

סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 04/04/22

נושא המפגש: קריפטו בשוק ההון: האם השקעה של חברות ציבוריות ושל גופים מוסדיים במטבעות קריפטוגרפיים היא לגיטימית?

קישור לחומר הרקע למפגש: [לחץ כאן](#)

קישור לרשימת המשתתפים: [לחץ כאן](#)

צוות מקצועי:

נתנאל חכמי לוי, עמית הראל, מיכל ילין, מאיה ברנבוים

שלומי שוב

בוקר טוב, אנו עוסקים הבוקר בנושא הלגיטימיות של השקעות כסף ציבורי בקריפטו וחייב להגיד ששמח שבחרנו את הנושא לאור העניין הרב שמעורר הדיון שלנו ורואים את ההיענות. לפני 4.5 שנים עסקנו בפורום בנושא הביטקוין, טכנולוגיית הבלוקצ'יין ושאלת הטוקנים כנייר ערך כשהנושא היה יחסית טרי וחדש – לפחות לנו - אבל היו הרבה התפתחויות מאז. עסקנו בשנה שעברה בהרחבה בנושא של ה-CBDC והיו כאן בכירי בנק ישראל – אבל אני חייב להגיד שככל שהתעמקתי יותר בהשלכות של הנושא הבנתי שלא כל כך מהר הבנקים המרכזיים ילכו על זה. זה שינוי טקטוני ולא טכני ובכל מקרה ישראל בטוח לא תהיה בעניין הזה הראשונה. אגב, ביידן הוציא באחרונה צו נשיאותי בנושא, שחלקים ממנו ודאי הושפעו מהמלחמה באוקראינה, אבל זה נראה כרגע עדיין א-מורפי.

התחום של הקריפטו לא מפסיק להתפתח וראינו שהמלחמה באוקראינה חידדה את האלטרנטיבה שהקריפטו מאפשר כחלופה להעברת כסף, לרבות תחליף ל-SWIFT שהפך להיות מטבע לשון פופולרי וסגרת היום בתקשורת בעקבות הסנקציות על רוסיה. כמו כן, ראינו בשבוע האחרון את בנק לאומי יוצא שיווקית עם הנושא של השקעות בקריפטו שזה גם לא צעד טריוויאלי ובעצמו מייצר סוג של לגיטימיות לתחום. בכל מקרה, לא נראה לי שניתן להתעלם משוק שכבר היום חצה את רף ה-2

טריליון דולר בעולם ועף בקצב מסחרר. אבל במקביל, גם אם אי אפשר להתעלם מכך הרוב המוחלט של השוק הזה, לא מגיע מהמשקיעים המוסדיים למיניהם ויש הרבה סקפטיות לנושא בקרב גורמים רשמיים. אגב, אם אני זוכר נכון פרופ' קרוגמן אפילו השווה את הקריפטו לסאב פריים של 2008. ממה שאנחנו מבינים גם עמדת רשות שוק ההון בישראל מאד סקפטית – אם אני זוכר נכון אלטשולר ביצעו לא מזמן השקעה דרך תעודות הסל וקיבלו מיד מכתב נזיפה..

השאלה המרכזית ואנחנו פורום שווי הוגן נוגעת באמת לרציונל השווי של המטבעות הללו, שמתחדד עוד יותר לאור התנודתיות הרבה. הרי בד"כ אין כאן תזרים או נכס בסיס שאנחנו יודעים ממש להצביע עליו ואולי בכלל, כפי שנראה היום בדיון, כל ההסתכלות הזאת לא נכונה ונובעת מקיבעון שלנו.

נהוג להתייחס לביטקוין כזהב דיגיטלי שהרי גם כאן ההיצע מוגבל ונדרשת השקעה בכדי לכרות אותו וגם המחיר שלו נקבע לפי ביקוש והיצע. אבל גם התייחסות זאת היא לא טריוויאלית לאור הקורלציה שראינו בשני המשברים האחרונים - הקורונה והמלחמה באוקראינה – הביטקוין היה קרוב יותר לשוקי המניות ולא דווקא כעסקת הגנה כמו הזהב. אבל יכול להיות שזה נובע מחוסר בשלות של השוק עדיין. אגב, אילן גילדין מרשות ניירות ערך הפנה אותי לנתון מעניין שגם התייחסנו אליו בחומר הרקע שהפצנו לקראת הדיון לפיו נכון לתום 2021 הקורלציה בין הביטקוין ל-S&P 500 עמדה על 0.75. אנחנו מבינים שלא מדובר עדיין בהכרח בשוק בשל ויש עדיין חשש ממניפולציות שזה גם אלמנט שאני מניח שיעלה לפנינו היום.

שאלה חשובה נוספת שעומדת בבסיס הדיון היום ורלבנטית בעיקר לביטקוין היא האם מדובר בכלל במטבע ולא כנכס השקעה. אנחנו רואים יותר ויותר גופים שמוכנים לקבל תשלום בביטקוין ולא במניות למשל. זה כבר משהו יותר חזק מהשקעה, אבל השאלה היכן יגיע השלב שבו זה כבר במהות מטבע – ובהקשר זה לא בהכרח נכון לחכות להכרה רשמית של המדינות המובילות.

