

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

חומר רקע למפגש נובמבר 2017:

תופעת ה-ICO's: האם מטבע דיגיטלי הוא נייר ערך במסגרת גיוס הון?

רקע

בתקופה האחרונה תהליך הנפקת מטבע ראשונית הולך וצובר תאוצה, יותר ויותר יזמים מגייסים הון לפרויקטים בדרך זו. בשנת 2017 בלבד (נכון לחודש אוקטובר) גויס סכום של כ-3 מיליארד דולר ב-ICO's. מדובר בזינוק עצום לעומת שנת 2016, בה גויס סכום של כ-100 מיליון דולר בכל השנה. ישנן מספר רב של דוגמאות ליכולת הגיוס בעזרת כלי מימוני זה, כך למשך Bancor הישראלית גייסה 153 מיליון דולר בשלוש שעות, Gnosis גייסה 12.5 מיליון דולר בעשר דקות ו-Brave גייסה 35 מיליון דולר ב-24 שניות בלבד.

הנפקת מטבעות ראשונית (ICO – Initial Coin Offering) הוא מהלך שבו חברות מגייסות הון מהציבור בתמורה להענקת מטבעות דיגיטליים (ראו תיאור להלן) או אסימונים (Tokens) ייעודיים אשר ייחודיים לחברה המנפיקה בלבד.¹ לרוב, החזקת האסימונים תהיה קשורה באופן אינהרנטי לתוצר הפרויקט אותו החברה מפתחת. הנפקת מטבעות ראשונית הוא מסלול מימוני חדשני ופורץ דרך, בו חברות (לרוב חברות טכנולוגיה) מגייסות כספים באמצעות מערכת של “חוזים חכמים”, אשר מוסדרים באמצעות פרוטוקולים וטכנולוגיות מבוססות בלוקצ'יין (Blockchain). להלן תרשים בסיסי שמתאר את התהליך טיפוסי של הנפקת מטבע:

¹ נציין כי בתמורה להנפקת המטבע הדיגיטלי הייחודי לחברה, החברה מקבלת מטבעות דיגיטליים אחרים ולא דולרים לדוגמה.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum



הבלוקצ'יין הוא פרוטוקול טכני המאפשר לבצע עסקאות בין שני צדדים בצורה אמינה וללא תיווך. מערכת זו היא מערכת המבוססת על קוד פתוח ועל בסיסי נתונים מבוזרים אשר אינם תלויים בגוף אחד, אלא נמצאים על מספר גדול של מחשבים המסונכרנים זה עם זה. הבלוקצ'יין מהווה מהפכה של ממש ומהווה במידה מסוימת את מעבר הכלכלה העולמית ל"כלכלה חכמה". אחד היתרונות המרכזיים של המערכת הינה אבטחת המידע בה, זאת כתוצאה מכך שהמערכת הינה מבוזרת ואינה מבוססת על בסיס נתונים מרכזי. נציין כי בניגוד להנפקת המטבעות הדיגיטליים, תופעה שנויה במחלוקת (בשלב זה לפחות) אשר עתידה מעלה ספקות אצל מספר רב של אנשים², בנוגע לבלוקצ'יין קיימת תמימות דעים כי מדובר בעתיד של הכלכלה. חברות IBM ו-Oracle נכנסו גם הן לתחום זה בתקופה האחרונה, דבר המראה על חשיבותו העתידית של הבלוקצ'יין. ישראל נחשבת למדינה מובילה בתחום הבלוקצ'יין ופועלות בה לא מעט חברות, חלקן כמו Bancor או Stox אף יצאו בהנפקות מטבע בחודשים האחרונים וזכו לביקוש רב מצד משקיעים.

צורת הגיוס החדשה מושכת לא מעט ביקורת. אי חלוקת מניות בחברה והסתמכות על הצהרות בלבד מעמידות לא פעם בסימן שאלה גדול את מחויבות היזמים לביצוע הפרויקט לאחר גיוס הכסף. התרחקות הרגולטור מהתחום והיעדר מנגנוני מיסוי מסודרים אינם תורמים לצמיחת אפיק גיוס זה.

