם על מנפיקים שאינם חייבים בדיווח שוטף, כמו חברה ציבורית.<sup>279</sup> לאחרונה נקטו מספר תחומי שיפוט בקנדה צעדים ליישום דרישות מסוימות לבורסות המטבעות הקריפטוגרפיים. דרישות אלו כוללות: דרישות לזיהוי ישויות, דרישות הקשורות לאיסור הלבנת הון, דרישות הקשורות לאיסור מימון פעולות טרור (Counter terrorist financing) ודרישות תיעוד.

#### הצעות של מטבעות וטוקנים

הנפקות של טוקנים מבוצעות לרוב על ידי סטארט-אפים במטרה לגייס הון מציבור המשקיעים, לרוב משקיעים פרטיים, באמצעות האינטרנט. בדרך כלל, במהלך ההנפקה (הקצובה בזמן) ניתן להיכנס לאתר היעד על מנת לרכוש, לרוב באופן אנונימי, את הטוקנים באמצעות מטבעות קריפטוגרפיים מבוזרים אחרים, או לחלופין באמצעות מטבע מקובל. מבנה ההנפקות מגוון וכך גם מטרות גיוס ההון שלהן. כך לדוגמה, בביצוע ICO חברה יכולה לבחור אם להשקיע בפיתוח מטבעות קריפטוגרפיים חדשים, בטכנולוגיה חדשה, בשירות או בפלטפורמה כלשהי. יש לציין כי במקרים רבים הטוקנים או המטבעות עשויים להיות דומים מאוד למניות חברה, מכיוון שערכן עולה או יורד ביחס ישיר להצלחת החברה.

#### טוקנים כניירות ערך

סגל ה-CSA מודע לעובדה כי עסקים משווקים את הטוקנים או המטבעות שלהם באופן שאינו תואם את מהותם, למשל משווקים אותם כמוצרי תוכנה (Software products) ולא כני"ע, ובכך מנסים לעקוף את החובות הקשורות להנפקת ניירות ערך. עם זאת, במקרים רבים, כאשר מסתכלים על הצעות/הסדרים של הטוקנים או המטבעות בשלמותם, הטוקנים או המטבעות דומים במאפייניהם

---

National Instrument 45-102 Resale of Securities restricts secondary trading in securities of non-<sup>279</sup> reporting issuers.  
[http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category4/rule\\_20000908\\_45-102\\_mi\\_pr.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category4/rule_20000908_45-102_mi_pr.pdf)

לניירות ערך. על כן, בהערכה האם הטוקנים או המטבעות יהיו כפופים לחוקי ניירות ערך או לאו, סגל ה-CSA יעדיף לבחון יותר את המהות מאשר את הצורה או השם המסחרי של הטוקנים שהונפקו.

יש לציין כי הנפקת טוקנים או מטבעות אינה בהכרח הנפקה הרלוונטית לשוק ההון. לדוגמה, אם אדם רוכש טוקנים או מטבעות על מנת לשחק במשחק וידאו כלשהו, אין מדובר בניירות ערך. בשונה מכך, אם אותו אדם רכש טוקנים או מטבעות שערכם קשור במישרין או בעקיפין לרווחים או להצלחה של עסק מסוים, ככל הנראה מדובר בניירות ערך, וחוקי ניירות ערך יחולו על הטוקנים הללו.

במקרים רבים שנבחנו על ידי הסגל נמצא כי טוקנים שהונפקו בהליך ICO הינם ני"ע, לרבות לאור העובדה כי הם "חוזת השקעה". על מנת לבחון אם טוקן עונה על ההגדרה של "חוזת השקעה" קבע ה-CSA כי ICO הכוללת: א. השקעה של כסף; ב. במיזם משותף (Common Enterprise); ג. בציפייה לרווח; ד. אשר יגיע משמעותית ממאמציהם של אחרים – הינה הנפקה של ניירות ערך.

#### חוקי ניירות ערך הרלוונטיים להנפקות של טוקנים או מטבעות

עסקים המנפיקים טוקנים או מטבעות שהינם ניירות ערך (על פי המבחנים לעיל) צריכים לעמוד בדרישות בסיסיות של חוקי ניירות ערך, כגון:

1. פרסום תשקיף, או קבלת פטור מדרישה שכזו – עד כה לא נמצא עסק שביצע ICO בקנדה שפרסם תשקיף. כל ההנפקות בוצעו לאחר פרסום מסמך גילוי (White paper) הכולל מאפיינים דומים לאלו המפורסמים בתשקיף, כגון כמות המטבעות המוצעות, פרק זמן הצעת המטבעות, מטרות גיוס ההון ועוד, אך הוא אינו מחייב והינו סלקטיבי בכמות המידע ובאופן גילוי, בהתאם לשיקול הדעת של המנפיק. הרשויות צופות כי גופים שונים ימשיכו להציע טוקנים או מטבעות ללא פרסום תשקיף, וזאת מאחר שיבקשו הקלות הניתנות לעסקים במטרה לגייס הון מהציבור, בדגש על חברות סטארט-אפ וחברות SME.<sup>280</sup> עסקים יוכלו למכור את הטוקנים או המטבעות ללא פרסום תשקיף למשקיעים מנוסים (Accredited Investors), כמוגדר בחוק ניירות ערך וב-Prospectus Exemptions,<sup>281</sup> או למשקיעים פרטיים שאינם מנוסים, בתנאי שיעמדו בתנאים המצויינים ב-Offering Memorandum Prospectus Exemptions.<sup>282</sup> יש לציין כי במקרים שבהם התבצעה עסקה בטוקנים או במטבעות הללו, שלא בהתאם לחוקי ניירות הערך, התרופות האזרחיות העומדות לרשות המשקיעים הם בין היתר הזכות לצאת מעסקה והזכות לקבל פיצויים על הפסדים או נזקים.

---

<sup>280</sup> Canada National Instrument 45-106, Prospectus Exemptions 2005.

<https://www.iasplus.com/en-ca/standards/securities/distribution-requirements/national-instrument-45-106-prospectus-exemptions>

<sup>281</sup> סעיף 2.3 ל-National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions, לעיל הערה 57.

<sup>282</sup> שם, סעיף 2.9.

עסקים שאינם מעוניינים בפרסום תשקיף ומעוניינים להסתמך בעסקותיהם על ה- Offering Memorandum Prospectus Exemptions, צריכים לעמוד בתנאים מסוימים<sup>283</sup> וכן לגלות לציבור המשקיעים מידע מהותי, כגון תיאור העסק, סכום מינימום ומקסימום להצעות, משך ההצעות, כיצד נקבע ערך הטוקנים או המטבעות, הסיכונים בהשקעה ועוד. כל גילוי שנעשה למשקיעים חייב להיות גילוי שאינו כוזב (not be false), לא מטעה, כולל עובדות מהותיות, רלוונטי וכתוב בשפה פשוטה וקלה להבנה.

2. רישום כדילר או קבלת פטור מרישום – עסקים המבצעים ICO עשויים לסחור בניירות ערך למטרות עסקיות גרידא (נקראים גם "Business Triger"), ועל כן נדרשים להירשם כדילרים או לחלופין לקבל פטור מרישום שכזה. לאחר סקירת מספר הנפקות, ה- CSA קבע מספר מאפיינים לקביעה אם אדם או חברה סוחרים בניירות ערך למטרות עסקיות: האם בוצע שידול של מספר רב של משקיעים וביניהם משקיעים פרטיים; האם מתבצע שימוש בפלטפורמות מקוונות על מנת לגייס משקיעים פוטנציאליים; האם מתבצע פרסום של הטוקנים או המטבעות באירועים ובכנסים ציבוריים; והאם יש כוונה לגייס סכום מהותי ממספר גדול של משקיעים.

חברות או יחידים הפועלים כדילרים חייבים לעמוד בחובות כלפי הלקוחות, לרבות הליך "הכר את הלקוח", התאמת ההשקעה ללקוח, קביעת רמת סיכון ועוד. אם המידע המתקבל כולל שם, כתובת אי-מייל וטלפון בלבד אין בו כדי לעמוד בדרישות "הכר את הלקוח". ניתן לעמוד בחובת "הכר את הלקוח" באמצעות הליך אוטומטי מקוון המאגד את המידע הנ"ל והכולל הגנות ללקוח. ההגנות ללקוח יכולות לכלול הגבלת סכומי השקעה, הגבלות על ריכוזיות השקעה (מצד הלקוח) ואזהרות בנוגע לסיכונים. בנוסף נדרש כי לחברות או ליחידים תהיה מערכת ציות חזקה, הכוללת מדיניות ונהלים הנותנים מענה בין היתר לאיומי סייבר, אשר הפכו לאחרונה לתכופים, מורכבים ויקרים לטיפול, בדגש על התחום האינטרנטי והחדשני של מטבעות או טוקנים.

#### קרנות השקעה במטבעות קריפטוגרפיים

בדומה לקרנות השקעה בניירות ערך, קרנות השקעה במטבעות או בטוקנים קריפטוגרפיים (כגון ביטקוין) הן תופעה חדשה. מטרת הקרנות הללו היא לחשוף משקיעים למטבעות הקריפטוגרפיים. על כן, ה- CSA מבקש מעסקים המעוניינים להקים קרן להשקעה במטבעות או בטוקנים קריפטוגרפיים להביא בחשבון מספר מאפיינים כדלקמן:

---

<sup>283</sup> להלן התנאים: עמידה בדרישות התוכן עבור המסמכים; קבלת מסמכים חתומים מכל משקיע, המציינים כי הם מודעים לסיכונים הגלומים במסחר במטבעות; עמידה בגבולות ההשקעה של הלקוח כנדרש; מתן תצהירים פיננסיים שנתיים וכן חובות גילוי שוטפות למשקיעים; עמידה בהגבלות המכירה החוזרת (Resale) למטבעות, אשר באופן כללי ימנעו סחר של מטבעות דיגיטליים בבורסת המטבעות הדיגיטליים ודיווח שוטף לרגולטור.



- א. משקיעים פרטיים – קרנות השקעה המעוניינות להקים קרן שתרכוש מטבעות או טוקנים קריפטוגרפיים למשקיעים פרטיים צריכות לבחון בין היתר את הדרישות לתשקיף, את הכללים החלים על קרנות השקעה וכן האם ההשקעה מתאימה לאופי הקרן;
- ב. בורסות למטבעות קריפטוגרפים – יש צורך לבצע בדיקת נאותות לכל בורסה שבה קרנות השקעה עושות שימוש לצורך מסחר במטבעות קריפטוגרפיים בתיקי ההשקעות שלהן;
- ג. רישום - עסקים צריכים לשקול קטגוריית רישום מיוחדת המתאימה לקרנות השקעה אלו, לרבות לרישום האנשים הפועלים בהן (דילר, יועץ וכו');;
- ד. הערכות השווי – מה יהיה אופן קביעת מחירם של המטבעות הקריפטוגרפיים ושל קרנות ההשקעה עצמן; האם בהתאם למחירים בבורסה אחת או לפי מספר הבורסות; איך ייבחרו אותן בורסות; והאם תיערך ביקורת חיצונית על השווי של קרנות אלו ומחיר נכסיהן;
- ה. שרותי משמורת – ככלל, חוקי ניירות ערך בקנדה דורשים שנכסים המנוהלים על ידי קרן השקעה יוחזקו באמצעות משמורן העומד בדרישות מסוימות. עמדת הסגל מונה מספר דוגמאות ובכלל זה מומחיות, יכולות הגנה על המטבעות הקריפטוגרפיים מפני גניבות ועוד.

#### כיצד "ארגז החול הרגולטורי" של ה-CSA עשוי לסייע לעסקי הפינטק?

בהתייחס לכל האמור לעיל, ה-CSA מעוניין לקדם יוזמות חדשות בשוק ההון ולהקל על גיוסי הון בעסקי הפינטק, אך בד בבד לקדם שוק הוגן והגנה על המשקיעים. ככל ששוק המטבעות הקריפטוגרפים הופך פופולרי יותר, קם הצורך לאזן בין הביקוש העולה מן המשקיעים לאופציות השקעה חדשות לבין ההגנה על משקיעים מפני מרמה שעשויה לנבוע מהשימוש, בין היתר, בטכנולוגיות חדשות. על כן, על מנת להימנע מהטלת סנקציות מיותרות בנושא המטבעות הקריפטוגרפים, ה-CSA מציע לעסקים ליצור קשר עם הרגולטורים המדינתיים על מנת לקבל הנחיות כיצד לעמוד בחוקי ניירות הערך החלים עליהם.

#### **צרפת - בדרך לאסדרה ייעודית?**

ביום 26 באוקטובר 2017, פרסמה רשות ניירות הערך הצרפתית (AMF) נייר היועצות בנושא ה-ICOs.<sup>284</sup> בנייר, קראה ה-AMF לציבור להתייחס, באמצעות מענה למספר שאלות, לשלוש גישות אפשריות שונות לפיקוח על ה-ICOs. בנייר הוצג נושא ה-ICO, פורסמו אזהרות למשקיעים ביחס לסיכונים הגלומים ב-ICOs, נעשה ניתוח משפטי ביחס לחוקים הקיימים ותחולתם ביחס ל-ICO וכן הוצגו שלוש גישות אופציונאליות לפיקוח על ה-ICOs כאמור, והועלו שאלות נלוות לגישות הללו. מכיוון שהנפקות הטוקנים העלו שאלות משפטיות רבות בעולם בכלל ובצרפת בפרט, החליטה ה-

<sup>284</sup> [http://www.amf-france.org/en\\_US/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee-2017?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F5097c770-e3f7-40bb-81ce-db2c95e7bdae](http://www.amf-france.org/en_US/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee-2017?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F5097c770-e3f7-40bb-81ce-db2c95e7bdae)

AMF להתייחס לנושא ה-ICO, להשלכות של הנפקות מסוג זה ולהציע שלוש גישות אפשריות להתייחסות לנושא זה.

ביום 22 בפברואר 2018 פרסמה ה-AMF את סיכום הערות הציבור והתייחסותה להערות אלו<sup>285</sup>. להלן סיכום נייר ההיוועצות (בצבע שחור) וכן התייחסות להערות הציבור (בצבע כחול).

במהלך תקופת ההיוועצות, נגשה ה-AMF עם 15 יזמים אשר ביצעו הליך של ICO או עומדים לבצע הליך כזה. מדיונים אלו ומיעוץ שניתן למנפיקי טוקנים על ידי משרדי עורכי הדין עולה כי ישנם סוגים וצורות רבות ל-ICOs. בפועל, אפשר לסווג את הטוקנים תחת הקטגוריות הרחבות הבאות:

- **Utility Tokens** – סוג זה מעניק למחזיק הטוקן את הזכות להשתמש בטכנולוגיה או בשירות המוצעים על ידי מנפיק ה-ICO. חלק מהרוכשים רוכשים אותו למטרות השקעה וחלקם בכדי להשתמש בפלטפורמה או בשירות אותו המנפיק מפתח. כתוצאה מכך, חלק מטוקנים אלה משמשים כאמצעי תשלום בכדי לממן את הפרויקט.
- טוקנים המעניקים זכויות "פוליטיות"<sup>286</sup> או כלכליות – טוקנים מסוג זה מעניקים למחזיק זכויות פיננסיות או זכויות הצבעה. רק אחוז קטן מהנפקות ה-ICOs מספקים זכויות מסוג זה. טוקנים אלה יכולים להיחשב, במקרים מסוימים ובהתאם לחוק הרלוונטי, כמכשירים פיננסיים.

ה-AMF קיבלה מס' רב של תגובות (82) אשר מתחלקות באופן הבא: 22 מפעילים במגזר הדיגיטלי, 18 מאנשים פרטיים, 15 משרדי עורכי דין, 10 ממומחים פיננסיים (רו"ח, יועצי השקעות וכד'), 6 מהאקדמיה, 5 ממשקיעים מוסדיים, 3 מבנקים, 2 ממפעילי תשתיות מסחר, ותגובה אחת מחברה רשומה.

#### הצגת נושא ה-ICO

ICOs הן פעולות אשר באמצעותן ישות מבקשת לגייס כספים מהציבור באמצעות טכנולוגיית הרישום המבוזר (DLT) על ידי הנפקות של טוקנים. ה-ICO, למרות מאפייניה הדומים ל-IPO, שונה ממנה בכך שבפועל, לטוקנים בדרך כלל אין את הזכויות הנלוות למניות. בנוסף, הנפקת הטוקנים מבוססת על טכנולוגיית הבלוקצ'יין, ומכיוון שמתבצעת באמצעות ה-DLT, אין צורך במתווכים פיננסיים למיניהם על מנת לבצע את ההנפקות. הנפקות אלו, נועדו למימון של פרויקטים מגוונים, הנקבעים טרם ההנפקה, והמוצעים לציבור הרחב להשקעה בהם. לרוב, הפרויקטים יוצעו לציבור הבקיא בטכנולוגיה שכן הם צופנים בחובם טכנולוגיה מסובכת שאינה מתאימה לכל משקיע, אולם הם יכולים להיות מכוונים גם לציבור הכללי.

למחזיקי הטוקנים הווירטואלים שהונפקו ב-ICO, מוענקות זכויות שונות כגון: א. רווחים, הן בצורה הונית והן בצורת מכירת הטוקנים עקב עליית ערכם כתוצאה מהצלחת הפרויקט; ב. זכויות

<sup>285</sup> [http://www.amf-france.org/en\\_US/Publications/Consultations-publiques/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2Fa9e0ae85-f015-4beb-92d2-ece78819d4da](http://www.amf-france.org/en_US/Publications/Consultations-publiques/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2Fa9e0ae85-f015-4beb-92d2-ece78819d4da)

<sup>286</sup> כך במקור: "Tokens offering political or financial rights"

הצבעה או אחרות, כחלק מהיותם משתתפים ברשת המבוזרת; ג. זכויות שימוש, כגון הזכות להשתמש בשירות המוצע בפרויקט.