חשוב להגיד גם שאין בישראל ממש סנכרון בין כל הרגולטורים – מצד אחד יש ציפייה לתשלום מס על כל מכירה או המרה של קריפטו ומצד שני יש עדיין קושי להכניס את הכסף לבנק ואנחנו יודעים שרשות המיסים גובה מס בשקלים... ואני מבין מאנשי רשות המיסים שגם הם עובדים על הנושא. מעבר לדיון שלנו היום שמתרכז בהשקעה הציבורית, יש כאן שאלה חשובה ברמת הכלכלה מאקרו של המדינה כמובילה טכנולוגית. לשאלה הבסיסית הזאת יש גם הרבה נגזרות – כמו היכן עובר הגבול בין ההשקעה עצמה לבין עצם יצירת הפלטפורמה – יושבים כאן היום המנכלים של סילבר שזה בית השקעות לקריפטו ושל הורייזון שזאת חברת בת של אלטשולר שחם שמייצגת פלטפורמת השקעה בקריפטו. מניח שהגופים האלה מחכים עדיין לרישיון של רשות שוק ההון. חברה ציבורית נוספת שנמצאת כאן היא טקטונה (שאמיר קצת מכיר את המנכל שלה) שגם עוסקת בתחום. השאלה גם מי הרגולטור הרלבנטי - לכאורה רשות נייע ואין כאן בדיוק משהו מסודר לגבי חלוקת הסמכויות בין הרגולטורים.

בסופו של יום, צריך להבין שהבלוקצ'יין מייצר ביזור באמצעות פיקוח מתמטי שיש עליו קונצנזוס וזאת האמינות שלו. ולא נראה לי שזה משהו שניתן להתעלם ממנו. גם אם יש כאן איום על הבנקים המרכזיים, כנראה שלא תהיה ברירה במוקדם או במאוחר לרגולטורים להתאים את עצמם ללגיטימיות שלו. לכך מתווסף כל עולם המימון המבוזר (DeFi) שדווקא שם לאור קיום של הגיבוי באמצעות ה-STABLE COINS הבעיה המרכזית היא לכאורה לא הערך הפנימי/נכס הבסיס, למרות שגם שם עולה שאלה לגבי נאותות הגיבוי הזה, אלא חוסר היכולת לאכוף את כללי הלבנת ההון למיניהם, לאור בעיית הזיהוי. ובכלל עם כל הכבוד לדיון שלנו כאן היום, מעבר לשאלת הקריפטו כנכס השקעה או גידור, צריך להבין שהבלוקצ'יין הוא פלטפורמה מבוזרת של חוזים חכמים אשר מייצרת את התשתית למטהוורס פתוח- העולם הווירטואלי העתידי בדומה למהפכת האינטרנט. ולשימושי קצה אחרים – בהמשך נשמע גם בהקשר זה את רוני שוקן.

ואני לא יכול לסיים את דברי הפתיחה שלי בלי להתייחס לחשבונאות ולדעתי המצב בה דיי מייצג את היחס של הרגולציה לתחום הקריפטו שהיא מאד בעייתית. זה נובע מכך שאין לנו אפילו תקן חשבונאי שמסתכל על התמונה המלאה לגבי נכסי השקעה. לגבי הביטקוין כל עוד הוא לא מוכר כמטבע נוצר מצב הזוי שבסיס המדידה הראשי שלו הוא עלות. ובכלל הגישה החשבונאית מאד שמרנית לגבי מטבעות הקריפטו. שימו לב לפרסום האחרון של ה-SEC מלפני מספר ימים – SAB 121 שרלבנטי לפלטפורמות שמעניקות ללקוחות לבצע עסקאות בקריפטו ומחייב אותן לרשום במאזן נכס והתחייבות בשווי הוגן.

זה ניפוח מאזני שהוא לא נכון לדעתי בכלל לפי התיאוריה החשבונאית. למשל, חברה כמו אי טורו תצטרך לנפח את המאזן שלה ויכולות להיות לכך השלכות של הקצאת לסיכון כנגד הקאסטודי וכיוצא"ב. יהיה מעניין לראות למשל כיצד Coinbase שזאת הבורסה הגדולה בארה"ב לתחום יתמודדו עם הנושא הזה בדוחות הכספיים הקרובים שלהם הרי הם גם בורסה גם מספקים קאסטודי וגם כפופים ל-SEC.

אתם יודעים, נתתי פעם את הנושא של הקאסטודי כשאלה במבחן לסטודנטים שלי בקורס תיאוריה חשבונאית והתשובה הנכונה והברורה – לפחות ככה המרצה חשב - הייתה שלא צריך לרשום כי זה נכס של הלקוח. הרי הנושים של החברות לא יכולים לגעת בו וכל ההחלטות הן של הלקוח. זה כמו עורך דין שירשום במאזן שלו את הנכסים בנאמנות שהוא מנהל רק בטענה שהוא יכול לגנוב ולמעול. אין ספק שזה יקל על הרגולטורים להקשות..

גם הבורסות שקיימות בארץ בתחום כמו BIT2c שנציגיה יושבים כאן יכולה להיות מושפעת, אם כי ממה שאני מבין אתם מיישמים תקינה ישראלית, כך שיש יותר חופש לצאת מזה. אגב, אם תרצו, אני מוכן לתת לכם חווי"ד לפי IFRS שזה לא נכון. אבל מניח שה-SEC ככל שתצטרכו לא יקבלו אותה.