² לאחרונה מספר בכירים בכלכלה העולמית יצאו באופן פומבי כנגד התופעה. כך, מנכ"ל ג'יי פי מורגן כינה את התופעה כבועה וכהונאה שלא תיגמר בטוב, וורן באפט טען כי מדובר באחידות עיניים ופול קרוגמן (חתן פרס נובל לכלכלה) התריע כי הוא לא משוכנע שביטקוין יוכל להחליף כסף מסורתי.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

התחושה בשטח היא שפרויקטים רבים מגייסים כך יותר כסף ממה שהיו יכולים לגייס בשוק הרגיל, וכי אין התאמה בין הנחיצות והשימושיות של הפרויקט ליכולת שלו לגייס כסף.

כדאיות ה-ICO והיקפי התופעה

מנקודת מבט החברה מדובר בתהליך נוח ופשוט ביחס להנפקת הון מניות. בניגוד להנפקת מניות ראשונית (IPO) החברה אינה צריכה להיות בעלת פעילות כלשהיא על מנת לגייס כסף ואינה מחויבת למשקיעים מבחינת תשלום דיבידנד או נתינת זכויות הצבעה. מעבר לכך, החברה אינה נתונה לכל חוקים וגולטורים ואינה צריכה לצאת בתשקיף. באמצעות ICO, חברות אלמוניות יכולות לגייס כספים גדולים בזמן קצר, בעוד שבאמצעות IPO אותה החברה הייתה מצליחה לגייס סכום קטן אם בכלל (וזאת בתמורה לויתור על שיעור ניכר ממניות החברה).

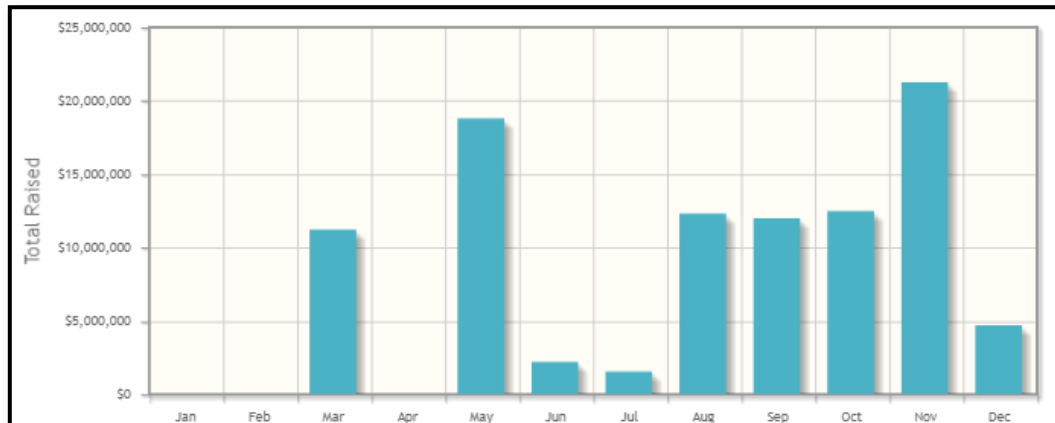
מנקודת מבט המשקיעים, השקעה במטבע דיגיטלי מהווה סיכון גדול. הצורך של אסימוני החברה אינו תמיד ברור ופעמים רבות גם הצלחת מיזם החברה לא בהכרח יתבטא בעליית ערך האסימון וברווח למשקיעים. עם זאת, רבים מהמשקיעים נכנסים לתחום בעקבות התקווה לתשואות גבוהות אותן ניתן להשיג בזמן קצר. מטבעות של סטארט-אפים שונים הניבו תשואה של מאות ואלפי אחוזים בתקופות של חודשים ספורים. התקווה היא שצמיחת המיזם תגביר את הדרישה לאסימונים — וערכם יעלה. ייתכן כי המשקיעים מקווים שהמטבעות הדיגיטליים הם העתיד והם אינם רוצים לפספס את ה"ביטקוין הבא".