### שלבי ה-ICO

**שלב א'** – הכרזה על ה-ICO. שלב ההכרזה מתבטא בהכרזה מקוונת באמצעות פרסומה של תמצית מנהלים המציעה סקירה על הפרויקט אליו רוצים לגייס כסף. הכרזה שכזו, מאפשרת לקהל היעד להביע את עמדתו ותגובותיו לפרסום. יש לציין, כי חלק מה-ICOs אף מפורסמות באמצעי התקשורת השונים.

**שלב ב'** – פרסום ההצעה לציבור. לרוב, המגייסים באמצעות הנפקת טוקנים יפצו מסמך מידע אודות ה-ICO בשם Whitepaper או לחילופין Plan (תכנית) באופן מקוון. המסמך כולל את הנושאים הבאים: מהותו של הפרויקט המוצע וההון הנדרש להשלימו; חברי הקהילה/החברה של הפרויקט; סוג וכמות הטוקנים המונפקים אשר יוחזקו על ידי מקדמי הפרויקט; "מפת דרכים" של הפרויקט ומטרותיו; סוגי התשלום האפשריים כגון: מטבע מקובל ו/או מטבע קריפטוגרפי ומשך תקופת גיוס הכספים.

**שלב ג'** – מכירתם של הטוקנים. הטוקנים מונפקים באופן אוטומטי בתמורה להעברת כספים/מטבעות אחרים מהמשקיעים. כאמור, טוקנים אינם מעניקים את אותן הזכויות הקיימות לבעלי מניות. בהמשך להנפקתם, ותלוי בהצלחת ההנפקה, הטוקנים עשויים להיסחר בשוק משני באמצעות פלטפורמות מקוונות.

צוין, כי עד כה, היקף הגיוס בעולם, באמצעות ICOs הוא כ-1.5 מיליארד אירו מהנפקות בתשעת החודשים הראשונים של 2017 בלבד. שווי השוק המשני של מטבעות אלו עומד, על פי ההערכות על כ-5 מיליארד אירו.

### הגישות השונות ל-ICOs ברחבי העולם

**הגישה הראשונה**, בה נוקטות למשל סין ודרום קוריאה, היא גישה האוסרת על ביצוע של ICOs. **הגישה השנייה**, בה נוקטות למשל ESMA<sup>287</sup> שוויץ, אנגליה, ארה"ב, גרמניה וסינגפור, היא גישה ה-Case by Case והתבססות על החוק הקיים, אשר בוחנת כל הנפקה לגופה וקובעת לגביה האם החוק הקיים חל עליה. **הגישה השלישית**, אשר כוללת את אוסטרליה, גיברלטר וליטא (באופן חלקי, ליטא ציינה כי במקרה בו הטוקנים ימכרו למשקיעי ה-retail ויסכנו את כספם, יקום הצורך בפיקוח על ה-ICOs), היא גישה הגורסת כי בשלב זה אין בכוונת המדינות לפקח על ה-ICOs, עד להבנה מעמיקה של כל הנושא.

### הסיכונים הגלומים ב-ICOs למשקיעים הפוטנציאלים

ישנם מספר סיכונים הגלומים ב-ICOs כלדקמן: א. החוסר ברגולציה; ב. הסיכונים הנובעים ממסמכי הגילוי (Whitepaper), אשר אינם מפרטים את המידע הרלוונטי והחיוני על ה-ICO במלואו; ג. סיכון למשקיעים להפסדים כספיים גבוהים; ד. סיכון הנובע מתנדבותיות השוק

---

<sup>287</sup> למרות שהייתה התייחסות לכך בנייר הצרפתי, לא מצאנו פרסום לעמדה של ESMA

וממאפייני השווקים השונים; ה. סיכונים המתקשרים להונאות או לפעולות הקשורות להלבנת הון.  
ו. סיכון הנובע בהשקעה בפרויקט בשלב מוקדם מאוד שייתכן שלא יצליח כלל.

### רגולציה נוכחית בנושא ה-ICO

#### הקדמה

נכון להיום, בחינת החלת החוקים הקיימים על ה-ICOs ועל הטוקנים הינה בשיטת ה- Case by Case. ה-AMF גורסת, כפי שיפורט להלן, כי רוב הנפקות הטוקנים המוכרות ל-AMF אינן כפופות לכללים הנופלים תחת אחריות ה-AMF, ובמיוחד כללים החולשים על הצעותיהן של ניירות ערך לציבור, מימון המונים, קרנות השקעה או "תיווך בנכסים שונים"<sup>288</sup>. נוסף על כך, צוין כי ישנו קושי בקביעת מעמדו המשפטי של הטוקן הדיגיטלי משתי סיבות: הראשונה, נובעת מהמגוון הרחב של המוצרים הפיננסיים המונפקים באמצעות ה-ICOs אשר נלוות אליהם מגוון זכויות המוענקות למשקיעים, כאשר בכל ICO צפונות זכויות שונות. השנייה, נובעת מהחוסר במסגרת משפטית ברורה למוצרים הללו.

#### ניתוח החוקים הקיימים ותחולתם ביחס ל-ICOs שנעשו בצרפת

בחלק זה, בוחנת ה-AMF את החוקים שבאחריותה ומנתחת האם ה-ICOs המוכרים לה כפופים לחוקים אלו.

#### א. האם הטוקנים הם ניירות ערך פיננסיים (Financial Securities)

החוק הצרפתי מגדיר ניירות ערך פיננסיים ככוללים: **מניות** שהונפקו על ידי חברות, **אג"ח** או **יחידות/מניות בקרנות** השקעה משותפות. ביחס לכל אפשרות נעשה ניתוח משפטי הבוחן את השאלה האם הטוקנים שהונפקו ב-ICOs עומדים בהגדרת אחד הסוגים של נייר ערך פיננסי, ומשכך, האם לצורך הנפקתם נדרש פרסום תשקיף שאושר על ידי ה-AMF, כפי שנדרש ממבצעי IPO.

1. **מניות** - על אף שחלק מהטוקנים כוללים זכויות שונות (כגון: זכות הצבעה או זכות להשתתפות ברווח של המנפיק), הם אינם נחשבים למניות **כיוון שהמנפיקים אינם חברות ולא קיימת גישה להון של חברה מסחרית באמצעות הטוקן**. עם זאת, טוקנים יכולים להיחשב **מניות**, אם הם מעניקים **זכויות כלכליות ותאגידיות** הצמודות למניות/מניות בכורה המסורתיות המוכרות. בנוסף, **העובדה שהמנפיק אינו בעל ישות משפטית לא תהווה מכשול להגדרת טוקנים המעניקים אותן זכויות למחזיקים כמו מניות, כמניות והמנפיק בפועל ייחשב כחברה**.

התגובות שהתקבלו מהציבור תומכות באופן עקרוני בקביעת ה-AMF, שכן רב המגיבים אינם חושבים שניתן לסווג טוקנים כמניות. עם זאת, כפי שצוין בתגובות מסוימות, סווג טוקנים כמניות נשאר כאופציה אפשרית, אך זאת במקרים נדירים, בהם טוקנים מעניקים זכויות תאגידיות או פיננסיות הדומות לאלו הניתנות בדרך כלל במניות. כתוצאה מכך, בחינה משפטית של טוקנים אינה יכולה להיות פורמלית בלבד והיעדר תכונה מסוימת של

---

<sup>288</sup> ראה פירוט להלן

מניה אינו בהכרח יכול להחריג טוקן מסווגו כמניה. לפיכך, בחינת המאפיינים של כל מקרה ומקרה לגופו תהיה תמיד בעדיפות הראשונה.

2. אג"ח – החוק הצרפתי מגדיר אג"ח ככל מכשיר פיננסי המייצג תביעה כנגד המנפיק. אג"ח, באופן מסורתי מייצג חוב כספי, המיוחס להלוואות כספיות של המשקיעים (ריבית). מניתוח שנעשה נראה כי הטוקנים אינם נחשבים גם מהבחינה המשפטית כאג"ח. עם זאת, קביעה זו עשויה להשתנות אם הגישה הרווחת לחוב מסוג זה תכלול גם חוב אחר ולא רק חוב כספי.

התגובות שהתקבלו מהציבור תומכות באופן עקרוני בקביעת ה-AMF, שכן רב המגיבים אינם חושבים שניתן לסווג טוקנים כאג"ח. עם זאת, מגיבים רבים טענו כי היעדר חוב כספי לא מונע סווג טוקנים כאג"ח.

### 3. יחידות או מניות בקרן השקעה משותפת

א. קרנות השקעה (UCITS - Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities) – מטרתה היחידה של קרן מסוג זה הינה להחזיק ולנהל תיק של נכסים פיננסיים, בשם קבוצה של משקיעים פרטיים, ולפיכך, ICO שזו אינה מטרתה, אינה נחשבת לקרן השקעה כפי שמוגדרת בחוק.

ב. קרן השקעה אלטרנטיבית (AIF- Alternative Investment Funds) – בשונה מה-UCITS, קרנות ההשקעה האלטרנטיביות (כגון: קרנות גידור וקרנות הון סיכון) מתמקדות בגיוס הון ממספר משקיעים במטרה להשקיע את ההון בהתאם למדיניות קבועה מראש. על כן, ה-ICO, אשר מטרתה, לרוב, אינה לייצר החזרים כאלו או אחרים למשקיעים, לא תחשב לקרן השקעה אלטרנטיבית. עם זאת, ה-AMF אינה שוללת את האפשרות שבמקרים מסוימים ה-ICOs אכן ייחשבו לקרנות השקעה אלטרנטיביות.

ג. קרנות השקעה נוספות - הינן כל קרנות ההשקעה שאינן AIF או UCITS. הייחודיות בהן היא שהן מיועדות לאדם אחד בלבד. ICO, אשר מכוונת לקהל רחב של משקיעים, אינה תואמת גם במקרה זה.

מגיבים רבים מסכימים עם קביעת ה-AMF שטוקנים בעלי מאפיינים של יחידות או מניות בקרנות השקעה (collective investment) צריכים להיות כפופים לרגולציה הקיימת ביחס לקרנות אלו.

רב המגיבים מסכימים עם הניתוח של ה-AMF, שלא ניתן לסווג ICOs כקרנות השקעה משותפות.

### 4. נגזרים

על אף שבנייר ההיוועצות לא בוצע ניתוח של השאלה האם ICO יכול להיחשב כנגזר, 2 מגיבים הדגישו את העובדה כי אי אפשר להתעלם מאפשרות זו, על אף שנראה שניתוח כאמור יביא לידי מסקנה כי לא ניתן לסווג ICOs כנגזרים.

לסיכום, נראה כי על הטוקנים אשר הונפקו עד כה בצרפת באמצעות ה-ICOs, לא חלה הרגולציה החולשת על הצעותיהן של ניירות ערך פיננסיים לציבור. גישה זו עשויה להשתנות מקרה בו הטוקנים יעניקו זכויות למשקיעים הזהות או שוות לזכויות המוענקות על ידי ניירות הערך.

#### ב. האם ICO היא הליך של מימון המונים

הליך מימון המונים מבוצע באמצעות אתרי אינטרנט המיועדים להליכים אלו העומדים בחובות רגולטוריות מסוימות, מערב ניירות ערך פיננסיים מסוימים, או לחילופין ל-Mini Bonds<sup>289</sup>, נותן במה להמלצות השקעה ומיועד למשקיעים כשירים או לקבוצה מוגבלת של משקיעים. מכיוון שנמצא כי לרוב טוקנים דיגיטליים אינם נחשבים למוצר פיננסי או ל-Mini Bonds, לא מוענק ייעוץ השקעות במהלך ה-ICOs, ההצעה לא מבוצעת באמצעות אתרים העומדים בחובות רגולטוריות קבועות של מימון המונים והיא איננה מכוונת למשקיעים מורשים או לקבוצה מסוימת של משקיעים, הוראות המיוחסות למימון ההמונים הנמצאות בחוק הצרפתי אינן חלות על ה-ICOs.

רב המגיבים מסכימים עם הניתוח של ה-AMF שלא ניתן לסווג הליך של ICO כהליך מימון המונים.

#### ג. האם ICO היא תיווך בנכסים שונים

החוק הצרפתי מגדיר "מתווכים בנכסים שונים" (Intermediaries in Miscellaneous Assets) כאחד משניים:

- 1) מי שבאופן ישיר או עקיף, באמצעות שיווק או פרסום ישיר, מציע, דרך קבע, למשקיע יחיד או למספר משקיעים פוטנציאלים הסדר לקצבה שנתית, או רכישה של זכויות בנכס מטלטלין או מקרקעין כאשר הרוכשים אינם מנהלים אותם בעצמם או כאשר ההסדר מציע להם אפשרות של רכישה בחזרה (buy back) או החלפה ושערוך של ההון המושקע;
- 2) מי שמציע למשקיע אחד או למספר משקיעים פוטנציאלים לרכוש בעלות על נכס אחד או יותר, תוך הדגשת האפשרות לקבל, באופן ישיר או עקיף, תשואה כספית או רווח כלכלי דומה.

המאפיין המרכזי המיוחס לרגולציית מתווכי הנכסים השונים בצרפת הינו ה"רכוש". למרות שאין לרכוש הגדרה משפטית בצרפת, מוסכם על הכול כי מדובר בדבר אשר יש עליו בעלות ואשר נלווה לו ערך כלכלי אשר ניתן להעבירו. הטוקנים עשויים להיחשב כרכוש, שכן הטוקנים נרכשים מהמנפיקים בידי המשקיעים (מתקיים מאפיין הבעלות) ובתמורה לכך המשקיעים

---

<sup>289</sup> Mini-Bonds הן אגרות חוב המאפשרות למשקיעים להשקיע בחברה ובתמורה לכך לקבל החזר הקבוע מראש, לתקופה הקבועה מראש, כאשר ההשקעה הראשונית מוחזרת למשקיע רק בתום התקופה. Mini-Bonds מסוימות מציעות החזרי כספים ואחרות מציעות פרסים והטבות בדמות הנחות על המוצרים המוצעים. <https://www.syndicatoroom.com/learn/glossary/m/mini-bond>

עשויים לקבל באמצעותם שירותים מסוימים או רווחים כלשהם (מאפיין הערך הכלכלי) וניתן בד"כ למכור אותם לצד שלישי.

ככל שגיוס כספים באמצעות ICO מציע ליותר ממשקיע אחד באותו הזמן להשתתף בהליך גיוס הכספים, מתקיים הרישא באפשרות הראשונה של הגדרת המתווכים בנכסים שונים (מי שבאופן ישיר או עקיף, באמצעות שיווק או פרסום ישיר, מציע, דרך קבע, למשקיע יחיד או למספר משקיעים פוטנציאליים). רכישת הטוקנים על ידי המשקיעים, יכולה להיות רכישה של נכסי מטלטלין, אשר מנוהלים שלא על ידי המשקיע ויכולה להיות קיימת האפשרות של רכישה בחזרה (buy back) או החלפה ושערוך של ההון המושקע, ובכך לקיים את הסיפא באפשרות הראשונה של הגדרת המתווכים בנכסים שונים (רכישה של זכויות בנכס מטלטלין או מקרקעין כאשר הרוכשים אינם מנהלים אותם בעצמם או כאשר ההסדר מציע להם אפשרות של רכישה בחזרה (buy back) או החלפה ושערוך של ההון המושקע).

כמו כן, ICO יכול לקיים את האפשרות השנייה של "מתווכים בנכסים שונים" במקרה שה-white paper, מדגיש את האפשרות של תשואה כספית על רכישת הטוקנים. בשלב זה שואלת ה-AMF האם הקורא מסכים עם הניתוח המשפטי שבוצע, והאם ישנם מאפיינים נוספים ל-ICOs שיש לכלול בניתוח המשפטי של הטוקנים.

מספר תגובות עסקו בשאלה האם טוקנים יכולים להיות מוגדרים כנכסים בלתי מוחשיים. מגיב אחד טען כי טוקנים יכולים להיות מסווגים ככאלה מכיוון שהחוק אינו מגדיר במדויק מהם נכסים שונים, שלמעשה כוללים סוגים רבים של נכסים שאין להם בהכרח מכנה משותף, מלבד העובדה שהם נכסים ויכולים להיות אובייקט להשקעה.

מגיב אחר טען כי טוקנים אינם יכולים להיות מסווגים כנכסים בלתי מוחשיים מכיוון שנכסים בלתי מוחשיים מציעים שלושה סוגי זכויות: (1) זכות כלפי כולי עלמא; (2) זכויות קניין רוחני הכפופות להגנה משפטית ספציפית; (3) זכות פרטית כלפי אדם. טוקנים אינם מציעים זכויות אלה.

שני מגיבים טענו כי המונח "מתווך" אינו רלוונטי כלל ל-ICOs מכיוון שמפתח הפרויקט הוא לרוב מנפיק הטוקן ולכן הינו הצד הנגדי להשקעה, ולא המתווך בעסקה זו.

מגיבים רבים טענו שהתנאים לסיווג כמתווך בנכסים שונים אינם מתקיימים במקרה של ICO. קשה לראות כיצד יוזם ICO עוסק על בסיס קבוע בתיווך בנכסים שונים.

משטר "מתווך בנכסים שונים מסוג ראשון" קובע שני תנאים חלופיים: או שרוכש הנכס לא מנהל אותו בעצמו או שהחוזה כולל את האפשרות לפדיון או החלפה ושערוך של ההון המושקע. ב-ICOs, משקיעים לעיתים רחוקות מנהלים את הטוקנים שלהם בעצמם ומסמך הגילוי לעיתים רחוקות כולל הבטחה של פדיון בסכום משוערך.

משטר "מתווך בנכסים שונים מסוג שני" חל אם המתווך מציע חזר פיננסי ישיר או עקיף עם השפעה כלכלית זהה. מגיבים רבים ציינו שמעט מאוד מסמכי גילוי מציינים אחד מהם.