נמצא איתנו כאן היום ד"ר משנה ברקת, הממונה על שוק ההון וגם נציגים בכירים של הרגולטורים הפיננסיים הרלבנטיים לסוגיה, נמצאים כאן נציגים של תעשיית הקריפטו. היו קצת התפתחויות בנושא הרגולציה בעיקר מצד הפיקוח על הבנקים, אבל כמו שאני מתאר לעצמי שנבין במהלך הדיון שהדרך ללגיטימיות עוד ארוכה. לעיתים העיתונות נוטה לייחס להוראה כזאת או אחרת משמעות רבה יותר מאשר קיימת באמת כאשר קוראים את על האותיות הקטנות שכתובות בה. יש גם ועדה של רשות ני"ע בנושא נכסים דיגיטליים שאילן גילדין שנמצא כאן עומד בראשה, אבל הנקודה המרכזית כפי שאמרתי היא הקוהרנטיות בין כל הרגולטורים ואנחנו מבנים שמשרד האוצר מוביל היום את הנושא ואין ספק שזה קריטי ואני שמח שנציגי מלשכת שר האוצר הגיעו הבוקר לשמוע את הדיון שלנו.

אמיר ברנע

אני מבין ששאלת לגיטימיות ההשקעה בקריפטו למוסדיים היא שאלת המפגש אך לשאלה זו כבר ניתנה תשובה. אין מנוס ממתן לגיטימיות, הרכבת יצאה מהתחנה. השאלה היא רק באילו תנאים יתנו את הלגיטימיות הזו ואני מניח שמשנה (ברקת) ינסח תנאים לרכישה כולל אולי שילוב הבנקים. זהו אגב פרדוקס, אותה מערכת של קריפטו שבאה לעקוף את המערכת הבנקאית עוד מעט תסתמך על המערכת הבנקאית. אני מניח שבגלל שהנושא שלנו הוא הנושא המוסדי בהקשר לניהול כספי עמיתים, אני קודם כל אדבר עליו ולא על כל נושאי הקריפטו הקשורים לארנק הדיגיטלי ולבטחון ההשקעה ברמת המשקיע הבודד. נניח ששלב ההיתר מאחורינו ומותר לגוף שמנהל כספי עמיתים להשקיע בהשקעות קריפטו במישורין או בעקיפין (דרך ני"ע צמודי קריפטו). מתאר דיון בוועדת השקעות בגוף מוסדי. הנהלה של הגוף המוסדי פונה לוועדת ההשקעות ומבקשת אישור להשקיע אחוז מסוים מכספי העמיתים בנכסי קריפטו. אנחנו כוועדת ההשקעות אשר לא מורכבת רק מצעירים אלא מדובר בוועדה של אנשים ותיקים ולהם קיים איזושהו קבעון איך בוחנים השקעה כזאת. לפי גישתם ישנן כיום שתי סיבות להשקיע בנכס פיננסי. הראשונה היא כי הנכס הפיננסי מגדר סיכונים. אם היו מוכיחים שמקדם המתאם בין השקעה בקריפטו לבין השקעות בשוקי ההון הוא נמוך מאוד ואף שלילי כך שהוא מגדר סיכונים. אבל כפי שאתה ציינת שלומי, המקדם הוא 0.75, כלומר הקריפטו עולה כשהשוק העולה ויורד כשהשוק יורד. במילים אחרות היכולות שלו לגדר סיכונים לפחות לפי נתוני השנה האחרונה, הם נמוכים מאוד. ישנם נכסים הרבה יותר מוצלחים להגשים גידור. נשאר רק הנימוק השני מדוע להשקיע בקריפטו וזה הערך. עכשיו הערך, בוא נקנה בהזדמנות כשהערך שלו נמוך מערך שלפי דעתנו יהיה לקריפטו בעוד חודשיים שלושה. עכשיו פה יש לנו בעיה כי לאותם הוותיקים שיושבים בוועדת ההשקעות יש את המושגים המיושנים לפיהם ערך נקבע על פי תזרים. יש עדיין כאלה שחושבים שהערך הוא איזושהו היוון של תזרים. כנראה גישה מיושנת שכבר לא רלוונטית כיום. היום הערך כנראה נקבע מדברים אחרים, מדברים שאיננו יודעים בדיוק מה הם ואז יש לנו משימה איך להסביר לוועדת ההשקעות שהשקעה בקריפטו בעיתוי נוכחי היא כזאת. עכשיו דורש משה (ברקת) ובצדק שכל ועדת השקעות כזאת שמבצעת השקעה גם כשהיא באחוז שאינו גבוה, תהיה מגובה בדוקומנטציה