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

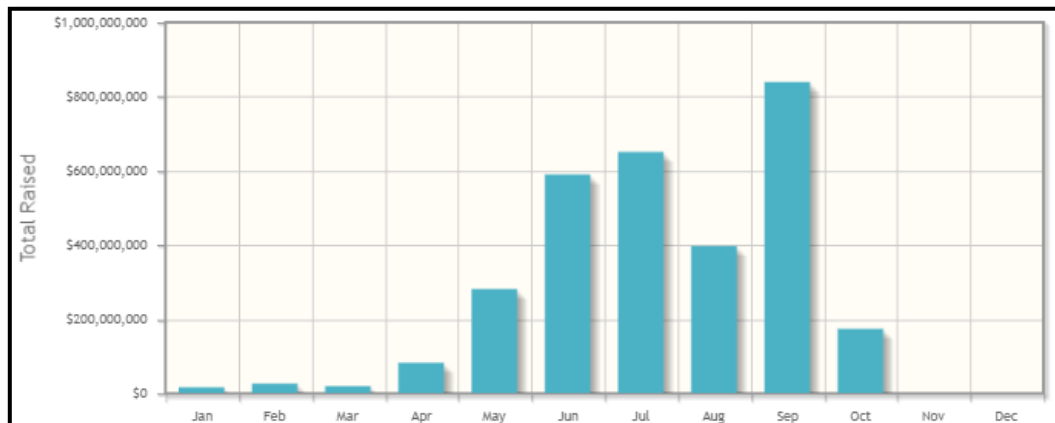
סה"כ הון שגויס מ-ICO's ב-2016³

(קנה מידה : 5-25 מיליון דולר)



סה"כ הון שגויס מ-ICO's ב-2017⁴

(קנה מידה : 200-1,000 מיליון דולר)



עדות נוספת לתפקיד המרכזי של הנפקת מטבעות ראשונית ככלי מימוני ניתן היה לראות באוגוסט 2017. חברת Kik Interactive הקנדית, בעלת שווי מוערך של כמיליארד דולר הנמצאת בשימוש על ידי 300 מיליון משתמשים גייסה כ-50 מיליון דולר במסגרת מכירה מוקדמת של ICO. עד הנפקה זו ה-ICO's בוצעו בעיקר על ידי חברות אלמוניות, ללא מוצר או משתמשים, אשר מתעסקות בעיקר

³ מתוך Coinschedule.com

⁴ מתוך Coinschedule.com

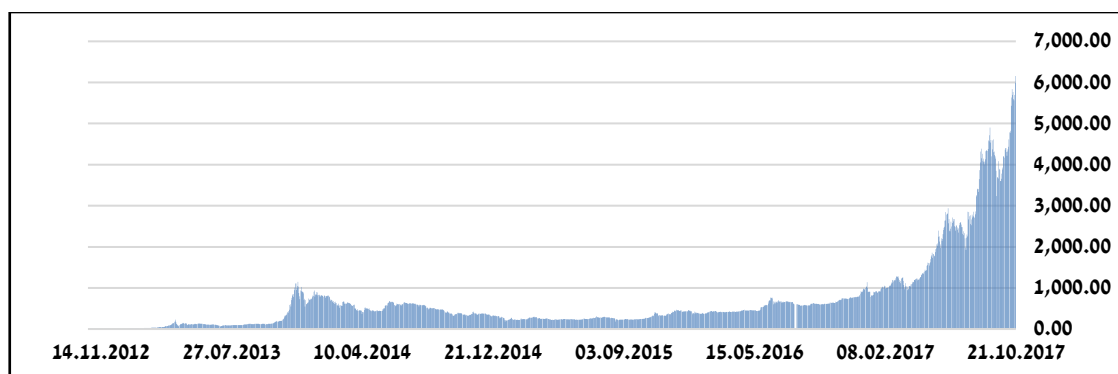
תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

ביישומים שונים של בלוקצ'יין. הנפקת מטבעות דיגיטליים על ידי חברה בעלת פעילות ושווי יחסית גבוה מהווה התקדמות של כלי זה ככלי מימוני.