מגיבים רבים הסכימו כי חלק מסוגי ה-ICOs יכולים להיכנס תחת הרגולציה של מתווכי נכסים שונים, שצריכה לעבור התאמות בכדי לחול על ICO, או על ידי יצירת משטר חדש של "מתווך בנכסים שונים מסוג שלישי". מגיב אחד הציע שעל ICOs יחול משטר חדש, פשוט יותר, אשר

לא ידרוש את אישור ה-AMF לפני ביצוע ICO או הגשה של מסמכים כלשהם ל-AMF, אלא רק בדיקה בדיעבד של ה-AMF שתוכל לדרוש את כל מסמכי ההתקשרות בכדי לבדוק עמידה בדרישות הקיימות ממתווך בנכסים שונים מסוג ראשון או שני. לסיכום, נראה כי המגיבים הסכימו כי ל-ICOs קיימים מאפיינים הדומים למאפיינים של הצעות המתקבלות ממתווכים בנכסים שונים.

#### ד. נקודות נוספות שעלו מהתגובות שהתקבלו ביחס לניתוח המשפטי

רב המגיבים המחישו את הצורך בסיווג טוקנים באופן ברור, בהתבסס על הזכויות הנלוות לטוקנים, הצדדים המעורבים בעסקאות מכירה וקניה של טוקנים או הרווחים הקשורים לטוקנים, אשר יעזרו לקבוע את המשטר החוקי אשר חל ביחס לטוקנים שסווגו. בנוסף, הציעו מספר מגיבים כי בחינת הסיווג החוקי של טוקנים צריכה להיעשות גם בהתייחס לפרמטרים הבאים:

- מסמך הגילוי, עסקי המנפיק והמודל העסקי.
  - היכן הטוקנים נרשמו או עומדים להירשם- על הבלוקצ'יין או במרשם מרכזי.
  - האם הטוקנים עבירים, והאם יש שוק משני המייצר נזילות לטוקנים ומגדיל את הדמיון שלהם לכלים פיננסיים או האם יש עושי שוק בשוק המשני.
  - בנוסף לזכויות שהטוקנים מעניקים, האם הטוקנים ספקולטיביים או לא והאם קיימת שיטת מסודרות להעברה של טוקנים.
  - הסוג והיישומים של הבלוקצ'יין עליו נרשמים הטוקנים.
  - השפעת המנפיק על הבלוקצ'יין עליו מונפקים הטוקנים.
  - הסבירות לפיצול הטוקנים.
  - כוונת המשקיעים: האם הטוקן נרכש מסיבה מוסרית (כתרומה), האם למטרות רווח או השקעה, או לצורך קבלת גישה או זכויות שימוש במיזם.
- מספר מגיבים טענו כי כרגע אין ל-AMF כל סמכות חוקית ביחס לטוקנים, שכן הם אינם נופלים תחת הרגולציה החלה על מכשירים פיננסיים או על מתווכים בנכסים שונים. מגיבים אלו המליצו כי סמכות זו צריכה להיות מוענקת ל-AMF.

#### ביצד יש לפקח על ה-ICOs מעתה והלאה?

כפי שצוין לאורך הנייר, למעט מקרים אחדים, הטוקנים אשר הונפקו עד כה בצרפת באמצעות ה-ICOs לא כפופים להוראות החוקים הקיימים בצרפת. על כן, ה-AMF מציעה שלוש גישות רגולטוריות הנוגעות לפיקוח על ה-ICOs ואשר מוצגות להלן:

#### א. גישת שימור הסטטוס קוו וקביעת Best Practices

גישה זו דוגלת בשימור הסטטוס קוו הרגולטורי הקיים וקביעתם של **best practices** בנושא. בהתאם לגישה זו, כמות קטנה של ICOs יהיו מפקחות, אלו אשר חוקים קיימים עשויים לחול עליהן, כאמור לעיל, וה-ICOs הנותרות, בהיעדר חקיקה מתאימה, יוכלו, ללא מעמד מחייב,



לפעול בהתאם ל-best practices השונים. גישה זו מקבילה לגישות ארגז החול הרגולטורי אשר ננקטו על ידי מדינות אחרות. גישה זו אמנם מתירנית וחדשנית, אך צופנת בחובה סיכונים רבים למשקיעים, כדוגמת חוסר במנגנוני הגנה המגנים על כספי המשקיעים מפני חשיפה להונאות.

### שאלות שהופנו לקוראי הנייר ביחס לגישת שימור הסטטוס קוו :

1. האם תתמכו בגישה זו המציעה best practices ללא שינוי רגולטורי?
2. באיזה מהעקרונות וה-best practices הבאים תתמכו?
  - א. הכנת **Whitepaper** והפצתו לכלל המשקיעים הפוטנציאלים, תוך עדכונו כשנדרש לכך ;
  - ב. זיהוי האחראים ל-ICO - באמצעות ציון שמות האחראים (אנשים או חברות) ופירוט בעלי התפקידים העיקריים הקשורים להנפקה בנייר ה-whitepaper (מייסד, מפתח, יועץ וכ'ו) ;
  - ג. התמקדות במשקיעים הרלוונטיים להנפקה - על המנפיקים להתמקד במשקיעים המתאימים ליעד ההנפקה, בהתבסס על ניתוח הסיכונים למשקיע, המתקשרים ל-ICOs ;
  - ד. מתן מידע למשקיעים - מתן מסמך אחד למשקיעים הכולל מידע אמין, מדויק ושאינו מטעה. הנייר יכלול מידע אודות הנושאים הבאים : (1) הפרויקט ושלבי הפיתוח שלו (תיאור הפרויקט, כמות הטוקנים המונפקת ועוד), (2) התמורה המוענקת למשקיעים ב-ICOs תוך שימת דגש על הסיכונים הגלומים בהנפקה וכן אפשרויות התגמול הנלווים אליה, אם ישנם כאלו, לרבות האפשרות להפסיד את כל ההשקעה (3) ציון היבטים כלכליים וחשבונאיים המתקשרים לגיוס הכספים באמצעות ה-ICOs (כגון : ציון הרווחים והנהנים מהם), (4) תחומי שיפוט בהם ניתן להתדיין במקרה של סכסוך בין הצדדים ;
  - ה. סדר וארגון - הדבר יתבטא, בין היתר, בקביעת כללים והליכים המוודאים קביעה הוגנת לערכו של הטוקן, קביעת כללים המונעים ניגודי עניינים אשר עשויים להשפיע על ההנפקה ועוד ;
- ו. החובה לנהוג ביושרה לטובת האינטרסים של כל המשקיעים ;
- ז. קביעת כללים מחמירים בנוגע לגיוס ההון ודיווח לרשויות במידת הצורך – כללים אלו יקבעו במטרה לזהות את מקור הכספים המגויסים ב-ICO ולמנוע את הסיכונים הגלומים בגיוס המתקשרים להלבנת הון ולמימון טרור ;
- ח. שמירה ותיעוד של מידע – באמצעות מערכת אשר תוודא את תיעוד העסקאות בטוקנים ;
- ט. הנפקת קבלה או לחילופין נייר המאשר את העסקה ואת הזכויות המוענקות למשקיעים ;

- ג. **שמירת הכספים שגויסו בחשבון נאמנות בשלבי ההנפקה** – זאת, על מנת לוודא שהמשקיעים יקבלו תמורה הוגנת לכספם ושהכספים המיועדים לפרויקט הספציפי אכן יגשימו את ייעודם ;
- יא. **קביעת מנגנוני בקרה שמטרתם לוודא כי ה-ICOs מנוצעת בהתאם לכללים שנקבעו.**
3. האם הנכם מזהים best practices נוספים שרלוונטיים ל-ICOs ושאינם מצוינים בנייר?
  4. האם יש לבצע הגבלה או לחילופין לפרסם מדריך ביחס לזכויות הנלוות לטוקנים (לדוגמה זכויות הצבעה)?
  5. האם ההשקעה בטוקנים צריכה להיות מוגבלת לסוג מסוים של משקיעים? ואם כן, מי לדעתכם הם המשקיעים הללו?
  6. אם ה-Best practice המתייחס ל-Whitepaper מקובל עליכם, האם אתם חושבים שעל ה-Whitepaper להיות כפוף לאישור הרשויות המוסמכות בתחומי השיפוט השונים?
  7. האם ה-Whitepaper צריך להיות כפוף לאישור ואימות בידי מומחים בלתי תלויים? ואם כן, מיהם לדעתכם המומחים הללו?
  8. האם אתם חושבים שיש לקבוע פורמט אחיד ומוגדר ל-Whitepaper?
  9. אם ה-Best practice המתייחס לזיהוי משתתפי ה-ICOs מקובל עליכם, אילו צורות משפטיות (Legal Forms), החברות צריכות לאמץ טרם ביצוע ה-ICOs?
  10. האם, ערכו ההתחלתי של הטוקן צריך להיקבע באופן בלעדי בידי המנפיק? ואם כן, אילו כללים, המתייחסים לניתוח הפיננסי לערכו של הטוקן, צריכים לחול בנושא?
  11. האם, יהיה נכון לבצע טרום-מכירה לטוקנים בתמחור נמוך ממחיר המכירה בהנפקה הקבועה מראש? ואם כן, האם לדעתכם על המנפיק לפרסם טווח של מחירים המתקשרים לשלב טרום-המכירה לידיעת המשקיעים?
  12. האם, יש להעדיף את נושא השקיפות של ה-ICOs בשלבי טרום-המכירה ובהנפקה, כך שהמשקיעים הפוטנציאליים יהיו ערים בזמן אמת לכמות הכספים שגויסה?
  13. אילו הליכים, ניתן לנקוט על מנת למנוע את האפשרות להלבנת הון ולמימון הטרור באמצעות ה-ICOs? לרבות הביצוע של בדיקות נאותות שונות המתקשרות להנפקה. כמו כן, האם, לדעתכם, שיתוף צד שלישי מורשה, כגון ספקי שירותי השקעות ( investment service providers), הינו הכרחי לנושא?
  14. האם, יש לקדם סוג ספציפי של מודל עסקי וחשבונאי עבור כספים שנאספו בהנפקות?
  15. האם, יש לקבוע כללים הנוגעים למטבעות הקריפטוגרפיים שנאספו על ידי מנפיק הטוקנים (לדוגמה להיאסף בחשבון נאמנות אחד (ארנק דיגיטלי אחד) הנעול עם מספר חתימות)?
  16. איזה מידע מחזיק הטוקן צריך לקבל בעת גיוס הכספים ובאיזו תדירות?

17. איזה מידע מחזיקי הטוקנים צריכים לקבל אודות הצלחה או לחילופין אודות כישלון של הפרויקט בו השקיעו? כמו כן, האם לדעתכם, יש להגביל את קבלת כספי המשקיעים במקרים בהם ה-ICOs תצליח מעבר למצופה?

18. האם על המנפיקים להצהיר בפני המשקיעים כי לאור טבען הלא מפקח של ה-ICOs ההשקעה הינה על אחריות המשקיע בלבד (Disclaimer)?

### ב. גישת הפיקוח לפי כללי התשקיף הקיימים

גישה זו, מתייחסת להכפפת ה-ICOs לכללים הקיימים ביחס להצעת ניירות ערך לציבור. כללים אלו כוללים את כללי התשקיף אשר יותאמו ל-ICOs לרבות חובת הכנה ופרסום של תשקיף, סקירתו ואישורו בידי ה-AMF. צוין, כי התאמת הכללים תבוצע ברמה האירופאית, תוך הרחבת כללי התשקיף הקיימים כך שיחולו גם ביחס להצעות טוקנים לציבור.<sup>290</sup>

**שאלת הנוגעות לגישת הפיקוח לפי כללי התשקיף הקיימים:**

1. האם אתם בעד אימוצה של מסגרת רגולטורית המכפיפה את ה-ICOs לכללי התשקיף הקיימים, או לכללי תשקיף חדשים אשר יוצגו בעתיד?
2. האם כללי התשקיף האירופאים הם הכללים הרצויים לפיקוח על ה-ICOs?
3. האם ה-Passport האירופי<sup>291</sup> מתאים להצעות כגון ה-ICOs?
4. ככל שיימצא הדבר לנכון, כיצד יש להתאים את הרגולציה הקיימת על מנת שתתאים למאפייניה הייחודיים של ה-ICO?
5. האם כללי התשקיף, ככל שיותאמו להנפקות הללו, מתאימים לגמישות ולמהירות המזוהה עם ה-ICOs?

### ג. גישת אימוץ רגולציה ייעודית ל-ICOs

גישה זו דוגלת בקביעת רגולציה ייעודית ל-ICOs ומציעה שתי דרכים לבצע זאת: **הראשונה**, מתן היתרים ייעודיים למנפיקים (authorization regime) באמצעות ICO המבוצעות בצרפת ותתבסס על הרגולציה שחלה על מתווכי בנכסים שונים (Miscellaneous assets intermediaries). **השנייה**, מתן היתרים למנפיקים ע"פ בחירתם - **אופציונאלית** - כך שהמנפיקים יחליטו האם להגיש בקשה להיתר מ-AMF אם לאו. ככל שיחליטו שלא לבקש היתר, יחויבו המנפיקים לכלול Disclaimer על כך בכל פרסום/מסמך הקשור להנפקה.

(א) מתן היתרים מקדימים המתבסס על רגולציית המתווכים בנכסים שונים

<sup>290</sup> <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R1129&from=EN>

<sup>291</sup> ה-Passport האירופי הוא מושג המאתר את האפשרות, ככל שאושר תשקיף במדינה מסוימת, לבצע הצעות או רישום בכל המדינות החברות באיחוד האירופי, מבלי לבצע חובות רגולטוריות אחרות כגון: דרישות גילוי וכיו"ב. לפירוט נוסף, אנא ראה:

<http://www.nortonrosefulbright.com/knowledge/publications/30873/european-passporting>

לאור העובדה שמרבית ה-ICOs אינן כפופות להגדרת החוקים הפיננסיים הקיימים בצרפת וכן לאור העובדה שה-best practices המוצגים בנייר אינם מחייבים משפטית את המנפיקים וכן אינם מגנים באופן מלא על המשקיעים מפני כלל הסיכונים הגלומים ב-ICOs, הרגולציה החדשה עתידה להציע פתרונות לחסרונות אלו באמצעות מתן היתרים ספציפיים לכל גיוס כספים באמצעות הליך ICO.

מתן היתר מוקדם לכל ICO יותאם למאפיינים הייחודיים שלו. מאפיינים אלו יכולים להיות בין היתר: ICOs המבוצעות בידי ישויות שאינן משפטיות; פרויקטים שלא מנוהלים על ידי יחיד שאחראי על הניהול אלא על ידי קהילה של משתמשים; הערכת השווי של הטוקנים המונפקים המתבצעת על ידי "קהילת מומחים" או מתנדבים, ואין גורם אמין ומקובל שיעריך את הטוקנים המוצעים לציבור; הטוקנים המונפקים מציעים זכויות שונות ומגוונות בכל פעם.

הרגולציה, כאמור, תתבסס על הכללים החלים על המתווכים בנכסים שונים בצרפת, אשר אינם מפקחים על תחום מקצועי מסוים אלא על תחום השיווק והצעת מוצרים/שירותים בכללותו, ועל כן נחשבים לרחבים דיים כדי לכלול גם את תחום ה-ICOs. כחלק ממתן היתר, יידרשו המנפיקים להפקיד בטוחות לטובת המשקיעים במוצר המוצע ואף ישולבו, לצד כללים אלו, כללי תשקיף רלוונטיים שעל המנפיקים יהיה לעמוד בהם אד הוק.

הבקשה למתן היתר לשיווק טוקנים (Token marketing application) תכלול, בין היתר, את הנושאים הבאים: גילויי מידע על טבעו של הפרויקט, לרבות מידע על מימון הפרויקט; גילויי מידע על ה"שחקנים" הראשיים שעומדים מאחורי ההנפקה; גילויי מידע על הסיכונים הגלומים בהנפקה, לרבות הסיכונים להפסדים כספיים גבוהים; תיאור מפורט המציין את התמורה למשקיעים הנובעת מהשקעתם בפרויקט, תיאור ההליך בו ישמרו הנכסים שיגויסו על ידי המנפיק, ביטוח מקצועי (ככל שרלוונטי) או התחייבות לפיצוי מצד המנפיק. כמו כן, במקרה בו הדבר יתאפשר, ה-AMF תדרוש מהמנפיק התחייבות, אשר תגובה בבטוחות, בדבר תוקף (Validity) הפרויקט על ידי הצהרת מומחים או מערכת דירוג לסוג פרויקטים כאמור.

בהתאם לגישה זו, כל ה-ICOs אשר לא יאושרו על ידי ה-AMF, יהיו אסורות לביצוע בצרפת והמנפיקים יהיו חשופים לסנקציות אם יחליטו לבצען ללא אישור.

#### **שאלות הנוגעות לגישת מתן היתרים מקדימים המתבססת על רגולציית המתווכים**

1. האם אתם בעד אימוצם של חוקים ייחודיים לפיקוח על נושא ה-ICOs והדומים בטבעם לחוקים החלים על המתווכים בנכסים שונים?

2. האם, לדעתכם, הבטוחות המפורטות לעיל, שעל המנפיקים להפקיד, הן מספיקות?

#### **מתן היתרים למנפיקים ע"פ בחירתם (אופציונאלית)**

רגולציה אלטרנטיבית זו, תאפשר למנפיקים לבחור האם להגיש ל-AMF בקשה לשיווק טוקנים, או לחילופין לבצע ההנפקה באופן עצמאי וללא היתר. צוין, כי בהתאם לגישה זו,

לא יחול איסור על הצעותיהן של ICOs לציבור, אך תידרש מהמנפיקים לכלול בהצעתם Disclaimer המציין כי ל-ICO המוצעת אין היתר מה-AMF, זאת כל עוד ה-ICO תוצע בצרפת.<sup>292</sup> ה-AMF ציינה כי מספר מנפיקי ICOs פנו אליה בטענה כי גישה זו היא, ככל הנראה, הטובה ביותר למנפיקים מכיוון שהיא שתמשוך לצרפת את ה-ICOs האיכותיים ביותר, שכן קבלת חותמת הרגולטור להנפקה, תבדיל את מנפיקי ה-ICOs האיכותיים מאלו החובבנים והרמאים וכן תמשוך אליהם משקיעים איכותיים בהתאם. ביצוע ICO ללא אישור עשוי להשפיע על הצלחת ההנפקה ועל ההצלחה הכלכלית של הפרויקט באופן כללי.