מתאימה. מה הדוקומנטציה המתאימה שתראה כי כדאי להשקיע בקריפטו היום? איזו דוקומנטציה? איזה דיון יהיה פה? אני רוצה למצוא איזושהי ניירת שמגבה את ההחלטה של ועדת ההשקעות, הרי מדובר בכספי עמיתים. זה לא נוסטרו שכפוף להחלטות ההנהלה. פה מדובר בכספי עמיתים וזו בעיה איך? זה מוזר האם זה כמו זהב? איך נעריך שווי? אפשר אולי לומר ששווי של נכס קריפטו נקבע לפי ביקוש והיצע אבל לא מספיק להגיד ביקוש והיצע, אלא יש לפרט מה עומד מאחורי הביקוש? מה עומד מאחורי ההיצע? אמנם ההיצע של הקריפטו מוגבל אבל יש כמה מטבעות. איך בוחרים בין סל המטבעות? מטבע א' או ב' או ג'. אבל מה הביקוש? לפי מה הוא נקבע? מה קובע בעצם? חשבתי שאנשים חושבים שאולי ערך הקריפטו יעלה במצבי משבר אבל היה מתקבל מקדם מתאם נמוך לשוק ההון ולא מקדם מתאם גבוה. אולי הדיון כאן יבוא וייתן לנו איזושהו רקע כלכלי לוועדת השקעות לבוא ולהגיד שהניתוח של הביקוש וההיצע שלנו הוא כזה שההשקעה היא כדאית בעיתוי מסוים. ללא יכולת להסביר יש בעיה. לצערי אין לי שום בסיס קונספטואלי מתודולוגי לבוא ולהגיד איך להעריך שווי. לגוף מוסדי שמנוהל לפי ועדת השקעות כמו שמשה (ברקת) דורש ממוסדים אשר מנהלים כספי עמיתים. לא מספיק להגיד שאנחנו מרגישים שזה עיתוי טוב. מה זה מרגישים? הרי לא מודדים את זה עם מדחום? אני לא מדבר פה על פיאת דיגיטלי של הבנק המרכזי אתם הזכרתם את זה וזה לא רלוונטי לדיון שלנו. הפיאת דיגיטלי משיג את היתרון היחיד הכלכלי שעליו מצביעים תומכי המטבעות האלה וזה ההוזלה של הסליקה. כלומר הקריפטו עוקף את המערכת הבנקאית, המערכת המתווכת יוצר קשר ישיר בין הקונה והמוכר ואולי מוזיל את עלויות הסליקה, את עלויות הקניה והמכירה אבל אלמנט זה מוגשם בשקל דיגיטלי של הבנק המרכזי. אולי דרך ה- Defi של העסקה עצמה כאשר תוקם מערכת אשראי. זה עולם משתנה. אולי גם ימצאו השימושים שיהיה אפשר לכמת בהם ולבנות איזושהו מודל מסודר שמעריך שווי. מקווה לשמוע מכם רעיונות איך להעריך שווי, אני מצפה לשמוע איזושהו ניתוח כלכלי שבעצם ינחה גוף מוסדי לגבי עיתוי רכישת קריפטו. תשמעו סיפור: אתמול כשישבתי להכין את הדיון אמרתי הפעם לפני שאני מכין את ההרצאה נראה היה איזה סרט בנטפליקס שמתייחס בדיוק לשאלה הזו סרט מתח ואני מציע לכל אחד ואחת שחוזר הביתה לפתוח את הנטפליקס ולראות את הסרט שמדבר על ההונאה בקריפטו שהייתה בקנדה בכמה מאות מיליוני דולרים. אחרי שראיתי את הסרט הזה אני אומר לעצמי רגע זו המערכת שמציעים לנו? אמנם גם במערכת שלנו יש סטיות אבל במקרה הזה קיימת חשיפה מוגברת להאקרים והנושא של הקוד שצריך לזכור בין 30 ל-40 ספרות מפני שאם אתה שוכח ספרה אחת אבד הכסף. הארנק שלי הצטמק אם שכחתי איזה מספר או מה קורה אם מישהו נעלם או נפטר והקוד נמצא אצלו. רבותי אני מהדור שלי מקווה לשמוע את הדור הצעיר שיבוא ויסביר לי מדוע העולם של המטבעות החלפות או השימוש בכסף הקריפטו משנה את העולם עם כל הדגשים האלה, בוא נשמע איך.

משה ברקת

טוב אז קודם כול שלום לכולם. היות והנושא הזה חדש ולוהט, כמו כל נושא חדש וחדשני זה מאוד טבעי שיש הרבה אינפורמציה והרבה דיסאינפורמציה, ויש כל כך הרבה סוגיות רגולטוריות והיבטים