יש לציין כי גיוסי ICO מתבצעים משנת 2013, אך היקפם עלה משמעותית החל מסוף שנת 2016. לשם השוואה לתקופה הנוכחית, בכל אחת מהשנים 2015 ו-2014 הגיוסים עמדו על פחות מ-5 מיליון דולר לכל אחת מהשנים. אחת הסיבות המרכזיות לעלייתה של תופעה זו נובעת מזינוק בערכו של מטבע הביטקוין. הגרף הבא מציג את שווי הביטקוין לדולר ב-5 השנים האחרונות. ניתן לראות בגרף את הזינוק המשמעותי שחלק בתחילת 2017 בערכו של המטבע.

תרשים ביטקוין/דולר⁵



מטבעות דיגיטליים - רקע

מטבע דיגיטלי הוא קובץ דיגיטלי ייחודי המכיל מידע כגון: סוג, ערך, כמות ושייכות. מטבע זה מיועד לשימוש ישירות בין אנשים וללא: תיווך, מסלקה, גבולות גיאוגרפיים או פוליטיים. מטבע דיגיטלי אינו נשלט או מונפק ע"י ישות מרכזית דוגמת מדינה ואין עליו בעלות יחידה. מעבר לכך, המערכת המשמשת את המטבע שקופה לחלוטין (קוד פתוח) וניתנת לבחינה על ידי כל אדם. אחד מיתרונותיו המרכזיים של המטבע הדיגיטלי הוא שהעברתו בין אנשים אינה כרוכה בעמלות (לעיתים מזעריות בלבד). בשנת 2009, הונפק המטבע הדיגיטלי הראשון – הביטקוין. כיום, שווי של ביטקוין אחד עומד על מעל ל-5500 דולר, כאשר במאי 2010 ניתן היה לרכוש ביטקוין אחד תמורת 0.003 דולר בלבד.

⁵ מתוך Investing.com.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

הביטקוין והמטבעות הדיגיטליים החדשים מהווים אתגר גדול למוסדות התקינה החשבונאית. **מצד המשקיע**, אין כל ספק כי, מדובר בנכס חשבונאי. הסיבה לכך היא שהאחזקה בו מקנה הטבות כלכליות עתידיות חזויות, זאת בשל היכולת למכור אותו, להמירו למטבעות סטנדרטיים או להשתמש בו כאמצעי תשלום (במקרה של הביטקוין). עם זאת, נשאלת השאלה מהי זהותו החשבונאית. האם מדובר בנכס מוחשי, נכס פיננסי או נכס בלתי מוחשי? מדובר בשאלה משמעותית, שכן אופן הטיפול החשבונאי במטבעות הדיגיטליים ינבע מסיווג זהותם החשבונאית. היות והמטבעות הדיגיטליים אינם הילך חוקי ואינם מגובים ע"י מדינה לא ניתן להכיר בהם כמזומן מבחינת החשבונאות, וכתוצאה מכך גם לא מדובר בנכס פיננסי. התייחסות אל מטבעות אלו כמלאי או כנכס בלתי מוחשי אינם תואמים את תכונותיהם ואת אופי השימוש בהם. כיום, התקינה החשבונאית אינה ערוכה להתמודדות עם התופעה, ככל שהשימוש במטבעות הדיגיטליים יגבר כך מוסדות התקינה יאלצו להכריע כי מדובר במטבע או לתפור מודל חשבונאי שתוצאתו דומה. **מצד החברה המנפיקה** – קיים חוסר בהירות כיצד לרשום את הכספים שגויסו: האם מדובר בהכנסה מיידית או עתידית או שמא מדובר בהנפקת הון.

ככל שימשיכו ויגדלו היקפי ה-ICO יהיה צורך לבחון סוגיות כלכליות לעניין שווי ההוגן של מניות החברות הנ"ל ושווי כלכלי של הון. על פניו לא קיים שווי הוגן למסחר ב-ICO של חברה ספציפית ובהתאם למצוין לעיל, בעת הערכת שווי, יתכן ויהיה צורך לנכות מההון שגויס באמצעות ה-ICO. הנושא ייהפך מרכזי יותר ככל שחברות מבוססות ירחיבו את היקף גיוס ההון באמצעות ה-ICO יהיה צורך להעניק מענה לסוגיה.