#### **שאלות הנוגעות לגישת מתן היתרים למנפיקים ע"פ בחירתם (אופציונאלית)**

1. האם אתם בעד אימוץ של רגולציה ייעודית ל-ICOs אשר תתבסס על מתן היתרים למנפיקים ע"פ בחירתם (אופציונאלית), ולפיה מנפיקים שלא יבקשו היתר מאת ה-AMF ידרשו בפרסום Disclaimer?
2. אם כן, כיצד לדעתכם יש לנסח את ה-Disclaimer?
3. האם, לדעתכם, הבטוחות המוענקות למשקיעים בידי המנפיקים צריכות להיות זהות במקרה בו מתן ההיתרים הינו אופציונאלי (דהיינו נתון לבחירת המנפיקים)?

מניתוח התגובות ביחס לשאלה כיצד יש לפקח על ICOs מעתה והלאה, עלו מספר מסקנות:

- **גישת שימור הסטטוס קוו וקביעת Best Practices** – אופציה זו קיבלה מס' גדול של קולות (כמעט שליש) אך לרוב שלובה עם אופציות נוספות, נוקשות יותר. **רק עשירית מהמגיבים הם בעד כללים לא מחייבים של best practices בלבד**. מספר רב של מגיבים רואים באופציה זו, כאופציה המספקת רגולציית מעבר זמנית לטווח הקצר, שעם הזמן תתפתח לכדי משטר נוקשה יותר, הייעודי ל-ICOs (אופציה 3).
- **גישת הפיקוח לפי כללי התשקיף הקיימים** – אופציה זו נדחתה ע"י רוב המגיבים, רק שלושה מתוך 82 בחרו בה כאופציה המועדפת עליהם.
- **גישת אימוץ רגולציה ייעודית ל-ICOs** – אופציה זו קיבלה תמיכה ע"י שני שליש מהמגיבים. רב המגיבים המעדיפים גישה זו מעדיפים את הגישה של מתן היתרים למנפיקים על פי בחירתם ופרסום disclaimer כמסגרת החקיקתית הייעודית החדשה.
- הגישה התומכת במתן היתרים למנפיקים על פי בחירתם נראית כאופציה המאזנת בין גישת שימור הסטטוס קוו וקביעת Best Practices לבין גישת מתן היתרים מקדימים המתבסס על רגולציית המתווכים בנכסים שונים.

#### **תוצאות עיקריות של מסמך ההיוועצות**

<sup>292</sup> צוין כי הנייר לא כלל התייחסות לשאלת התחולה הטריטוריאלית ולא תאר מה ייחשב כהצעה "בצרפת".

**משטר של מתן היתרים מקדימים למנפיקים על פי בחירתם** הוא המועדף על מרבית המשיבים. ככל שמשטר זה יקודם, יזמים של ICOs המציעים טוקנים לציבור הצרפתי יוכלו לקבל היתר מקדים מה-AMF אם הם יעמדו בתנאים מסוימים ויציעו למשקיעים בטוחות מסוימות. הצעות לא מאושרות מראש ע"י ה-AMF לא יהיו בהכרח לא חוקיות, אך יצטרכו לכלול אזהרה למשקיעים שהן לא מאושרות ונושאות בסיכונים. הצעות טוקנים שיעשו ללא אזהרה עלולות לגרום להטלת סנקציות.

מסגרת זו תגן על משקיעים תוך משיכה של פרויקטים חדשניים ואיכותיים לצרפת, ותדחוק החוצה מעשי הונאה, אשר נראה כי מתפשטים במהירות בעולם.

נראה כי המשטר החדש יוכל להקיף את כל צורות ה-ICO ויספק ביטחונות מספקים למשקיעים ללא קשר להתפתחות של הצעות מסוג זה.

בנוסף, ביחס להגנה החיובית להינתן למשקיעים, לדעת ה-AMF נדרשת תשומת לב מיוחדת להיבטים של איסור הלבנת הון ומימון טרור, כמו גם לנושאים הקשורים להגנה על משקיעים בשוק המשני.

### השלב הבא

ה-AMF החליטה להמשיך לעבוד על מסגרת חוקית אפשרית מתאימה ל-ICO, על בסיס מתן היתרים מקדימים למנפיקים על פי בחירתם, על ידי קביעת המידע והערבויות הנדרשות לצורך קבלת היתר מקדים.

### **ניו זילנד**

ביום 25 באוקטובר 2017 פרסם הרגולטור הפיננסי בניו-זילנד (FMA) מסמך בנושא ה-ICO והמטבעות הקריפטוגרפיים.<sup>293</sup> המסמך נותן מענה לשאלות הבאות: מהן ה-ICO? האם הן מפוקחות? כיצד ה-FMA יכולה לסייע?

### מהם ה-ICO?

ICO היא דרך לגיוס כספים, כאשר המשקיע מקבל טוקנים להם נלוות זכויות מסוימות, כגון גישה לשירות או למוצר חדשני או לזכויות בנכסי הפרויקט.

### האם ה-ICO מפוקחים?

סוגיית הפיקוח על ה-ICO תלויה בשאלה אם מדובר ב"מוצר פיננסי שמוצע למשקיעים פרטיים בניו זילנד". "מוצר פיננסי" מוגדר בחוק השווקים הפיננסיים הניו זילנדי (להלן – "החוק הניו

---

<sup>293</sup> <https://fma.govt.nz/news-and-resources/media-releases/fma-commentary-on-icos-and-cryptocurrencies/>, כן ראו: <https://fma.govt.nz/compliance/cryptocurrencies/initial-coin-offers/>

זילנדיי<sup>294</sup>) כאחד מארבעה סוגים אלה: אג"ח, מניות, מוצרי השקעה מנוהלים ונגזרים. ביחס לכל אפשרות מפורטים המאפיינים של ICO היכולים להגדירו כמוצר פיננסי.

#### סוגי המוצרים הפיננסיים

1. **אג"ח** – טוקן ייחשב לאג"ח (debt security) אם וכאשר המשקיע יקבל לחזקתו את הזכות לקבל החזרים על כסף או ריבית עבור השאלה, הפקדה או בעלות של יחיד, חברה או ישות שאיננה תאגיד ואשר היו אחראים להנפקה. על מנת להציע אג"ח לציבור, על המנפיקים לעמוד במספר חובות הקבועות בחוק, כדוגמת רישום נייר גילוי על המוצר המונפק (PDS-Product Disclosure Statement); מינוי מפקח מורשה; חתימה על שטר נאמנות; עמידה בחובות הדיווח הפיננסי ובחובות המסחר ההוגן.
2. **מניה** – טוקן ייחשב למניה (Equity security) אם המשקיע יקנה, או לחלופין יתאפשר לו לקנות, חלק בחברה מסוימת. על מנת לבצע הצעה של מניות לציבור, על המנפיקים לעמוד באותן החובות הנדרשות ממנפיקי האג"ח, אולם במקום שטר נאמנות יירשמו זכויות המשקיעים בתקנון החברה.
3. **מוצרי השקעה מנוהלים** – טוקן ייחשב למוצר השקעה מנוהל אם: 1. המשקיע יעביר כספים או מטבעות קריפטוגרפיים על מנת לקבל בתמורה להעברה טוקנים בפרויקט מסוים המאפשר למשקיעים לאגד את כספיהם בקרן אחת; 2. המשקיע יקבל החזרים, הכנסות ותגמולים מהפרויקט, כגון כסף, טוקנים נוספים או שינויים בערך הטוקנים הקיימים על ידי אדם אחר; 3. למשקיע לא תהיה שליטה יום-יומית על הפרויקט. על המנפיקים לעמוד בחובות הדומות לחובות החלות על מנפיקי אג"ח ולקבל רישיון כפי שנדרש ממנהל קרן להשקעה משותפת.
4. **נגזרים** – טוקן ייחשב לנגזר אם תנאי הטוקן המונפק יקבעו כי המנפיק/מחזיק הטוקנים יהיה חייב לשלם סכום מסוים בעתיד, והסכום שישולם/ערכו של הטוקן ינבעו מערכו של מוצר פיננסי אחר, כגון סחורות או נכסים. על המנפיקים לעמוד באותן החובות הנדרשות ממנפיקי מוצרי ההשקעה המנוהלים המוזכרים לעיל.

#### טוקנים שאינם מוצרים פיננסיים

טוקן שהונפק כחלק מ-ICO אינו מפקח על ידי ה-FMA, למעט אם הוא עומד בקריטריונים של **מוצר פיננסי** (דהיינו, אג"ח, מניה, מוצר השקעה מנוהל או נגזר) ומוצע למשקיעים פרטיים (retail) בניו זילנד. עם זאת, ניתן לסווג (designate) טוקנים שהונפקו כחלק מהליך ICO כמוצר פיננסי, אם בהתבסס על המהות הכלכלית שלהם הדבר נדרש כדי לקדם שוק יעיל והוגן בניו זילנד או לצורך כל מטרה אחרת של החוק הניו זילנדי. לדוגמה, אם טוקן המשוך לפרויקט מסוים מעניק למשקיעים זכויות הצבעה וחלק בחברה וברווחיה, יכול שישווג כמניה. יתכן שסיווג כאמור ילווה בפטור כלשהו לצורך התאמת דרישות הגילוי והממשל התאגידי. סיווג כאמור יתקיים רק לאחר התייעצות עם התעשייה, ולא יחול בדיעבד. דהיינו, רק ICO שיבוצע לאחר סיווג רלוונטי יהיה מפקח על ידי ה-

<sup>294</sup> Financial Markets Conduct Act 2013, ראו סעיף 8 לחוק.

<http://www.legislation.govt.nz/act/public/2013/0069/latest/whole.html#DLM4090911>

"Designations are only made after consultation with industry and do not apply ) FMA retrospectively. This means that only ICOs that happen after a relevant designation is (in place are regulated by the FMA"

ICOs וטוקנים שאינם מוצרים פיננסיים עדיין יהיו כפופים לחוקי הגנת הצרכן הכלליים החלים בניו זילנד, כגון איסור הטעיה, תרמית וכל התנהגות פלילית אחרת.

#### האם קיימות חובות נוספות על מנפיקי הטוקנים?

מנפיקי טוקנים יכולים להיות מוגדרים כנותני שירותים פיננסיים אם הם "נותנים שירות של העברת ערך" (operating a value transfer service), או "מנפיקים ומנהלים אמצעי תשלום" (issuing and managing means of payment). במקרים אלו קיימות חמש חובות החלות על מנפיקי הטוקנים (בלא שמפורט במסמך מכוח איזה חוק), כדלקמן:

1. על המנפיקים להיות חברים בתוכנית לפתרון סכסוכים, במקרה שהשירות ניתן ללקוחות retail;
  2. על המנפיקים להירשם ברשימת ספקי השירותים הפיננסיים הניו-זילנדיים (FSPR);
  3. על המנפיקים לשלם את אגרות הרישום בהתאם לסוג השירות הפיננסי שהם מספקים;
  4. על המנפיקים לציית לחובות המסחר ההוגן הקבועות בחוק הניו-זילנדי;
  5. על המנפיקים לציית לחובות המיוחסות לאיסור הלבנת הון.
- במקרים בהם הטוקנים לא יוגדרו כמוצר פיננסי או כשירות פיננסי כמפורט לעיל, על המנפיקים לציית לכללי המסחר ההוגן בלבד. קביעה זו רלוונטית גם ביחס לטוקנים המונפקים בחו"ל המוצעים בניו זילנד.

#### האם אפשר להציע טוקנים באמצעות פלטפורמות מימון המונים?

פעולת גיוס כספים באמצעות ICO **אינה דומה** לפעולת מימון המונים כפי שהיא מוגדרת בחוק הניו-זילנדי.<sup>295</sup> הרגולטור הפיננסי מעניק רישיון לפלטפורמות מקוונות המתווכות בין הציבור לחברות המעוניינות לגייס כספים מהציבור בהיקף של עד שני מיליון דולר בכל שנה.

#### כיצד הרגולטור הפיננסי בניו-זילנד עשוי לסייע למנפיקי ה-ICOs?

על מנת לקדם את מטרותיו של החוק הניו זילנדי, שאחת מהן הינה חדשנות בשווקים הפיננסיים בניו-זילנד, בכוחו של הרגולטור הפיננסי להעניק הקלות שונות למנפיקים. בנוסף על כך, בתנאים מסוימים הרגולטור הפיננסי עשוי להעניק הקלות למנפיקי ה-ICOs לגבי הוראות הקבועות בחוק על מנת להתאימן ל-ICOs, כגון הקלות בחובות ביחס למסמכי גילוי ודיווח. מספר הצעות לחקיקה חדשה בנושא ICO בדומה לחקיקה חדשה בהקשר של מימון המונים הגיעו לרגולטור, אולם שינוי שכזה כולל חקיקה חדשה שאורכת זמן רב, ולפיכך הרגולטור הניו-זילנדי מבקש לשמוע את הציבור ולקבל ממנו רעיונות נוספים לפיקוח אפקטיבי על טוקנים ו-ICOs.

---

<sup>295</sup> ראו סעיף 12 בחוק, Small Offers.



לבסוף, הרגולטור הפיננסי מעודד את מנפיקי ה-ICOs לגשת אליו בשלבים המוקדמים ביותר של ה-ICOs על מנת לייעץ משפטית בנושא הטוקנים ולקבוע אם הם נחשבים למוצר פיננסי כפי שהוצג לעיל, ואם כן – האם ישנן הקלות העשויות לסייע בנושא. נראה שגישה זו דומה לגישת ארגז החול הרגולטורי בנושא הקיימת לדוגמה בקנדה, ברוסיה ובסינגפור.

## יפן

ממספר כתבות שנסקרו עולה כי נכון לראשית דצמבר 2017, הרגולטור היפני (FSA) העניק רישיון ל-15 פלטפורמות מסחר במטבעות וירטואליים.<sup>296</sup> כל פרסומי המקור נמצאים באתר ה-FSA בשפה היפנית.

## סינגפור

ביום 14 בנובמבר 2017 פרסמה MAS מדריך להצעת טוקנים דיגיטליים לציבור.<sup>297</sup> מטרת המדריך לתת הכוונה כללית באשר לתחולת חוקי ניירות הערך<sup>298</sup> שבסינגפור על הצעות של טוקנים לציבור. בפרסום הודגש כי תוכנו של המדריך איננו ממצה, אינו מחייב מבחינה משפטית ואינו מבטל או עוקף חוקים, כללים או דרישות אחרות.

הצעה אוהנפקה של טוקן דיגיטלי עשויות להיות מפוקחות על ידי MAS אם הוא שייך ל"מוצרי שוק ההון" (Capital Market Products) על פי חוק ניירות הערך והחוזים העתידיים בסינגפור (להלן – "SFA"). "מוצרי שוק ההון" כוללים כל נייר ערך, חוזה עתידי, חוזה או הסדר שמטרתו לסחור או למנף מסחר במט"ח וכל מוצר אחר ש-MAS תגדיר ככזה.

### טוקן דיגיטלי כ"מוצר שוק ההון"

MAS תבחן את המבנה והמאפיינים, לרבות הזכויות הנלוות, לטוקן דיגיטלי על מנת לקבוע אם הוא אחד ממוצרי שוק ההון הקבועים ב-SFA. לדוגמה, הטוקנים עשויים להיחשב למוצרים האלה: **מניה** – ככל שהטוקן מייצג זכות בעלות או חבות של החברה כלפי מחזיק הטוקן, ולמחזיק הטוקן יש תנאים משותפים (mutual covenants) עם המחזיקים האחרים בטוקנים של החברה ביחס לחברה; **אג"ח** – ככל שהטוקן מייצג חוב של המנפיק כלפי המשקיעים; **יחידה בקרן נאמנות** – ככל שהטוקן מייצג זכות או אינטרס בקרן להשקעה משותפת או את האופציה לרכוש זכות כזו.

---

<sup>296</sup> <https://www.financemagnates.com/cryptocurrency/news/four-new-exchanges-legalized-japan-making-grand-total-fifteen/>

<sup>297</sup>

<http://www.mas.gov.sg/~media/MAS/Regulations%20and%20Financial%20Stability/Regulations%20Guidance%20and%20Licensing/Securities%20Futures%20and%20Fund%20Management/Regulations%20Guidance%20and%20Licensing/Guidelines/A%20Guide%20to%20Digital%20Token%20Offerings%202014%20Nov%202017.pdf>

<sup>298</sup> חוקי ניירות הערך בסינגפור, לצורך מדריך זה, מתייחסים לשני חוקים נפרדים: א. חוק ניירות הערך והחוזים העתידיים בסינגפור (SFA); ב. חוק היועצים הפיננסיים בסינגפור (FAA).