מגוונים ומורכבים לנושא הזה שצריך לדעת ממה להתחיל. אני בתוך העולמות האלה, של הבלוקצ'יין, משנת 2017, כולל הכרות עם ICO ונסיון להקמת בורסה בתחום של ייצוג דיגיטלי של נדל"ן, אז אני מעריך שאני מכיר טוב את העולם הזה. אני גם חושב שתעשיית הבלוקצ'יין היא תעשייה שהולכת לצמוח בצורה פראית ואני מאמין לקאת'י וודס שאומרת, שהיום התעשייה הזאת של הבלוקצ'יין היא בסדר גודל של אחד וחצי טריליון דולר, ושלהערכתה בשנת אלפיים שלושים היא תהיה בסדר גודל של חמישים טריליון דולר, ואפילו לדעתי היא מעריכה זאת שמרנית. לשם השוואה, היא מעריכה שתחום האינטליגנציה המלאכותית, שהיום סדר הגודל שלו הוא כ-10 טריליון דולר, ושיגיע למאה טריליון דולר תוך פרק זמן דומה, כלומר- הבלוקצ'יין צפוי לצמוח בקצבים גבוהים משמעותית. לדעתי, ה אית'ריום כפלטפורמה הוא אירוע משמעותי מאד בשל היכולת לפתח עליו חוזים חכמים והיבטים פיננסיים מתקדמים נוספים. כמו כן, תחום ה-NFT לדעתי לא ישאר בתחום של האומנות בלבד, זו תעשייה שהולכת להיות גדולה ותשנה עולם, אבל השאלה איך הדברים האלה ישתנו. הישיבה זומנה היום בנושא השקעות פנסיוניות בקריפטו. קודם כל הקריפטו בכלל הוא עולם מגוון, יש הרבה מאוד שמתבלבלים ורואים את הקריפטו כמקשה אחת. כך לדוגמא, אני שומע קולות שאומרים שצריך שיהיה מפקח ייעודי על קריפטו. מה זה בעצם מפקח על קריפטו בנפרד ממפקח פיננסי על הפעילויות שמתבצעות בו? זה כמו להגיד שצריך שיהיה מפקח של "Online Banking" ושהוא לא המפקח על הבנקים אלא מפקח נפרד. אלה דברים שמגיעים בעיני לרמות של אבסורד. העולם הזה, של הבלוקצ'יין, הוא עולם שבסופו של דבר מקיים הרבה פעילויות פיננסיות עם היבטים שונים, ולכן באופן טבעי כמו שהעולם הפיננסי המסורתי כיום מחולק לרגולטורים- ניירות ערך, ביטוח, בנקאות, מיסוי, סביר להניח שהעולם הזה גם כן יתחלק בין הרגולטורים השונים. יש טענות שישראל נמצאת בפיגור בתחום, אבל מסתבר שדווקא ישראל נמצאת במקום די טוב מבחינת התיחסות הרגולציה לכל העולם של מטבעות וירטואלים. היא אחת הראשונות בעולם שפרסמה חקיקה יעודית על קריפטו, כבר בשנת 2017, ובהמשך הוציאה נוהל רישוי יעודי לנותני שרותים בנכסים פיננסיים מסוג מטבעות וירטואלים כבר ב-2019. אין הרבה מדינות שכבר עשו פעולות כאלה או דומות להן. מה התוצאה של רגולציה זו? זה נושא מאוד מעניין אבל זה לא ממש הנושא שלנו להיום. בנוסף, בתוך העולם הזה שיש לו הרבה מאוד פוטנציאל יש גם סוגיות לא פתורות מבחינה רגולטורית, ואפילו סוגיות שחלק מהרגולטורים בעולם הגדירו אותן כדבר שאי אפשר אפילו לפקח עליו, וגם יש שאלות רחבות נלוות- למשל, האם כל דבר צריך פיקוח ורגולציה? אם כבר מדברים על חוק שרותים פיננסיים מוסדרים, זה החוק מ-2017 שמתיחס לנותני שרות במטבעות וירטואלים, במסגרת אותו חוק הכניסו בישראל לחובת רישוי הרבה מאד צ'יינג'ים. "להכניס אותם לתוך רגולציה פיננסית במסגרת רישוי פיננסי מלא זה עודף רגולציה, אבל זו סוגיה אחרת נשים אותה בצד. בנוסף, לא כל עולם צריך רגולציה. למשל, בארה"ב יש הרבה מאוד פעילויות חוץ בנקאיות שנעשות שם, ולא הכול נמצא שם תחת רגולציה. אבל ניח שאנחנו רוצים רגולציה, זה טוב, זה בסדר, אנחנו חושבים שרגולציה מסדרת הרבה דברים ובסה"כ יש אלמנטים מאוד חיוביים לרגולציה אבל לא בטוח שהכול צריך להיות תחת רגולציה. אני גם חושב שרגולציה יכולה לקדם מהלכים, ואז השאלה שוב