הזווית הרגולטורית

על פי חוק ני"ע, נייר ערך מוגדר כתעודות המונפקות בסדרות על-ידי חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר ומקנות זכות חברות או השתתפות בהם או תביעה מהם, ותעודות המקנות זכות 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:

- (1) הם אינם מקנים זכות השתתפות או חברות בתאגיד ואינם ניתנים להמרה או למימוש בניירות ערך המקנים זכות כאמור;
- (2) הם מונפקים לפי חיקוק מיוחד;

ההנפקות של מטבעות דיגיטליים מעניינות ומהוות אתגר לרגולציה הנוכחית בעולם, שהרי הן מאפשרות לכאורה לעקוף את מערכת הפיקוח הנוכחית לגיוסי הון בבנקים ובבורסה. בהנפקה מטבע דיגיטלי אחוז מסוים של ה"כסף" הזה נמכר למשקיעים תמורת זכויות מסוימות במוצר שמפותח, ומתוך ציפייה כי ערכו של המטבע יעלה וניתן יהיה לסחור בו. כפי שראינו גם קודם לכן, תופעת

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

ההנפקות של ICO's מתפתחת במהירות. הנפקות אלה עוסקות במטבע שאינו מוכר כהלך חוקי ברוב המדינות, ולא בנייר ערך, אבל עם תכונות שחלקן מזכיר מאוד הנפקת מניות.

לאחרונה, מספר גופי רגולציה ברחבי העולם החלו לנקוט עמדות כלפי הנפקות אלו. הראשונה להגיב הייתה סין אשר בתחילת ספטמבר הודיעה על איסור ביצוע הנפקות מטבע (ICO's). סין לקחה את האיסור צעד קדימה בכך שהודיעה על איסור גורף של קנייה ומכירה של מטבעות דיגיטליים במדינה. אל סין הצטרפה דרום קוריאה, אשר אסרה גם היא על ICO's. יתרה מזאת, ה-SEC האמריקאי אשר תחילה הסתפק באזהרות בלבד, הגיש לאחרונה כתבי אישום נגד איש עסקים ושתי חברות בחשד להונאה בהנפקת ICO. גם המקביל השוויצרי (FIMNA) פתח בחקירות כנגד 11 מקרים חשודים של הנפקות מסוג זה. בישראל, רשות ני"ע לא נותרה אדישה לתופעה והודיעה על הקמת ועדה לבחינת הצורך באסדרת הנפקות מטבעות דיגיטליים. נראה שהנפקות של מטבעות דיגיטליים הולכות לתפוס נפח מפעילותם של משקיעים רבים, והן מהוות היום אתגר לכלל הרגולטורים בעולם. לאחרונה, יו"ר ה-SEC לשעבר אמר כי להערכתו הרשות אינה ערוכה לטפל בכל נושא מטבעות הדיגיטליים וכי יש לה, יש יותר מדי בלאגנים אחרים על הראש והיא לא צריכה את גם את הצרה הזו.

ציטוט מתוך אתר רויטרס :

"I think the tendency of the Commission has been to stay away from bitcoin. They have too many other issues that they are dealing with now that they don't want to take on something as complex from a regulatory point of view as bitcoin is."

תכנית בחשבוונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

שאלות ונושאים נוספים לדיון

1. שינוי כללי המשחק בעולם הפיננסי והעסקי: האם הכלים והתפיסות הקיימים כמו בתחום הרגולציה והחשבוונאות מתאימים לטיפול בתופעה מסוג זה?
2. האם מטבע דיגיטלי הוא ני"ע בהתאם לחקיקה הקיימת? במידה ולא, מהם? האם יש צורך בהרחבת ההגדרה של ני"ע?
3. האם לגופי הרגולציה בעולם קיימת היכולת להתמודד עם התופעה?
4. מבחינה חשבונאית (מצד המנפיק), האם מדובר בהתחייבות או בהון?
5. כיצד מבחינה חשבונאית יש להתמודד עם צד המשקיע?
6. מצד המנפיק – האם מבחינה חשבונאית מדובר בהתחייבות או הון? האם מדובר בהכנסה?
7. עד כמה כניסת רגולציה לתחום תצמצם את נפח ההנפקות?
8. מהן ההשלכות המס של תופעת ה-ICO's?