### הצעות של טוקנים דיגיטליים כניירות ערך או יחידות בקרנות השקעה משותפות

הצעה או הנפקה של טוקנים דיגיטליים היוצרים ניירות ערך או יחידה בקרן להשקעות משותפות, כפופות לאותו משטר פיקוח<sup>299</sup> הקיים על הצעה או הנפקה של ניירות ערך או יחידות בקרן להשקעה משותפת הנעשית בדרכים המסורתיות. משטר פיקוח זה כולל את החובות הקבועות בפרק 8 ל-SFA, ובין היתר, החובה לפרסם תשקיף שהוכן בהתאם לחוקי ניירות ואשר נרשם ב-MAS. על אף האמור לעיל, ניתן לקבל פטור מציות לדרישות התשקיף, ובין היתר במקרים הבאים: א. ההצעה עונה על הגדרת "הצעה בסכומים קטנים"<sup>300</sup>, הכוללת הצעה של ניירות ערך בחברה או הצעה של יחידות בקרן להשקעות משותפות, בסכום שאינו עולה על 5 מיליון דולרים סינגפוריים (כ-3.7 מיליון דולר ארה"ב) בכל שנה ובכפוף לתנאים מסוימים; ב. הצעה העונה על הגדרת "הצעה פרטית"<sup>301</sup>, אשר אינה מוצעת ליותר מ-50 יחידים בכל שנה, בהתאם לתנאים מסוימים (וביניהם הגבלות פרסום); ג. ההצעה מכוונת למשקיעים מוסדיים בלבד;<sup>302</sup> ד. ההצעה מכוונת למשקיעים מתוחכמים בלבד, בהתאם לתנאים מסוימים (וביניהם הגבלות פרסום). כאשר מתבצעת הצעה של טוקנים בהקשר של יחידות בקרן להשקעה משותפת, האסדרה הקיימת מחייבת את הקרנות ברישום או בהכרה (recognition) מצד MAS. כל קרן רשומה או מוכרת הכפופה ל-SFA, מחויבת בציות להגבלות השקעה (investment restrictions), הקבועות בקוד לקרנות השקעה משותפות,<sup>303</sup> וכן בציות לדרישות בדבר התנהגות עסקית הולמת.

### מתווכים המסייעים להנפקה או להצעה של טוקנים דיגיטליים

MAS רואה באחד או יותר מסוגי המתווכים שלהלן כמסייעים להצעה או להנפקה של טוקנים דיגיטליים:

- א. המפעיל פלטפורמה שבאמצעותה ניתן להציע או להנפיק לראשונה טוקנים דיגיטליים (להלן – "פלטפורמה ראשונית");
  - ב. המעניק ייעוץ פיננסי בקשר לטוקנים דיגיטליים;
  - ג. המפעיל פלטפורמה למסחר בטוקנים דיגיטליים (להלן – "פלטפורמת מסחר").
- המפעיל **פלטפורמה ראשונית** בקשר להנפקות טוקנים היוצרים אחד ממוצרי שוק ההון עשוי להיות מנהל עסק הכולל פעילות מפוקחת תחת ה-SFA. במקרה כזה חייב המפעיל להחזיק ברישיון למתן שירותים בשוק ההון או לקבל פטור מרישיון זה, בהתאם לקבוע ב-SFA.

---

<sup>299</sup> למידע נוסף על החוקים הרלוונטיים לקרנות השקעה בסינגפור, ראו: א. חוק ניירות ערך והחוזים העתידיים (הצעת קרנות) (קרנות השקעה) 2005; ב. הקוד לקרנות השקעה (Code on CIS); ג. מדריך מקצועי (Practitioner guide) לתחום הקרנות הכפוף ל-SFA.

<sup>300</sup> לפי הקבוע בסעיפים 272A ו-302B, הצעה בסכומים קטנים חייבת להיות הצעה פרסונלית. כלומר, הצעה לניצע ידוע מראש כאשר יש קשר מקצועי או אחר בין המציע לניצע.

<sup>301</sup> ראו סעיפים 272B ו-302C ב-SFA.

<sup>302</sup> ראו סעיפים 274 ו-304 ב-SFA.

<sup>303</sup> ראו נספח 1 לקוד קרנות נאמנות (Code on CIS).

- המעניק **ייעוץ פיננסי** בקשר לטוקנים שהם "מוצר השקעה" חייב להחזיק ברישיון לפעול כיועץ פיננסי (בהתאם למוצר הפיננסי הרלוונטי) או לקבל פטור מרישיון זה, בהתאם לקבוע בחוק היועצים הפיננסיים בסינגפור (להלן – "FAA").
- המפעיל **פלטפורמת מסחר** בטוקנים דיגיטליים היוצרים ניירות ערך או חוזים עתידיים עשוי להפעיל שוק פיננסי. המפעיל שוק פיננסי חייב להיות מאושר על ידי ה-MAS כבורסה או להיות מוכר על ידי ה-MAS כ"מפעיל שוק" או לקבל פטור מרישיון זה, בהתאם לקבוע ב-SFA.

#### **תחולה אקס-טריטוריאלית של חוקי ניירות הערך בסינגפור**

כאשר אדם מפעיל פלטפורמה ראשונית או פלטפורמת למסחר בטוקנים מחוץ לתחומי השיפוט הסינגפוריים (באופן חלקי או מלא), חוקי ניירות הערך המקומיים עשויים לחול אקס-טריטוריאלית על מקרים אלו, בהתאם לקבוע ב-SFA. (ככלל, ה-SFA קובע כי במקרים שפועל אדם מחוץ לסינגפור אולם יש ציפייה סבירה להשפעה מהותית בתוך סינגפור (Substantial and reasonably foreseeable effect in Singapore), יחולו חוקי ניירות הערך של סינגפור. לפירוט והרחבה בקשר לתחולה זו מפנה MAS למדריך אחר שפרסמה בנושא זה, ללא קשר ל-ICOs).<sup>304</sup> נוסף על כך, יחיד מחוץ לתחומי השיפוט בסינגפור המציע לציבור הסינגפורי או לחלק ממנו שירותי ייעוץ, ייחשב ליועץ פיננסי בסינגפור ויחויב לציית ל-FAA.

#### **חששות הנוגעים להלבנת הון ולמימון טרור**

MAS מדגישה כי ישנן עמדות סגל בנושאי איסור הלבנת הון ומימון טרור העשויות לחול על הצעות של טוקנים לציבור. טוקנים דיגיטליים אשר ממהותם לא ייכנסו למסגרת הפיקוח הרגולטורית של MAS, עשויים להיות כפופים לחקיקה אחרת בסינגפור שנועדה להילחם בהלבנת ההון ובמימון הטרור. יש להדגיש את החובות הבאות:

- א. החובה לדווח על פעילויות חשודות בנושאים הנ"ל לרשויות הרלוונטיות;
  - ב. האיסור על ביצוע עסקים ומתן שירותים פיננסיים לישויות וליחידים מזוהים – על פי החוק לצמצום מימון טרור וחוקים שונים הנותנים תוקף להחלטות מועצת הביטחון של האו"ם בנושא.
- נוסף על כך, בכוונת MAS לייסד מסגרת חוקים חדשה ביחס לשירותי תשלומים (New payments framework), אשר תספק מענה לסיכונים העולים מהלבנת הון ומימון טרור, הקשורים לעיסוק ולמסחר במטבעות הדיגיטליים בתמורה למטבעות דיגיטליים אחרים או בתמורה לכסף אמיתי. חוקים אלו יחייבו את המתווכים הפיננסיים המתקשרים להצעות הטוקנים לקבוע מדיניות, נהלים

304

[http://www.mas.gov.sg/~media/MAS/Regulations%20and%20Financial%20Stability/Regulations%20Guidance%20and%20Licensing/Securities%20Futures%20and%20Fund%20Management/IIID%20Guidelines/SFA15G01S339Extraterritoriality\\_Amendments%202014.pdf](http://www.mas.gov.sg/~media/MAS/Regulations%20and%20Financial%20Stability/Regulations%20Guidance%20and%20Licensing/Securities%20Futures%20and%20Fund%20Management/IIID%20Guidelines/SFA15G01S339Extraterritoriality_Amendments%202014.pdf) ,

ובקורות על מנת לנהל סיכונים אלה, כגון בדיקת נאותות על כשירות הלקוח להשקעה, פיקוח על עסקאות, דיווחים על עסקאות חשודות ושמירת מסמכים.

### **מקרי בוחן לגביהן בוחנת MAS את החלת חוקי ניירות הערך בסינגפור על הצעת טוקנים לציבור**

המסמך שפרסמה MAS מתאר רשימת מקרים לדוגמה, ומציין כי מדובר במקרים ותגובות תיאורטיים בלבד, ואין בהם כדי להסיק כיצד חוקי ניירות הערך יחולו באופן מעשי על המקרים השונים של הצעות טוקנים לציבור. כמו כן, עשויים להיות מקרים נוספים שאינם מוצגים במדריך זה. בשל כך, MAS ממליצה לכל חברה המעוניינת להציע טוקנים לציבור להיוועץ בגורם משפטי מוסמך על מנת לוודא כי ההצעה עונה על כל הוראות החוקים, הכללים והדרישות הרלוונטיים בסינגפור.

1. **מקרה א'** – חברה מעוניינת להקים פלטפורמה שתאפשר השכרת "כוח חישוב" ממשתמשים אחרים בפלטפורמה, ולשם כך מציעה טוקנים לציבור בעולם, לרבות בסינגפור, אשר יקנו למשקיעים גישה לפלטפורמה וכן את הזכות להשתמש בה. כמו כן, תוענק למשקיעים האפשרות לשלם באמצעות הטוקן למשתמשי הפלטפורמה האחרים.

**תחולת חוקי ניירות הערך:** מכיוון שהטוקן יאפשר רק גישה למערכת ולתשלום בה למשתמשים אחרים, ללא כל זכויות אחרות, הטוקן אינו מהווה נייר ערך, וחוקי ניירות הערך בסינגפור לא יחולו על ההצעה.

2. **מקרה ב'** – חברה מעוניינת לגייס הון לשם פיתוח וניהול נדל"ן מסחרי. החברה מתכננת לגייס כסף על מנת לפתח מרכז קניות על ידי הצעת טוקנים לציבור בעולם, לרבות בסינגפור. הטוקנים שיוצגו ייצגו מניה בחברה וייצוג דיגיטלי של זכות הבעלות של המחזיק בטוקן בחברה. כמו כן, בכוונת החברה להציע ייעוץ פיננסי בנוגע להצעת הטוקנים.

**תחולת חוקי ניירות הערך:** הטוקנים ייחשבו לניירות ערך תחת ה-SFA; החברה תחויב לציית לדרישות התשקיף (או לקבל פטור מדרישה זו), החברה תחויב ברישיון על מנת לספק שירותים פיננסיים וכן החברה תחויב ברישיון של יועץ פיננסי על מנת להעניק את הייעוץ כאמור.

3. **מקרה ג'** – חברה מעוניינת להציע טוקנים לציבור בעולם, לרבות בסינגפור, לצורך גיוס כסף והשקעתו במרוכז בחברות הזנק בתחום הפינטק. החברה תנהל את התיק, ולמחזיקי הטוקנים לא תהיה השפעה או זכות התערבות בניהול היום-יומי. עם זאת, כל רווח שינבע מניהול הפורטפוליו יחולק כתשלומים למחזיקי הטוקנים.

**תחולת חוקי ניירות הערך:** במקרים כאמור ייחשב ההסדר בין החברה למשקיעים כקרן להשקעה משותפת. הקרן תחויב ברישיון או בהכרה (recognition) בהתאם לחוקים הרלוונטיים לקרנות השקעה בסינגפור, כתלות במקום יצירת ההסדר (בסינגפור או מחוצה לה). על בסיס האמור, הטוקנים יהיו יחידות בקרן להשקעה משותפת; החברה תחויב לעמוד בדרישות התשקיף (או לקבל פטור מדרישה זו), והחברה תחויב ברישיון על מנת להציע מוצרי שוק ההון המוגדרים תחת ה-SFA (או לקבל פטור מדרישה זו). כיוון שלא יינתנו שירותי ייעוץ השקעות על ידי החברה, חוק ה-FAA לא יחול.

4. **מקרה ד'** – חברה מסוימת התאגדה ופועלת בסינגפור. החברה מעוניינת להציע טוקנים לציבור, למעט לציבור בסינגפור, לצורך גיוס כסף והשקעתו במרוכז בחברות הזנק בתחום הפינטק.

החברה תנהל את התיק, ולמחזיקי הטוקנים לא תהיה השפעה או זכות התערבות בניהול היום-יומי. עם זאת, כל רווח שינבע מניהול הפורטפוליו יחולק כתשלומים למחזיקי הטוקנים.

**תחולת חוקי ניירות הערך:** מכיוון שמדובר בהצעתם של טוקנים לציבור מחוץ לתחומי השיפוט הסינגפוריים, הוראות ה-SFA לא יחולו על ההנפקה. עם זאת, מכיוון שהחברה מנהלת קרן בסינגפור, היא תחויב ברישיון למתן שירותים בשוק ההון (למעט אם קיבלה פטור מרישיון זה). כיוון שלא יינתנו שירותי ייעוץ השקעות על ידי החברה, חוק ה-FAA לא יחול.

5. **מקרה ה'** – חברה מעוניינת להקים פלטפורמה שמטרתה לסייע לחברות הזנק לגייס כספים מהציבור באמצעות ICOs. לשם כך, החברה תקים SPV להשקעה בכל אחת מחברות ההזנק. משקיעים שירצו להשקיע בחברת ההזנק יעניקו הלוואה ל-SPV הייעודי לכל חברת הזנק בתמורה לקבלת טוקנים דיגיטליים הייחודיים לחברת ההזנק. טוקנים אלו יוצעו לציבור בעולם, לרבות בסינגפור, וייצגו את החוב של ה-SPVs כלפי המשקיעים (כנושים). כמו כן, הפלטפורמה תשמש למסחר בטוקנים הללו, והחברה שהקימה את הפלטפורמה תעניק ייעוץ למשקיעים בנוגע לטוקנים.

**תחולת חוקי ניירות הערך:** הטוקן המוצע למשקיעים ייחשב לאג"ח ויהיה כפוף להוראות ה-SFA. כל SPV תחויב לעמוד בדרישות התשקיף התואמת להצעה של ניירות ערך לציבור או לקבל פטור מדרישה זו. החברה שהקימה את הפלטפורמה, אשר תאפשר מסחר בטוקנים בפלטפורמה שהוקמה, עשויה להידרש לקבלת רישיון למתן שירותים בשוק ההון או לקבל פטור מרישיון זה (ובדומה לכך גם הישות המשמשת ככלי להשקעה בחברה תידרש לרישיון, בהתאם לאופי הפעילות העסקית בחברה). החברה שהקימה את הפלטפורמה ותעניק גם שירותי ייעוץ פיננסי תחויב ברישיון ייעוץ פיננסי על מנת להעניק ייעוץ פיננסי, וכן תחויב בקבלת רישיון להפעלת בורסה או לקבל פטור מרישיון זה.

6. **מקרה ו'** – חברה מעוניינת להשיק פלטפורמת מסחר במטבעות דיגיטליים המאפשרת למשתמשים בה להמיר מטבעות דיגיטליים שונים (כגון ביטקוין), אשר אינם נחשבים לניירות ערך, לכסף מסורתי. הפלטפורמה תיבנה כך שהמסחר בטוקנים דיגיטליים המהווים ניירות ערך לא יתאפשר, אולם החברה תוכל לבטל מגבלה זו כעבור מספר שנים, ותאפשר מסחר גם בטוקנים אשר מהווים ניירות ערך.

**תחולת חוקי ניירות הערך:** כיוון שלא יותר המסחר במוצרים מפקחים תחת ה-SFA, הוראות ה-SFA לא יחולו. אם הפלטפורמה תשנה את מהותה העסקית בכך שתאפשר מסחר בטוקנים המהווים ניירות ערך, תחויב החברה לקבל רישיון להפעלת בורסה או לקבל הכרה כמפעיל בורסה תחת ה-SFA, או לקבל פטור מכך.

MIAS הודיעה כי למרות שפעילות המרה של מטבעות דיגיטליים לכסף אמיתי כרגע אינה מפקחת, היא מתכוונת לפקח על תחום זה תחת מסגרת חוקים חדשה ביחס לשירותי תשלומים (New payments framework).

**בקשה לרישום לארגז חול רגולטורי**

כל חברה המעוניינת להציע, באמצעות טכנולוגיה חדשנית, שירותים פיננסיים הכפופים או העשויים להיות כפופים לפיקוחה של MAS, תוכל להגיש בקשה לרישום לארגז החול הרגולטורי בסינגפור. MAS מצפה מחברות שיגישו את הבקשה כאמור כי יעשו זאת רק לאחר שביצעו את בדיקות הנאותות הראויות, כגון בדיקתו של השירות הפיננסי המוצע בתנאי מעבדה, וכן ידיעת החובות הרגולטוריות והמשפטיות החלות בהצעה לציבור של שירות פיננסי שכזה. אם תאושר הבקשה, MAS תעניק תמיכה רגולטורית לחברות הללו תוך מתן הקלות משפטיות ורגולטוריות, שאחרת החברה הייתה מחויבת בהן. למידע נוסף אודות ארגז החול הרגולטורי, MAS מפנה למדריך בנושא.<sup>305</sup>

הקריטריונים שלפיהם נבחנת בקשה בהתאם למדריך הם אלו:

1. המוצר/השירות עושה שימוש בטכנולוגיה חדשה או עושה שימוש חדשני בטכנולוגיה קיימת;
2. המוצר/שירות פותר בעיה או מועיל לצרכן או לתעשייה;
3. לעסק יש כוונה ויכולת לפרוש את המוצר/השירות לשימוש הכלל בסינגפור;
4. המבחן והתוצאות הצפויות של הניסוי בארגז החול הרגולטורי מוגדרים היטב. החברה שלוקחת חלק בארגז הרגולטורי תדווח ל-MAS, בהתאם ללוח"ז שייקבע, על התקדמות הניסוי;
5. ישנה הגדרה ברורה של גבולות הניסוי;
6. יש להעריך את הסיכונים המשמעותיים הצפויים מהמוצר או מהשירות ולהפחיתם;
7. ישנה אסטרטגיית יציאה ברורה למקרה שיש להפסיק את המוצר או השירות או למקרה שבו הוא יכול להיות מופעל על בסיס רחב יותר לאחר עזיבתו את ארגז החול.