היא איך מסתדרים מול הרגולציה. בנושא של הבלוקצייין, יש שאלה איך מפרידים בין עולמות של טכנולוגיה לבין עולמות של הנכסים הפיננסיים עצמם- המטבעות הוירטואליים, וזה גם ישר מעלה את השאלה האם זה נכס, האם מטבע, האם סחורה - שואלים כל מיני שאלות כדי להבין איך להסתכל על זה. צריך להבין שכאשר יש פעילויות מהסוג הזה שהן חדשניות וטכנולוגיות יש להם עוד כל מיני מאפיינים אחרים. אז יש גם אלמנטים לא לגיטימיים - אני יכול לומר לכם שמתוך רוב בקשות הרישיון שהוגשו לרשות שוק ההון בתחום הקריפטו, אחוז מאוד ניכר מהבקשות שקיבלנו היו מאת גורמים שזיהינו אותם כלא לגיטימיים, לא מפתיע שגם בתחום הקריפטו יש גורמים לא לגיטימיים שמנסים לנצל את התעשייה הזו כדי לעקוף את שומרי הסף של המערכת הפיננסית המסורתית, כדי לעשות עסקאות ופעילויות אסורות. זו בעיה, בכלל יש שאלות על רמת הציות בתוך העולם הזה, בהיבטי הלבנת הון ושמירה על נכסי הלקוחות והנושא של הפרטיות וסייבר הוא גם חשוב, ויש גם את סוגיית האנרגיה שצורכים בתוך העולם של כריית ביטקוין. רק לאחרונה קראתי שמנסים עכשיו להשתמש בטכנולוגיות חדשניות בכרייה של ביטקוין, כדי להפחית זיהום. באמת זה דבר שאתם חושבים שאפשר לאכוף? במיוחד כאשר יש תמריץ כלכלי כל כך גבוה - כולם ישתמשו באמת באנרגיות מתחדשות לכרייה? הבעיה הזו גם קיימת. כאמור הנושא שלנו היום הוא אחר. אני חושב שבהתייחס לעולם ההשקעות אמיר (ברנע) אמר פה את האמירה הבסיסית- כשקונים נכס פיננסי בצורה לא ספקולטיבית, צריך להבין איך מעריכים אותו כדי לקבוע שווי פנימי לעומת שווי שוק. לפני חצי שנה בערך, באוגוסט 21, בעקבות רכישת ביטקוין על ידי גוף מוסדי לתיקי הפנסיה, רשות שוק ההון פנתה למנהלי הפנסיה במכתב בו ציינה כי נכסים ספקולטיביים אשר אין אפשרות מתודולוגית לקבוע להם ערך פנימי אינם מתאימים לתיק פנסיה. הרשות רואה בביטקוין נכס כזה, אך לא בכלל תעשיית הקריפטו. אמרנו רבותי השקעות ספקולטיביות בעיקר כאשר אני לא יכול להצביע על הנימוקים זו לא השקעה שמתאימה לתיק השקעות פנסיוניות, בהבחנה מהשקעות בחברות וטכנולוגיות בלוקצייין. לאור הדיון היום, אני חושב שאם אמיר (ברנע) לא יודע להעריך את הביטקוין, אז אני לא יודע מי יודע להעריך אותו... הפעילות של הרשות דומה למה שקרה במרץ השנה בארה"ב- רק לפני חודש פרסם בארצות הברית ה- "Department of Labor" שמפקח על תכניות הפנסיה, מכתב לכל גופי הפנסיה ובעיקר לתוכניות ה-K401 אזהרה דומה למה שהרשות פרסמה לפני חצי שנה, וקבע כי צריך לבחון בזהירות מוגברת השקעה של נכסי פנסיה בקריפטו, בשל סוגיות תמחור וכן בשל היבטים של סיכונים תפעוליים. אני לא חושב שמה שגורם לנכסים האלו לא להתאים זה בהכרח הסיכונים התפעוליים, כי כמו שאמיר (ברנע) אמר תמצא דרך לטפל בסיכונים הללו. להערכת, לאור היבטי מערכות המידע, ועד כמה שזה יכול להישמע אבסורד, ניכר שרואים פה תנועה מצד המערכת הבנקאית, כלומר, דווקא המערכת הבנקאית היא זו שתיתן את הלגיטימציה הכי גדולה לתחום. גם גופים מוסדיים יתנו בו שרותים וכך הלאה. לסיכון התפעולי ימצא פתרון, אבל אני לא בטוח שיש פתרון לעניין הבסיסי של התמחור, במיוחד שיש כאלו שמדברים היום על הביטקוין כמשמר ערך. על מנת שאנחנו נבין אם ניתן להשתמש בביטקוין לשימור ערך, יש להבין איך אנחנו מודדים ערך כדי לקבוע שאפשר לאגור ערך בדרך זו, ואם ניתן להגן עליו מפני אינפלציה. אני חושב גם שההכרות שלנו

עם המכשיר הזה היא קצרת מועד, ואני לא יודע מה תהיה התנהגות הביטקוין במשבר גדול, הביטקוין במשבר גדול יכול באותה מידה או להתרסק או לקפוץ, אנחנו לא יודעים להגיד באמת. בכל מקרה, כאשר אני שמעתי את ביידין (נשיא ארה"ב) ואת ג'נט ילן (שרת האוצר האמריקאית) בהצהרה שלהם בנושא מטבעות וירטואלים בחודש שעבר, אז מצד אחד הם נוקבים במושג Responsible Innovation ומצד שני יש מונח שחוזר בטקסט של שניהם יותר פעמים וזה illicit finance, וברגע שהממשל האמריקאי אומר illicit finance אני מעריך שהם הולכים לפעול בנושא הזה, ואולי גם לפעול לקידום CBDC, כדי להבטיח שהמטבע המדינתי יהיה המטבע הרלוונטי. זה ייצר מצב שגם אם יש מהפכה בתצורת המערכת והיא הופכת למבוזרת כולה או חלקה, המטבע נשאר מדינתי, כדי לא לאבד יכולת שימוש בכלים המוניטריים. אני לא מאמין שביטקוין יהיה המטבע המרכזי האוניברסלי, אני מאמין שימצאו כל מיני פתרונות אחרים, CBDC זה מה שלדעתי הולך להיות, ושוב אנחנו חוזרים לתוך המערכת שמובלת על ידי בנק מרכזי. אני חושב שאחרת זה מתחיל להיות עולם שבו האנרכיה מתחילה להשתולל תחת איזה שהיא חזות של לכאורה עולם מוסדר ומפוקח. איפה אנחנו רואים את הדבר הזה? ב"DAO" (Decentralized autonomous organization) יש לנו כמה דוגמאות של DAO אחת המפורסמות היא הדוגמא הזו של "constitution DAO" מדובר בקבוצה בה הלכו והקימו קבוצת רכישה כדי לרכוש את החוקה של ארצות הברית. הציעו הצעה והפסידו כי היא לא היתה מספיק גבוהה. מבחינה תהליכית, הם הצליחו בצורה בלתי רגילה כיוון שהם אספו הרבה מאוד כסף אבל נכשלו במרכז. עכשיו מה קורה אחרי ההפסד? DAO לכאורה זה ארגון מבוזר שהכול עובד דרך אלגוריתם ודרך הקוד שמוכתב מראש, אבל מה שאנחנו יודעים זה שאנחנו חיים בעולם שהוא Incomplete information וincomplete contracts ואין אלגוריתם שיגדיר דרך פעולה צושכלת ואופטימלית (למעט ברירת מחדל) לכל מצב טבע בעולם. בנוסף, תמיד יש מישהו שעומד מאחורי דברים והוא רוצה להמשיך להתקיים. בדוגמא שאני מדבר עליה, הם הצליחו לאסוף כל כך הרבה כסף אז לא הגיוני לשמוט את ההצלחה הזו מידיך, והם כנראה יחפשו את הדרך עכשיו להפיק מזה ערך. לכאורה האלגוריתם היה צריך להחליט אם מחזירים לאנשים את הכסף או לא מחזירים את הכסף ומשקיעים במשהו מוגדר אחר, אבל בפועל- יש סימן שאלה מה עושים הלאה. בפועל ויש פעולות שנוקטים היזמים ולא פרקו את הדבר הזה באופן מידי. כביכול, הכול מבוזר כלומר אין שליטה ואין אחריות מנהלים, אבל בפועל מישהו מקבל החלטות ומנווט משאבים של משתתפי הדאוו. DAO אחר מתיימר להיות מועדון הגולף הגדול ביותר בעולם. הוא זוכה לפופולריות אדירה. אתם מסתכלים לתוך הפעולות של הDAO הזה, DAO מבוזר, ועכשיו הם מינו לכאורה סוג של נציג. איך זה עובד בדיוק לא ברור אבל בפועל הם צריכים לקנות מגרשי גולף, אז הם מינו בעצם אדם שיתעסק בכל הM&A הוא בעצם מהווה מעין ועד מנהל. הועד מנהל הזה הוא לא הנהלה תאגידי רשמית, הוא לא בעל שליטה אבל הוא מריץ את כל העסק, אז בפועל יש Officer, יש מבנה תאגידי שלם כמו מבנה תאגידי שאנחנו מכירים, אז מה הקשר בין זה ובין חברה מבוזרת, ואיפה הרשויות לניירות ערך? אנחנו רואים שחלקן של החברות מסוג זה נמצאות בחקירה של הרשויות, כי מה שמספרים לנו זה לא בדיוק מה שקורה מאחור, ובכלל עולה השאלה האם באמת אנחנו יכולים לייצר מערכת כזאת מבוזרת כי אנחנו

שואלים את עצמנו איפה התמריצים הכלכליים ומה לגבי האדישות הרציונלית. אנחנו חיים בעולם שבסופו של דבר יכול להיות שיהיו התאגדויות כאלה מבוזרות אבל אנחנו צריכים לראות שאין כאן תמריץ כלכלי חבוי שמניע את כל העסק הזה בצורה לא הוגנת, אז בהחלט רשויות לניירות ערך רלוונטיות לתוך העניין זה, וכל העניין הזה של השקעות לא מפקחות צריך להיות מטופל.

אמיר ברנע

אז אתה נוטה בעצם לגישה שקריפטו זהו נייר ערך ולא מטבע. זאת אומרת אתה מסתכל על רשויות לניירות ערך כמפקחות משמע אתה לא רואה את זה כמטבע.

משה ברקת

לא מדויק. התייחסתי ל-DAO ולהשקעות מסוג השקעות בניירות ערך או השקעות משותפות בנאמנות, אבל יש עולם שלם של פעילויות ושימושים בנכסים הקריפטוגרפיים שלא קשור לעולם ניירות הערך. גם כאשר אתה משתמש במטבע שמנפיק בנק ישראל ובמטבע הזה עושים למשל המרה החלפה וכולי או העברות וכולי ארנקים דיגיטליים אז רשות שוק ההון מפקחת על הפעילות הזאת. שוב, כשזה מטבע שהונפק על ידי בנק ישראל. לפי החוק, יש גם ניירות ערך מסוימים שהרשות לניירות ערך מפקחת עליהם בהיבט חוק ניירות ערך, אבל הם נמצאים בתוך ההגדרה של נכסים פיננסיים שורשות שוק ההון מפקחת עליהם בצד השימושים הפיננסיים האחרים. לגבי מטבעות וירטואלים, חוק שירותים פיננסיים מוסדרים הגדיר מטבע וירטואלי כנכס פיננסי הכפוף לחוק הזה, עליו אחראית רשות שוק ההון. בתוך הנכסים הפיננסיים האלה, לפי החוק, מוגדרים דברים שהם גם מטבעות וגם ניירות ערך וגם סוגים אחרים של קריפטו. עכשיו האם חלק מהנכסים האלה הם גם ניירות ערך? בהחלט צריכה לשבת וועדה ולהגדיר שאיפה שהמקרה נופל בהגדרה של נייר ערך הרשות לניירות ערך מחויבת לפקח על כך. אם אני חוזר אחורה שבע שנים, אני מזכיר שלפנישבע שנים הייתה אבחנה בין Security token לבין Utility token וכל האבחנה הזו נעלמה ונמחקה בפועל מאז, לכן הנושא בהחלט דינמי ומשתנה באספקט הזה וצריך להזהר מהגדרות וקביעות שונות מהמקובל בעולם. אני מתמקד עכשיו בהבחנה רלוונטית יותר: המטבעות עצמם לעומת הפיקוח על הפעילויות במטבעות. יש הבדל בין המטבעות לפעילויות במטבעות. הפעילויות מפקחות על ידי רשות שוק ההון, כשלבגיהמטבעות עצמם, אם הם משמשים להשקעה יש שאלה אם זה נייר ערך שמפוקח על ידי רשות ניירות ערך, ואם לא, האם זה מטבע שמשמש כשירותי תשלום ואז יפקח עליו מי שמפקח על אמצעי תשלום. עכשיו, האוצר זיהה שהעניין הזה חייב מיפוי משמעותי ואני חושב שטוב מאוד ונכון שיעשה הדיון הזה, ולכן אני לא הולך להקדים בכלל דיון מהסוג הזה כאן. כלולות בו. גם שאלות מיסוי מאוד כבדות, ואנחנו צריכים לראות איפה אנחנו נמצאים בתוך כול זה. אני לא דן בכך ובואו נתמקד בדיון היום בנושא של ההשקעות הפנסיוניות - אז גם בנושא הזה עלינו להפריד בין המטבעות הקריפטוגרפיים עצמם לבין כל הפעילויות שבין היתר משתמשות בטכנולוגיות של חוזים חכמים. כל העולמות האלה הם עולמות לגיטימיים, ופעילויות עסקיות יבחנו ויצליחו ויכשלו. זה סיפור אחר-