## גיברלטר

א. ביום 22 בספטמבר, פרסם הרגולטור הפיננסי בגיברלטר (GFSC) הצהרה בנושא ה-ICO.<sup>306</sup> לאחר הגדרה קצרה של ה-ICO, מתייחסת ה-GFSC למספר נושאים:

a. מוזכרת מסגרת רגולטורית חדשה לטכנולוגיית הרישום המבוזר, אשר עתידה להיכנס לתוקף בינואר 2018, ואשר עתידה להסדיר 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 ווירטואליים. (יצוין, כי במסגרת FAQ באתר ה-GFSC, מצוין כי ICOs לא ייפלו, בד"כ, תחת מערכת חוקים אלו)<sup>307</sup> אולם בהתאם למאפייני הטוקן אפשר והוא ייפול תחת חוקים קיימים אחרים הנוגעים

<sup>305</sup>

<http://www.mas.gov.sg/~media/Smart%20Financial%20Centre/Sandbox/FinTech%20Regulatory%20Sandbox%20Guidelines.pdf>

<sup>306</sup> <http://www.gfsc.gi/news/statement-on-initial-coin-offerings-250>

<sup>307</sup> <http://www.fsc.gi/dlt?print>

לשירותים פיננסיים). במסגרת אסדרה זו, כל חברת DLT כאמור תחויב ברישיון מה-GFSC, ותהיה חייבת לעמוד בתשעה עקרונות כללים (כגון יושרה, ממשל תאגידי, מערכות מתוחזקות בסטנדרט גבוה, ניהול סיכונים פיננסיים כגון איסור הלבנת הון ומימון טרור וכד')<sup>308</sup>.

b. גיברלטר מצהירה כי היא מחויבת להיות מקום יציב ובטוח לעשיית עסקים ובוחנת את האפשרות לקדם מסגרת רגולטורית ייעודית לשיווק והפצה של טוקנים, אשר תתאם למסגרת הרגולטורית המוצעת ביחס ל-DLT;

c. ה-ICOs נחשבות לאמצעי לגיוס הון אשר איננו מפוקח, ולרוב מתבצע בשלבי הפיתוח המוקדמים של הפרויקט המוצע ללא ראייה מוצקה להצלחתו או לפוטנציאל הרווח מההשקעה בו. מימון המונים המתבצע באמצעות ICO נועד לרוב לעקוף את הוראות ודרישות החוקים הקיימים החלים על גיוס הון מהציבור;

d. במקרים מסוימים הטוקנים מייצגים ניירות ערך ועל כן השיווק וההפצה שלהם צריכים להיות מפוקחים בהתאם לחוקי ניירות הערך הרלוונטיים. עם זאת, במקרים רבים הטוקנים מעניקים למשקיעים זכות מסוימות הרלוונטיות אך ורק לפרויקט עצמו ועל כן אינם כפופים לפיקוח;

e. בסוף הנייר מוצגים מספר נושאים שעל המשקיע בטוקנים באמצעות ICO לשקול. נושאים אלה נוגעים להעדר האסדרה בתחום, לתנודתיות מחיר הטוקן, להיקף הגילוי הניתן ב-whitepapers (פערי המידע) ולרמות הסיכון הגבוהות והספקולטיביות הכרוכות במכשיר מסוג זה.

ה-GFSC מציינת כי בדומה לרגולטורים אחרים בעולם, היא ממשיכה לעקוב אחר תופעת השימוש בטוקנים לא מפוקחים כאמצעי לגיוס הון.

ב. ביום 12 בפברואר 2018, הודיעו במשותף<sup>309</sup> ממשלת גיברלטר והרגולטור הפיננסי בגיברלטר (GFSC) שהם מקדמים רגולציה ייעודית לטוקנים, בהמשך להצהרת ה-GFSC מיום 27 בספטמבר 2017. שר המסחר הגיברלטרי הודיעה כי עמדת הממשלה בנוגע ל-ICO תנוסח עד סוף חודש פברואר 2018 ותובא לדיון בפרלמנט עד סוף הרבעון השני של 2018. לאחר מסמך ההיוועצות עם הציבור שפורסם בדצמבר 2017 וגיבוש המסקנות, מתחילים כעת לעבוד על גיבוש הרגולציה המתאימה בנושאים הבאים:

1. קידום, מכירה והפצה של טוקנים על ידי אנשים הקשורים לגיברלטר;
2. פעילות של שווקים משניים הקשורים לטוקנים המבוצעים מתוך גיברלטר או בתוכה;
3. מתן ייעוץ השקעות הקשור לטוקנים מתוך גיברלטר או בתוכה.

<sup>308</sup> [http://www.fsc.gi/uploads/DLT%20regulations%20121017%20\(2\).pdf](http://www.fsc.gi/uploads/DLT%20regulations%20121017%20(2).pdf)

<sup>309</sup> <http://www.fsc.gi/news/hm-government-of-gibraltar-and-the-gibraltar-financial-services-commission-announce-plans-for-token-legislation-272>

## גרמניה

- א. ביום 29 בינואר 2018, הורה הרגולטור הגרמני, (BaFin) על הפסקת פעילותה של חברה בשם Crypto.Exchange GmbH הפועלת בברלין, עקב ביצוע פעולות שאינן מפקחות/מאשרות על ידי הרגולטור.<sup>310</sup> כך לדוגמה, החברה פרסמה כי היא תמכור בבורסות אחרות (כך במקור) מטבעות ביטקוין שיועברו לרשותה על ידי לקוחות ואת הכספים שיתקבלו אצלה היא תעביר בחזרה ללקוחות.
- ב. ביום 21 בפברואר 2018, פרסם הרגולטור הגרמני (BaFin) נייר המבהיר את השקפתו בנוגע ל-ICOs, זאת לאחר פניות רבות של שחקנים בשוק להבהרה לגבי עמדתו על כלי פיננסי זה. לדעת BaFin, טוקנים נכנסים תחת הרגולציה הקיימת של ניירות ערך ולכן עליהם לבחון כלים רגולטורים דומים בשוק. (נכון למועד הדוח המסמך פורסם רק בגרמנית).

## ספרד

- א. ביום 15 בינואר 2018, התייחסה לראשונה הרשות הספרדית, ה-CNMV, לתופעת ה-ICO.<sup>311</sup> ההתייחסות אמנם אינה התייחסות ישירה, ומדובר למעשה בתרגום של הצהרתו של יו"ר ה-SEC מה-11 בדצמבר, 2017. בפתח הפרסום, מצינת ה-CNMV כי "למרות שספרד וארה"ב, בכל הנוגע לתחומי הרגולציה והשוק, שונות לחלוטין זו מזו, נראה כי השיקולים, המסקנות וההמלצות הכלולים בהצהרה הפומבית של יו"ר ה-SEC עשויים להוות הנחיות המסייעות למשקיעים ולמומחים בתחום".
- ב. ביום 8 בפברואר 2018, פרסם הרגולטור הספרדי (CNMV) מסמך<sup>312</sup> בדבר שיקוליו אודות מטבעות קריפטוגרפים ו-ICOs אשר סוקר את הדרכים העיקריות בהם מוצרים אלה משווקים או נרכשים בשוק וההשלכות הרגולטוריות שלהן.

### הצעה או שיווק של מטבעות דיגיטליים

CNMV זיהתה מגוון דרכים בהם מטבעות קריפטוגרפים משווקים ונרכשים (הרשימה אינה סגורה):

- **שיווק "ישיר"** – יש מס' אפשרויות, אשר השכיחה מבניהן היא דרך פלטפורמות אינטרנטיות ודרך "כספומטים" של מטבעות קריפטוגרפים. בדרך כלל בשני המקרים, המטבע הקריפטוגרפי אינו בבעלותו של המשקיע אלא יש לו זכות אל מול הפלטפורמה הלא מפקחת או המתווך. דבר זה עשוי לחשוף את הרוכשים, לסיכון של פשיטת רגל של המתווך, לסיכון שהמתווך לא מציית לכללי הרישום הבסיסיים ולסיכון שהוא לא מנהל כראוי ניגודי עניינים. בנוסף, צריך לקחת

<sup>310</sup> <https://www.coindesk.com/german-regulator-orders-crypto-exchange-to-halt-brokerage-business/>

[https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Verbrauchermitteilung/unerlaubte/2018/meldung\\_180129\\_Crypto\\_exchange.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Verbrauchermitteilung/unerlaubte/2018/meldung_180129_Crypto_exchange.html)

<sup>311</sup> <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={d28694b4-5164-4831-8b59-1e2d87ae8010}>

<sup>312</sup> <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7b62395018-40eb-49bb-a71c-4afb5c966374%7d>.



בחשבון את הסיכון של הלבנת כספים ע"י ספקי השירותים השונים העוסקים בסחר החליפין של מטבעות דיגיטליים אל מול מטבעות רגילים, אשר עשויים להיות כפופים לחוקי הקשורים לאיסור הלבנת הון.

- **דרך חוזה הפרשים (CFDs)** – משקיעים מתוחכמים צריכים לקחת בחשבון שבסוג זה של חוזים גלום סיכון גדול. לא זו אף זו, הישות שמציעה מוצרים מסוג זה צריכה להיות בעלת רישיון ע"י ה-CNMV ולעמוד בחובות דיווח ובחובות אחרות הקבועות בחוק.
- **דרך חוזים עתידיים, אופציות ונגזרים אחרים** – דוגמא לסוג זה הוא חוזים עתידיים על מטבע ה"ביטקוין" בכמה שווקים אמריקאים המורשים ע"י ה-CFTC. צריך לקחת בחשבון ששיווק אקטיבי של מוצרים מסוג זה תחת הצעה לציבור ע"י "מומחי שוק" למשקיעים מהציבור, עשוי לדרוש תשקיף מאושר ע"י ה-CNMV או ע"י רשות אירופאית אחרת.
- **דרך קרנות השקעות או כלי השקעה קולקטיביים אחרים שמשקיעים במטבעות דיגיטליים** – קרנות או כלי השקעה אלה צריכים להיות בעלי רישיון ע"י ה-CNMV. עד כה, לא אושרו קרנות בעלות קריטריונים אלה ע"י ה-CNMV והקרנות שיכולות בצורה חוקית להשקיע במטבעות קריפטוגרפים אינן יכולות להימכר למשקיעים מהציבור.
- **דרך רכישה של אג"ח שבסיס נכסיהן הוא מטבעות קריפטוגרפים** – שיווק של ניירות ערך מסוג זה תחת משטר של הצעה לציבור דרוש אישור.

## ICOs

הקריטריונים שהוצגו במסמך המשותף של ה-CNMV ו-Bank de Espana, אשר מנסים להציע קווי מתאר בנוגע להשלכות של ICOs מנקודת מבט רגולטורית כפופים לשיתוף פעולה והתפתחויות רגולטוריות פוטנציאליות ברמה הלאומית, האירופאית והבינלאומית. CNMV, בדומה לרשויות אירופאיות ובינלאומיות אחרות, מודעת לקושי להתאים את הכלים החקיקתיים הקיימים על מודלים חדשים של עסקים ושיתוף פעולה דיגיטלי, דבר המחזק את הצורך בשיתוף פעולה בינלאומי.

ה-CNMV רגישה לפוטנציאל התועלת לשירותים הפיננסיים שגלום בפיתוחים וביוזמות של טכנולוגיות אלה ותתייחס במיוחד לעיקרון הפרופורציה (מס' רב של ICOs בעלי נפח קטן עד בינוני) בהפעלת סמכויות הפיקוח שלה.

מבלי לפגוע באמור לעיל, CNMV חושבת שמס' רב של ICOs הינם בעצם הצעה לציבור של ניירות ערך סחירים, בין היתר, בהתבסס על המושג הרחב של ניירות ערך סחירים הכלול בסעיף 2.1 ל-TRLMV<sup>313</sup>.

הגורמים הבאים בעלי חשיבות בכדי לקבוע האם ניירות ערך סחירים מוצעים דרך ICO:

---

<sup>313</sup> Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores – חוק ניירות הערך הספרדי

- האם ה"טוקנים" כוללים זכות או ציפייה בפרטנציאל עליה בשווי או ברווחיות של העסקים או הפרויקטים, או שהם מכילים זכות השווה או דומה לזו הדומה למניות, אג"ח או כלים פיננסיים אחרים הכלולים בסעיף 2.1 ל-TRLMV.
  - האם במקרה של "טוקנים" המעניקים זכות גישה לשירותים או לקבלת טובין או מוצרים, הצעתם מתייחסת במפורש או במשתמע לציפייה שהרוכש או המשקיע ישיג רווח כתוצאה מעליה בשווי של הטוקנים או מקבלת תשלומים הקשורים למכשיר, לנזילותו או לסחירותו באופן שווה, לכאורה, לשווקים מפוקחים דומים של ניירות ערך.
- במקרים של ICOs אשר, על בסיס הקריטריונים המוזכרים מעלה, נחשב לנייר ערך סחיר או מכשיר פיננסי, החוקים בספרד או חוקים כלל אירופאים יחולו עליהם, בדגש על אלה הכלולים או הנובעים מ-MiFID II, דירקטיבת התשקיפים והדירקטיבה של מנהלי קרנות אלטרנטיביות.
- יש לציין, כי באירועים של ICOs שלא נחשבים כהצעה לציבור, ההוראות שבסעיף 35.3 ל-TRLMV יהיו ישימות. דהיינו, אם מבוצע שיווק וקידום של ההנפקה אזי שיווק זה צריך להיות מבוצע רק על ידי ישות מאושרת המספקת שירותי השקעה.
- לסיום, צריך לשים לב, שללא התחשבות במקום ההנפקה של ה"טוקנים", אם הליך ICO עומד בקריטריונים המוזכרים מעלה (וכתוצאה מכך נחשב כנייר ערך סחיר), ומשווק בצורה אקטיבית בספרד (לדוגמא כאשר אתרים הזמינים בספרד מציעים "טוקנים") הוא כפוף לחוקים המוזכרים לעיל.



רשות ניירות ערך  
ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

CHAIRMAN

יושב ראש

ח' באלול התשע"ז  
30 באוגוסט 2017

5/מ ; 98/ע  
sh000932

לכבוד

עו"ד מוטי ימין, מנהל מחלקת תאגידים  
ד"ר גתית גור-גרשגורן, כלכלנית ראשית ומנהלת המחלקה הכלכלית  
עו"ד אמיר הלמר, מחלקת תאגידים  
רו"ח רינה כהן, מחלקת תאגידים  
עו"ד עדן לנג, מחלקת תאגידים  
מר אראל מזוז, המחלקה הכלכלית  
מר גיא סבח, המחלקה הכלכלית  
עו"ד אורית שרייבר, מחלקת הייעוץ המשפטי  
עו"ד הלל בן דוד, מחלקת השקעות  
עו"ד גיא דביר, מחלקת הפיקוח על הבורסה וזירות הסוחר  
עו"ד מאיה מרינוב-שיפר, המחלקה הבינלאומית

מכובדי,

**הנדון: ועדה לבחינת אסדרה של הנפקות מטבעות דיגיטליים מבחורים ( ICOs – Initial Coin Offering ) לציבור**

הנכם מתמנים בזאת לכהן כחברי ועדה בין-מחלקתית, ברשות ניירות ערך, שתפקידה לבחון את תחולת דיני ניירות ערך על הצעות והנפקות לציבור בישראל המבוססות על רישום מבוזר ( shared ledger) (להלן – "הנפקות מטבע" או "הנפקות"), והמסחר בהם.

הוועדה מתבקשת ללמוד ולאפיין מיזמים אלה, להכין סקירה השוואתית של הדין במדינות מפותחות ולהמליץ על מתווה מדיניות רגולטורית ביחס אליהם, בעיקר בתחומים הנוגעים לרשות ניירות ערך, תוך חתירה לאיזון בין עידוד חדשנות טכנולוגית לבין הגנה על משקיעים מהציבור.

טכנולוגיות רישום מבוזר ובראשן בלוקצ'יין הינן תשתיות טכנולוגיות המאפשרות פעילות רישום וחיתום בצורה מבוזרת. מיזמי רישום מבוזר מתבססים לרוב על קוד פתוח ומאפשרים למשתמשים ממחשבים שונים לשתף ביניהם מאגר מידע מקוון של עסקאות (טרנסקציות) הכולל נתונים



## רשות ניירות ערך ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

CHAIRMAN

יושב ראש

מוצפנים. יכולת זו של אימות עסקאות ללא צורך בגורם ניהול מרכזי, מאפשרת ניהול פשוט וקל יחסית של עסקאות בין עסקים וצרכנים. השימוש בטכנולוגיה רלוונטי במיוחד לתחום הפיננסים ובייחוד להעברות כספים, לצד תחומים נוספים כגון חוזים חכמים, אחסון מבוזר של מידע ועוד. הבסיס למיזמי הרישום המבוזר (shared ledger) הוא Token (מעין מטבע דיגיטלי) בו נעשות עסקאות, מועברים נתונים ומוגדרות, מומחות ומועברות זכויות. חלק מהמיזמים בחרו בשיטה של הנפקת ה-Token כאמצעי מימון חלופי.

עסקאות מבוססות רישום מבוזר צוברות תאוצה בעת האחרונה והופכות לאמצעי מימוני מקובל ונפוץ בעולם. ההערכות הן כי במחצית הראשונה של 2017 גויסו בדרך זו למעלה ממיליארד דולר והיקף הגיוסים צפוי להתגבר בשנים הקרובות. ישראל נחשבת למובילה עולמית בתחום הבלוקצ'יין ופועלות בה מספר לא מבוטל של חברות, שחלקן ביצעו הנפקות מטבע חודשים האחרונים וזכו לביקוש מצד משקיעים.

התעשייה המבוססת על טכנולוגיית רישום מבוזר (DLP) הינה תעשייה חדשנית עם פוטנציאל לשנות וליעל את העולם הפיננסי, כפי שאנו מכירים אותו, בארץ ובעולם. מאפייניה הייחודיים של ישראל ומעמדה העולמי בתעשייה זו, יכולים להביא לכך שלתעשייה זו תהיה תרומה משמעותית לצמיחת המשק הישראלי. הנפקה לציבור של מטבע דיגיטלי מאפשרת למיזמים טכנולוגיים חדשניים בתחילת דרכם לגייס כספים בזמן קצר יחסית, תוך צמצום ההסתמכות על הגורמים המממנים המסורתיים כמו קרנות הון-סיכון. יתרון נוסף של ההנפקות הוא האפשרות של משקיעים להשתתף בפיתוח המוצר או השירות ולתרום להצלחתם, על ידי השתתפות בכתיבת הקוד הטכני או שימוש פעיל בפלטפורמה עצמה באמצעות המטבעות. מנגד, בחלק מההנפקות התגלו מקרים של תרמיות ומניפולציות במסחר ואף פרצות אבטחה שהובילו לאובדן כספי משקיעים ויזמים. יש הסבורים כי תחום הנפקות המטבע מצוי בשלבי בועה פיננסית, בדומה לתעשיית האינטרנט בתחילת דרכה, וכי חלק מעסקאות אלו הינן רק דרך לעקוף את האסדרה הקיימת על גיוס הון מהציבור. בחודשים האחרונים פרסמו מספר רשויות רגולטוריות התייחסויות ראשוניות להנפקות המטבע, המציגות גישות שונות בקשר למעמד הנורמטיבי של המטבעות מבחינת הדין המקומי.

על רקע כל אלו, ובשים לב למדיניות רשות ניירות ערך בשנים האחרונות לפיתוח אמצעי מימון חדשניים תוך שמירה על עניינם של המשקיעים ואזהרה מפני השקעות לא מפקחות, נראה כי גובר הצורך בחינת תחום הנפקות המטבע. עבודת הוועדה תכלול בחינה של פעילות זו ושל תחולת הדין הישראלי המצוי והרצוי בהקשרה בישראל, תוך סקירה השוואתית של המעמד המשפטי במדינות מפותחות שונות.

הוועדה תבחן ותתייחס, בין היתר, לכל אלו:

1. בחינת המהות הכלכלית של עסקאות אלה והחפיפה בינן לבין פעילויות אחרות הכפופות לתחולת דיני ניירות ערך בישראל;
2. סקירה השוואתית של דיני ניירות ערך ואסדרה רגולטורית במדינות שונות בקשר למטבעות דיגיטליים מבוזרים בשים לב למעמד החוקי של מטבעות דיגיטליים מהסוג של ביטקוין;
3. בחינת תחולת דיני ניירות ערך על הצעה והנפקה של מטבעות דיגיטליים מבוזרים לציבור, והמסחר בהם;



## רשות ניירות ערך ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

CHAIRMAN

יושב ראש

4. גיבוש המלצות למתווה מדיניות ואסדרה, תוך חתירה לאיזון בין עידוד אמצעי מימון חלופיים ופיתוח חדשנות טכנולוגית לבין הגנה על משקיעים ואזהרת הציבור מפני השקעות לא ממוקחות;
5. בחינת יכולת האכיפה של דיני ניירות ערך בתחום זה;
6. בחינת שיתופי פעולה עם רגולטורים נוספים ועם תעשיית הבלוקצ'יין בישראל.

### סדרי עבודה

בראש הוועדה יעמדו עו"ד מוטי ימין וד"ר גתית גור-גרשגורן. עו"ד עדן לנג ומר גיא סבח ישמשו כמרכזי הוועדה.

יושבי ראש הוועדה יקבעו את סדרי עבודתה. הוועדה תתייעץ ותשמע גורמים רלבנטיים, לפי שיקול דעתה. הוועדה תיצור קשר ותשתף פעולה עם גורמי מדינה אחרים העשויים להיות רלבנטיים במהלך עבודתה. הוועדה מתבקשת להגיש דוח ביניים ובו עיקרי המלצותיה לח"מ עד ליום 31 בדצמבר 2017.

הוועדה תבחן, בשלב מוקדם ככל הניתן ועוד בטרם הגשת דוח הביניים, את הצורך בפרסום אזהרה לציבור בנוגע להיבטים שונים הקשורים בעסקאות אלה, וככל שתמצא כי יש לעשות כן - תמליץ על תוכנה של אזהרה זו.

רשות ניירות ערך תעמיד לרשות הוועדה את האמצעים המנהליים שיהיו דרושים לעבודתה.

אני מודה לכם על נכונותכם ליטול חלק בוועדה ומאחל לכם הצלחה ועבודה פורייה.

בברכה,  
  
פרופ' שמואל האוזר

**אזהרה לציבור המשקיעים מפני השקעה בתחום המטבעות הקריפטוגרפיים<sup>314</sup>**

רשות ניירות ערך מזהירה את ציבור המשקיעים מפני הסיכונים הכרוכים בהשקעה בתחום המטבעות הקריפטוגרפיים. השקעה כזו יכולה להיעשות בדרכים שונות: ברכישה של מטבעות נפוצים כגון ביטקוין, ברכישה של מטבעות בהנפקות של מיזמים (ICOs), ובהשקעה בדרך אחרת בחברות הפועלות בתחום המטבעות. כל סוגי ההשקעה האמורים נושאים עימם סיכונים כבדי משקל עבור המשקיעים, עד כדי סכנה ממשית לאובדן מלוא סכום ההשקעה. הרשות קוראת לכל משקיע השוקל לשים את כספו בתחום, במישרין או בעקיפין, לקרוא אזהרה זו בכובד ראש טרם קבלת החלטה בנושא.

**מדוע צריך להיזהר מפני השקעה במטבעות קריפטוגרפיים?**

הנפקה של מטבעות קריפטוגרפיים מבוססת על טכנולוגיה חדשה של רישום מבוזר. יש הסבורים כי טכנולוגיה זו צפויה להתפתח ומביאה עמה בשורה ליזמים, למשקיעים למשק בכללותו. ואולם, בעת הנוכחית, תחום זה חשוף לסיכונים רבים השונים בעוצמתם או באופיים מאלה המוכרים בשוק ההון המסורתי. אלה חלק מהסיכונים בהשקעה בתחום זה:

- **סיכוני שוק**, כמו התפתחות בועת מחירים, תנודתיות קיצונית בשווי המטבעות ונזילות נמוכה המגבילה את היכולת לממש את ההשקעה.
- **סיכונים תפעוליים**, כמו הסיכון להונאות ומניפולציות במסחר בפלטפורמות בלתי מפקחות ובלתי מהימנות, וכן הקושי בהפקדת כספים שמקורם במטבעות קריפטוגרפיים במערכת הבנקאית.
- **סיכוני אבטחת מידע (סייבר)**, כמו הסיכון לגניבה או אובדן של מפתחות פרטיים (סיסמאות) לארנקים דיגיטליים המעניקים גישה למטבעות קריפטוגרפיים. התקפות סייבר נגד פלטפורמות מסחר בלתי מפקחות וארנקים דיגיטליים הן תופעה רווחת.
- **סיכונים רגולטוריים**, לפיהם אסדרה עתידית של הפעילות במטבעות הקריפטוגרפיים עשויה לגרור השלכות משמעותיות על העוסקים בתחום, עד כדי מניעת המשך הפעילות במקרים מסוימים.

**משקיע הבוחר לשים את כספו, במישרין או בעקיפין, באפיק השקעה במטבעות קריפטוגרפיים, ניצב בפני סיכוי גבוה להתממשות אחד או יותר מהסיכונים האמורים עד כדי אובדן מלוא כספו.**

**האם צריך לחשוש ממעשי הונאה בעת השקעה במטבעות קריפטוגרפיים?**

התשובה לכך חיובית. טכנולוגיות חדשות מביאות עמן הזדמנויות חדשות, אך גם מושכות גורמים המבקשים לנצל אותן לצורך התעשרות על חשבון לקוחות תמימים. תרמית במטבעות

<sup>314</sup> אזהרה זו צורפה להחלטת הרשות לעניין אי הכללת חברות בתחום המטבעות הקריפטוגרפיים במדדי הבורסה

קריפטוגרפיים עלולה להוביל לאובדן של כל כספי ההשקעה, וכיוון שהפעילות בתחום אינה מפקחת ברובה סיכוני התרמית גדולים מהרגיל. אלה הם סימני אזהרה אופייניים, אך לא ממצים, לפעילות תרמיתית:

- הבטחת תשואה גבוהה או קבועה הינה הבטחה ללא כיסוי. על המשקיע להיזהר מפני אנשים המציעים לו תשואה גבוהה או קבועה בסיכון נמוך או ללא סיכון בכלל.
- הצעות יזומות עשויות להיות חלק מתרמית. על המשקיע לנקוט זהירות רבה במקרה בו הוא מקבל הצעת השקעה מאדם שאינו מכיר, ושלא כחלק משירותים מפקחים שהוא מקבל.
- אם הצעת ההשקעה נשמעת טובה מדי, סיכוי גדול שזה אכן המצב, ומדובר בהונאה. ככל שהסיכויים לרווח גדולים יותר, כך גם גדול יותר הסיכון.
- הפעלת לחץ לבצע השקעה באופן מיידי צריכה לעורר חשד כי מדובר בתרמית. על המשקיע לא להתפתות להשקעות מיידיות, ולבחון באופן ראוי את הצעת ההשקעה. על פי רוב לא ניתן יהיה להחזיר את הגלגל אחורה לאחר העברת הכספים.
- אם הגורם המציע את ההשקעה אינו מפקח, פעילותו מסוכנת יותר, ולעתים אף בלתי חוקית. על המשקיע להיזהר מפני השקעה בפעילויות שאינן מפקחות.

#### **מה צריך להביא בחשבון אדם השוקל השקעה במטבעות קריפטוגרפיים?**

על המשקיע לשקול היטב צעדיו בטרם יבחר להשקיע בתחום המטבעות הקריפטוגרפיים לנוכח הסיכונים הרבים הכרוכים בכך. להלן מספר גורמים חשובים שעל המשקיע לבחון בטרם השקעה בתחום זה:

#### **הנפקות של מטבעות חדשים (ICOs) -**

- הנפקות של מטבעות חדשים ככלי לגיוס כספים על-ידי מיזמים (ICOs), עשויות להיחשב הצעה לציבור של ניירות ערך. במקרה זה, הנפקת המטבעות חייבת להתבצע בהתאם לחוק ניירות ערך, ובכפוף לפרסום תשקיף. אם הנפקת המטבעות אינה נעשית על פי תשקיף, על המשקיע לברר את הסיבה לכך, ולהיזהר מפני השתתפות בגיוס כספים הנעשה בניגוד לחוק.
- אופן השימוש בכספי המשקיעים – כיצד מתכוונים היזמים להשתמש בכסף ומה המטרות שלשמן נועדה ההנפקה? האם יש תכנית עסקית ברורה שהמשקיע יכול לקבל, לקרוא ולהבין? האם כספיו של המשקיע נשמרים בצורה נאותה, וסכומי הכסף המגויסים על ידי היזמים משמשים רק למטרות המפורטות בתכנית העסקית, ולא למטרות אחרות?
- הזכויות שמקנים המטבעות הקריפטוגרפיים – מהן הזכויות שמקנים המטבעות? האם הן ברורות ומפורטות?
- היכולת למכור את המטבע בשוק משני מוסדר – האם קיים שוק משני למטבע? האם המשקיע יוכל למכור באופן חופשי את המטבע? האם יוכל למכור את המטבע בחזרה לחברה בתמורה להחזר כספי? יש לזכור כי מנגנונים שונים המאפשרים יצירה ומחיקה של מטבעות לפי דרישה כוללים מגבלות שונות המשפיעות בין היתר על מחירי והיקפי העסקאות שניתן לבצע באמצעותם והם אינם בהכרח מהווים תחליף לנזילות אמיתית.

- שקיפות במידע מצד המנפיקים – האם ניתן גילוי על הפעילות והעומדים מאחוריה? לדוגמא, האם ניתן גילוי היקף ומטרות הגיוס? על הרקע והניסיון האישי של היזמים? על כמות הטוקנים שנמכרה או צפויה להימכר? על הרעיון העסקי והטכנולוגי?

#### השקעה ישירה במטבעות קריפטוגרפיים נפוצים -

רכישה בשוק של מטבעות קריפטוגרפיים נפוצים כגון ביטקוין כרוכה אף היא בסיכונים רבים. על המשקיע להביא בחשבון בין היתר את הסיכונים הבאים:

- מידת האבטחה והחשיפה לסיכונים סייבר – ארנקים דיגיטליים, במיוחד אלו המופעלים על ידי צדדים שלישיים כמו פלטפורמות מסחר, חשופים לתרמיות, גניבות, פריצות ותקלות טכניות. על המשקיע לנקוט במשנה זהירות בבחורו את הספקים איתם הוא מתקשר כדי לסחור או להחזיק במטבעות אלה. על המשקיע לוודא כי הוא מתקשר עם גופים מפקחים וגדולים, בהם מוטמעים תהליכי בקרה ושמירה על כספי הלקוחות.
- מידת התנודתיות והסיכון לאבדן כספי ההשקעה – תחום המטבעות הקריפטוגרפיים מאופיין בתנודתיות קיצונית בשערי המסחר, עד כדי שינויים של מאות ואלפי אחוזים בזמן קצר. שינויי המחיר התכופים במחירים של מטבעות אלה עשויים להוות סיכון משמעותי עבור המשקיע, והוא צריך להיות מוכן לאובדן כספים משמעותי או מוחלט בתוך תקופה קצרה, גם אם בחן את כל יתר הגורמים המפורטים לעיל ולהלן.
- מידת המהימנות והכשירות של פלטפורמות מסחר והסיכון לתרמיות והונאות – רוב פלטפורמות המסחר בעולם שמשמשות כשוק משני במטבעות קריפטוגרפיים אינן נתונות לפיקוח רגולטורי. העדר הפיקוח על הפלטפורמות יוצר תופעות שליליות של חוסר שקיפות והגינות במסחר, בין היתר על ידי מניפולציות בשערים המצוטטים והרצת שערים מתואמת מצד גורמים בעלי השפעה (Pump-and-Dump). על המשקיע לגלות חשדנות וספקנות כלפי אמינות המידע שמציגות פלטפורמות אלה על עצמן ועל נתוני המסחר בהן. עליו לקחת בחשבון כי רמת האיתנות הפיננסית והניהולית של פלטפורמות אלה אינה ברורה, וייתכן שייתקל בקשיים בהשבת הכספים במקרה של גניבה, תרמית או קריסה של אחת הפלטפורמות.
- המרת מטבע קריפטוגרפי לשקלים או כסף מדינתי אחר – מלבד קשיי הנזילות, מימוש ההשקעה במטבעות קריפטוגרפיים עשוי להיתקל בקשיים לא מבוטלים. ההמרה עלולה להיות כרוכה בעלויות גבוהות ובעיכובים בהעברת הכספים בין גורמים שונים. משקיע עשוי למצוא עצמו מתקשה בהמרת כספו במידה וירצה לפדות את השקעתו. נוסף על כך, קיים קושי בהתחקות אחר כספים שהועברו במטבעות קריפטוגרפיים, ועל כן משקיעים עשויים להיתקל בקשיים בהעברת כספים אלה לתוך המערכת הבנקאית, בין היתר בשל כללי איסור הלבנת הון ומימון טרור.

#### השקעה עקיפה במטבעות קריפטוגרפיים -

הסיכונים בהשקעה ישירה במטבעות קריפטוגרפיים (ב-ICO או בשוק המשני) תקפים גם לגבי השקעה בחברות המתכוונות לפעול בתחום זה, כולל חברות ציבוריות. על המשקיע להיות מודע כי הסיכונים שתוארו לעיל יכולים להיות תקפים גם לגבי חברה שמתכוונת לפעול בתחום המטבעות



הקריפטוגרפיים. סיכונים אלו מציבים סימן שאלה על שוויין הכלכלי האמיתי ואופן התמחור הראוי של ניירות הערך שלהן. משקיע שיבחר להשקיע בחברות אלה צריך להיות מודע כי מדובר בהשקעה ברמת סיכון גבוהה במיוחד לעומת השקעות אחרות בשוק ההון, אשר טומנת בחובה סיכון ממשי לאובדן חלקי או מלא של סכום ההשקעה.

## נספח ה' – הטיפול החשבונאי במטבעות קריפטוגרפיים

על אף הפופולאריות הגואה של מטבעות קריפטוגרפיים שונים בעולם, למועד כתיבת מילים אלה טרם פורסמו תקנים, פרשנויות או התייחסויות מפורטות אחרות לעניין הטיפול החשבונאי הראוי בהם על ידי הועדה לתקני חשבונאות בינלאומיים (IASB) או על ידי גופי תקינה חשבונאית מובילים אחרים בעולם, כדוגמת הועדה לתקני חשבונאות בארצות הברית (FASB).<sup>315</sup>

בהיעדרה של פרשנות כאמור, מטרת נספח זה היא לנתח, בשלב מקדמי זה, את אפשרויות הטיפול החשבונאי הפוטנציאלי במטבעות קריפטוגרפיים תחת הוראות תקני הדיווח הכספי הבינלאומיים (IFRS's) הקיימים. ברי, כי ככל ותחולנה בעתידית התפתחויות נוספות בהקשר זה, ובפרט – התייחסויות מפורטות יותר מצד גופי התקינה המובילים בעולם, הרי שהתייחסויות כאמור עשויות יהיו להשפיע על הניתוח המפורט שלהלן.

הוראות תקן חשבונאות בינלאומי מספר 8 (IAS) בדבר 'מדיניות חשבונאית, שינויים באומדנים חשבונאיים וטעויות' קובעות כי כאשר תקן או פרשנות ספציפיים חלים על פריט מסוים, הוראות תקן או פרשנות אלה ייושמו לגבי הפריט. בהעדרם של תקן או פרשנות ספציפיים, נדרש להפעיל שיקול דעת על מנת להביא להצגה שהיא מהימנה ורלוונטית לקבלת החלטות כלכליות מצד המשתמשים בדוחות הכספיים.

קיימים סוגים רבים ומגוונים של מטבעות קריפטוגרפיים ברחבי העולם כאשר לכל מטבע קריפטוגרפי יש מאפיינים ייחודיים משלו. כאשר תאגיד מדווח מחזיק במטבע קריפטוגרפי, עליו לבחון באופן ספציפי את מאפייני המטבע בו הוא מחזיק וכן את מטרת ואופי ההחזקה במטבע זה, על מנת לבחון את הטיפול החשבונאי הנאות עבור ההחזקה. יובהר, כי לאור השלב המקדמי בו מצוי השימוש במטבעות קריפטוגרפיים והתמורות החלות בכל הנוגע לשימוש שנעשה במטבעות קריפטוגרפיים ברחבי העולם, הרי שעל התאגיד לבצע את הניתוח החשבונאי באופן מתמשך.

### הטיפול החשבונאי בהחזקה של מטבעות קריפטוגרפיים המהווים אמצעי חליפין

כפי שמצוין לעיל, מטבעות קריפטוגרפיים עשויים להקנות הטבות שונות, רבות ומגוונות למחזיקים בהם. אחד מסוגי המטבעות הקריפטוגרפיים הוא אותם מטבעות קריפטוגרפיים, המאופיינים בכך שהם אינם מקנים זכויות למחזיקים בהם, פרט ליכולת לבצע בהם שימוש כאמצעי חליפין, כדוגמת מטבע הביטקוין.

ככלל, מטבעות קריפטוגרפיים המשמשים כאמצעי חליפין עומדים על פניו בהגדרת 'נכס' בהתאם ל-'מסגרת המושגית לדיווח כספי', שהרי, המדובר במשאב הנשלט על ידי הישות המחזיקה בו, כתוצאה מאירוע מהעבר (קרי, כרייתו, רכישתו או קבלתו בדרך אחרת). בנוסף, משאב זה חזוי

---

<sup>315</sup> להרחבה, ראו [דיון בנושא שנערך ב- Accounting Standards Advisory Forum](#), גוף מיעץ של ה-IASB במהלך חודש דצמבר 2016.

לטמון בחובו הטבות כלכליות עתידיות, בין אם בדרך של מכירתו או אף בדרך של החלפתו בתמורה לקבלת סחורות או שירותים אחרים בעתיד. עם זאת, קיים אתגר מסוים בסיווג הנכס האמור לאחת מקבוצות הנכסים המקובלות תחת תקני הדיווח הכספי הבינלאומיים.

להלן מוצג פירוט של האפשרויות השונות אשר עשויות להיות רלוונטיות תחת תקני הדיווח הכספי הבינלאומיים, בכל הנוגע לטיפול החשבונאי בהחזקה במטבעות קריפטוגרפיים אלה.

**טיפול כ- 'נכס פיננסי'** – תקן חשבונאות בינלאומי מספר 32 (IAS), בדבר מכשירים פיננסיים – הצגה, מגדיר נכס פיננסי בתור מזומן, בתור מכשיר הוני של ישות אחרת או בתור זכויות חוזיות מסוימות להחלפת מכשירים פיננסיים. המטבע הקריפטוגרפי אינו מהווה מכשיר הוני של ישות אחרת, ואף הוא אינו כולל זכויות חוזיות ברורות לקבלת או החלפת נכסים פיננסיים אחרים. ומשכך, הגדרת 'נכס פיננסי' תתקיים רק אם המטבע הקריפטוגרפי עצמו יעמוד בהגדרת 'מזומן' או 'שווה מזומן'.

**טיפול כ- 'מזומן'** – הגם שהמטבע הקריפטוגרפי מוגדר כ-'מטבע', בשלב זה קיימת אי בהירות ביחס לעמידתו בהגדרת 'מזומן' לצרכים חשבונאיים. כאן המקום לציין, כי מעבר למדידה לפי שער החליפין (בדומה למדידה של החזקה במטבע חוץ סטנדרטי), לעצם עמידתם של מטבעות קריפטוגרפיים בהגדרת מזומן תהיינה השלכות חשבונאיות משמעותיות נוספות; כך, מטבעות קריפטוגרפיים יסווגו בדוח על המצב הכספי כנכסים שוטפים ללא קשר לכוונת השימוש בהם, יוכלו לשמש כמטבעות המדידה או ההצגה של דוחות הכספיים, וכרייתם (להבדיל ממכירתם) תביא לתזרים מזומנים חיובי בדוח על תזרים המזומנים של הישות.

התקינה החשבונאית הבינלאומית אינה מגדירה במפורש את המונח 'מטבע' ('currency'). כמו כן, היא גם אינה מתעמקת בשאלה מהו 'מטבע' ומהו 'מזומן', והאם קיים הבדל כלשהו בין 'מטבע' לבין 'מזומן' לצרכים חשבונאיים. ניתן לגרוס, כי המונח 'מטבע' מתייחס למזומן אשר מגובה באופן פורמאלי על ידי ממשלה ריבונית ואשר מקובל כמטבע המשמש לצורך ביצוע עסקאות חליפין בכלכלה הרלוונטית. יצוין, כי קיימות עמדות לפיהן ישויות מסוימות אשר מקבלות ומשלמות במטבעות קריפטוגרפיים עבור סחורות או שירותים המסופקים או הנרכשים על ידן, נדרשות לטפל במטבעות הקריפטוגרפיים כמזומנים או שווי מזומנים.<sup>316</sup> עם זאת, לפחות לעת הזו, נראה כי השימוש במטבעות קריפטוגרפיים כאמצעי חליפין אינו נפוץ בהשוואה למטבעות 'סטנדרטיים' יותר, וחלק מן ההחזקה במטבעות קריפטוגרפיים נעשית דווקא כאמצעי השקעה ולא כאמצעי חליפין.<sup>317</sup> ראוי גם לציין כי אין הכרח שתהיה אחידות בין המטבעות הקריפטוגרפיים השונים בכל הנוגע ליכולת השימוש בהם כאמצעי חליפין. כך, בהחלט ייתכן כי ככל שהשימוש במטבעות קריפטוגרפיים מסוימים יגבר בעתיד, מטבעות אלה יוכלו להיות מוגדרים כ-'מזומנים', בעוד שמטבעות קריפטוגרפיים אחרים לא יעמדו בהגדרה זו.

---

<sup>316</sup> [Bitcoin – Its Economics for Financial Reporting](#), Yew Low and Seng Tan, April 2017  
<sup>317</sup> [Digital Currencies, Accounting for Transactions and Holdings](#), Bin and Yen Hee, :ראו מאמר, 2015.

**טיפול כ-שווי מזומנים** – תקן חשבונאות בינלאומי מספר 7 (IAS) בדבר דוח על תזרימי מזומנים, מגדיר 'שווי מזומנים' בתור '...השקעות לזמן קצר ברמת נזילות גבוהה אשר ניתנות להמרה בנקל לסכומים ידועים של מזומנים ואשר חשופות לסיכון בלתי משמעותי של שינויים בשווי. משכך, שווי מזומנים מהווים, הלכה למעשה, נכס פיננסי אשר אינו עומד (פורמאלית) בהגדרת מזומן, אולם מטופל ככזה לעניין הדוח על תזרים המזומנים והדוח על המצב הכספי. עוד נראה כי שווי מזומנים מהווים בדרך כלל 'שלב ביניים' בהפיכה של נכס למזומן (כגון – פיקדון או אגרת חוב ממשלתית לזמן קצר מאוד וכיוצא באלה). משכך, נראה כי אם וככל שמטבעות קריפטוגרפיים אינם מהווים מזומן, קיימת גם בעייתיות מובנית בהתייחסות אליהם כ-'שווי מזומנים'. במילים אחרות, נדמה כי אילו מטבע קריפטוגרפי הוגדר כמזומן, אזי גם פיקדון לזמן קצר הנקוב באותו מטבע היה מוגדר כ-'שווי מזומנים'. מעבר לכך, לאור התנודתיות בשווי ההגון של המטבעות הקריפטוגרפיים ביחס למטבעות רגילים, לכאורה ניתן גם לטעון כי הם אינם עונים להגדרת שווי מזומנים. ואולם, בדומה לבחינה האם פיקדון בנקאי קצר מועד או חשבון עובר ושב הנקובים במטבע חוץ מהווים 'שווי מזומנים', נראה כי יש לבחון את רמת התנודתיות בשווי ההחזקה במטבעות קריפטוגרפיים בראי יחידת המטבע בה נקובים הנכסים ולא ברמת מטבע ייחוס אחר (כלומר, אין תנודתיות במונחי המטבע הקריפטוגרפי עצמו ולכן לכאורה אין סיכון מהותי הנוגע לשווי).<sup>318</sup>

**טיפול כ-'מלאי'** – תחת הוראות תקן חשבונאות בינלאומי מספר 2 (IAS) בדבר מלאי, מלאי מוגדר בתור נכס המוחזק לצרכי מכירה במהלך העסקים הרגיל של הישות. ואומנם, מלאי אינו חייב להיות מאופיין במהות פיזית. משכך, ככל שהחזקה במטבעות קריפטוגרפיים לא תוגדר כמזומן, לצורך הבחינה האם ההחזקה עשויה להוות מסווגת כמלאי, נדרש לבחון תחילה את מטרת ההחזקה של התאגיד המדווח. כאשר ההחזקה במטבעות הינה לצורך מכירה במהלך העסקים הרגיל, נראה כי המטבעות הקריפטוגרפיים אכן יוכלו להיות מסווגים פוטנציאלית כמלאי. עם זאת, בכל הנוגע לשאלה מהו 'מהלך עסקים רגיל' (כאשר המדובר על מטבע קריפטוגרפי המשמש כאמצעי תשלום), קיימת אי בהירות מסוימת. כך, ייתכן שניתן לטעון כי גם ישויות הנוהגות לקבל מטבע זה כאמצעי תשלום (כעסקת חליפין) באופן רגיל יוכלו לסווג כמלאי. תקן זה אף מתיר למדוד מלאי סחורות יסוד (commodities) המוחזק על ידי סוחרים (ברוקרים) בסחורות יסוד מתוך כוונת מכירה בזמן הקצר והפקת רווח מתנודות במחיר או ממרווחים, בשווי הוגן בניכוי עלויות מכירה, כאשר השינויים בשווי ההגון בניכוי עלויות המכירה ייזקפו מדי תקופה לרווח או הפסד.<sup>319</sup> בשלב זה, נראה כי ניתן לטעון כי רמת הסטנדרטיזציה במטבעות הקריפטוגרפיים מאפשרת לסווג כ-'סחורות יסוד' (לכל הפחות באופן אנלוגי). על כן, באותם מצבים בהם ישות המשמשת כברוקר במטבעות קריפטוגרפיים תבחר לטפל בהם באופן אנלוגי לסחורות יסוד, נראה כי הטיפול אכן יביא להצגה נאותה בדוחותיה הכספיים.<sup>320</sup> מנגד, באותם מקרים שבהם ישויות (המחזיקות במטבעות קריפטוגרפיים לצורך מכירה במהלך העסקים הרגיל) אינן עומדות בהגדרת ברוקר, או שאינן מעוניינות בישום החלופה, הטיפול החשבונאי שיישם עבור מלאי לפי התקן יהיה מדידה לפי עלות

<sup>318</sup> להרחבה, ראו [פרסום של פירמת PWC](#) מחודש מארס 2017 וכן [מאמר שפורסם על ידי PWC](#) סין בחודש דצמבר 2016.

<sup>319</sup> סעיף 5 לתקן חשבונאות בינלאומי 2 (IAS) בדבר מלאי.

<sup>320</sup> עמדה דומה הובעה במאמר [Accounting and Taxation of Virtual Currencies](#), Driscoll and Wand, 2016.

או שווי מימוש נטו, כנמוך מבינם. ואומנם, טיפול במטבעות קריפטוגרפיים כמלאי הנמדד לפי הנמוך שבין עלות לשווי מימוש נטו, עלול שלא לשקף באופן נאות את המהות הכלכלית של החזקה במטבעות הקריפטוגרפיים, בין אם כאמצעי חליפין או כאמצעי השקעה.

**טיפול כ- 'נכס בלתי מוחשי'** – באותם מקרים שבהם מטבעות קריפטוגרפיים לא יוגדרו כנכסים פיננסיים או כמלאי, ישנה גישה המוזכרת במסגרת מספר מאמרים מקצועיים המתייחסת למטבעות קריפטוגרפיים בתור נכסים בלתי מוחשיים המטופלים תחת הוראות תקן חשבונאות בינלאומי מספר 38 (IAS) בדבר נכסים בלתי מוחשיים.<sup>321</sup> על פי גישה זו, מטבעות קריפטוגרפיים עומדים בהגדרת נכסים בלתי מוחשיים שכן הם מהווים נכסים 'לא כספיים', ניתנים לזיהוי וחסרי מהות פיזית. יכולת הזיהוי של המטבעות הקריפטוגרפיים כמשמעותה בתקן האמור מתקיימת שכן המטבעות הקריפטוגרפיים ניתנים להפרדה, במובן זה שניתן להשתמש במטבעות הקריפטוגרפיים על מנת לרכוש מוצרים או שירותים, וכן ניתן למכור את המטבעות הקריפטוגרפיים באמצעות זירות המסחר הקיימות. נראה כי דרישות ההכרה שבתקן אומנם מתקיימות כאשר המטבע הקריפטוגרפי נרכש מצדדים אחרים, אולם ייתכן כי הן מציבות אתגר מסוים כאשר המטבע הקריפטוגרפי נוצר פנימית בישות באמצעות 'כריה' (mining) לאור הקושי הקיים ביכולת להעריך האם נכסים בלתי מוחשיים שנוצרו פנימית בישות כשירים להכרה בהתאם להוראות התקן.<sup>322</sup> לפי הוראות התקן הרלוונטי, מדידה לאחר ההכרה לראשונה תהיה בעלות מופחתת (בניכוי ירידת ערך) וככל שיש שוק פעיל במטבע הקריפטוגרפי, הרי שהוראות התקן מאפשרות (אך אינן מחייבות) מדידה לפי שיטת הערכה מחדש (כאשר שינויים בשווי ההוגן יוכרו ברווח הכולל האחר, למעט בעת ירידת ערך שתוכר ברווח או הפסד). בנוסף, תחת שיטות אלה נראה כי המטבע יירשם, כעיקרון, כנכס בלתי שוטף, למעט מקרים בהם החברה תסווג את המטבעות הקריפטוגרפיים כנכסים המוחזקים למכירה.<sup>323</sup> עם זאת, נראה כי קיימת בעייתיות בכל אחת מצורות המדידה שלעיל (בעלות מופחתת או בשווי הוגן דרך רווח כולל אחר), שכן גישות אלו אינן מביאות לידי ביטוי את מהותו של המטבע הקריפטוגרפי כאמצעי חליפין או כאמצעי השקעה, והן אינן מציגות מידע רלוונטי למשתמשי הדוחות.<sup>324</sup>

**בשים לב לחוסר הבהירות הקיימת בתקינה החשבונאית הבינלאומית בנושא**, ובשים לב לכך שהמטבעות הקריפטוגרפיים מוחזקים למטרות השקעה (למטרת מכירה או לעליית ערך) או כאמצעי חליפין, מדידת החזקה במטבעות קריפטוגרפיים בשווי הוגן דרך רווח או הפסד (ולעיתים, בשווי הוגן בניכוי עלויות למכירה דרך רווח או הפסד) על סמך המחירים המצוטטים הקיימים בזירות המסחר המובילות הרלוונטיות, משקפת באופן הטוב ביותר את אופי החזקה. מדידה זו

<sup>321</sup> להרחבה, ראו [פרסום של פירמת PWC](#) מחודש מארס 2017.

<sup>322</sup> להרחבה, ראו הוראות סעיף 51 לתקן חשבונאות בינלאומי מספר 38 (IAS) בדבר נכסים בלתי מוחשיים. בפרט, תעלה השאלה מהי עלות כריית המטבע ואופן הקצאת העלויות.

<sup>323</sup> דוגמה לטיפול חשבונאי כאמור ניתן למצוא [בדוחות הכספיים של חברת Riot Blockchain Inc](#) וכן [בדוחות הכספיים של חברת Bitcoin Group Ltd.](#)

<sup>324</sup> להרחבה, ראו [מאמר שפורסם על ידי PWC](#) סין בחודש דצמבר 2016.

גם מספקת את המידע המהימן והרלוונטי ביותר עבור המשתמשים בדוחות הכספיים של תאגידים מדווחים המחזיקים במטבעות קריפטוגרפיים.<sup>325</sup>

טיפול חשבונאי כאמור של מדידת ההשקעה בשווי הוגן דרך רווח והפסד אף נצפה על ידי סגל רשות ניירות ערך בדוחותיהן של מספר חברות המחזיקות בטבעות קריפטוגרפיים, כאשר חלקן אף לא סיווגו באופן פורמאלי את ההשקעה לתחולת תקן דיווח כספי פרטני. ראוי לציין כי חלק מן החברות האמורות ישמו בדוחותיהן הכספיים את תקני החשבונאות המקובלים בארצות-הברית (USGAAP), וחלק את תקני הדיווח הכספי הבינלאומיים (IFRS).

---

<sup>325</sup> עמדות דומות הובעו גם על ידי הוועדה האוסטרלית לתקינה חשבונאית (AASB) בפרסומה המקיף בנושא מחודש דצמבר 2016. וגם על ידי המוסד לתקינה חשבונאית של יפן (ASBJ) בפרסום טיוטה לפרקטיקה חשבונאית לטיפול במטבעות וירטואליים מחודש דצמבר 2017  
[https://www.asb.or.jp/en/wp-content/uploads/2017-1206\\_2\\_e.pdf](https://www.asb.or.jp/en/wp-content/uploads/2017-1206_2_e.pdf)