אנחנו דיברנו במכתב שלנו, וזה דומה למה שהאמריקאים עשו- על הבחינה האם זו השקעה לגיטימית. כאשר לגוף מוסדי אין שום יכולת להצביע על אנליזה ולהראות איזושהי מוטיבציה כלכלית למעט מוטיבציה ספקולטיבית להשקעה, אז העסק הזה לא מתאים לפנסיה. עכשיו תגידו שגם זהב הוא בסופו של דבר עסק ספקולטיבי, אז נכון גם זהב הוא נכס ספקולטיבי- אני חושב שבתוך החוזר שלנו זהב נכנס, זהב הוא גם נכס נחות בגלל שאין לו שום הכנסה הוא לא מניב שום הכנסה ולכן מאוד דומה בעניין הזה. אני הייתי מוטרד מאוד אם הייתי רואה שיש השקעות פנסיה שבהן ניח 10% מהרכב התיק נמצא בזהב. יחד עם זה עדיין הזהב נהנה מאיזשהו intrinsic value. תאמרו כמובן שהפער בין ה"value intrinsic" והשווי האמיתי הם רחוקים מאוד עדיין יש intrinsic value לזהב שאני לא מוצא אותו בקריפטו ולכן עוד איכשהו אפשר להצדיק את הדבר הזה. היום נחושת וניקל גם כן משמשים הגנה מאינפלציה, זה שימור ערך מטבעם כסחורות. בדיוק משום כך בביטקוין אני לא רואה את שימור הערך. קחו למשל את הדוג'קוין (dogecoin). גם שם לא מדובר בסחורה. רק על כך שבעצם אני יכול לקחת את הכוס הזו שמונחת על השולחן ולהפוך אותה לאיזשהו ייצוג, לייצר לה ביקוש או היצע כאמצעי תשלום מקובל פחות או יותר, ואולי יום אחד יהיה לה שווי כמו ביטקוין, או שלא. זאת החשיבה שלנו לגבי איך אנחנו מסתכלים על העולם הזה. אנחנו לא נגד התעשייה, אני גם צופה בעתיד הלא רחוק מהעין, שחלק מהפעילויות הלגיטימיות שעונות על כללים של שמירת נכסי לקוחות וכולי יקבלו גם רישויים, אבל הדיון פה הוא לא על החלק הזה של פעילות רשות שוק ההון. התעשייה הזאת תצמח וחלק גדול ממנה יהיה לגיטימי ומתאים גם לתיקי פנסיה, אבללא ההשקעה בביטקוין עצמו- אני לא חושב שזה ראוי לפנסיה.

שלומי שוב

אז בואו באמת נשמע, אמיר (ברנע) ומשה (ברקת) הציבו פה אתגר. בן תרצה להתייחס בבקשה לשאלה והאתגר שהועלו פה.

בן סמוחה

שלום לכולם, אתייחס לכמה נקודות ולשית, וניצור בסיס יותר נכון לדיון להערכתני. יש כבר לא מעט מודלים של תמחור של ביטקוין בפרט ומטבעות דיגיטליים נוספים בכלל, בין אם זה ככרייה כמחיר רצפה, אנחנו יודעים לומר עם היסטוריה של 13 שנה שביטקוין כמעט ולא יורד אם בכלל מתחת למחיר הרצפה של הכרייה שלו, וזה מאוד הגיוני- כי הכורים משקיעים הרבה מאוד אנרגיה כדי להביא את הביטקוין לעולם והם מתומרצים מבחינת האנרגיה והחשמל שלהם למצוא את האנרגיה הזולה ביותר והירוקה ביותר. היסטורית ממש אפשר לראות את הגרף שביטקוין לא יורד מתחת למחיר הזה.

אמיר ברנע

זה לא הסבר כלכלי מה שאתה אומר. עלות הכרייה נגזרת מעלות הביטקוין אבל לא יוצרת אותה.

בן סמוחה

עלות הכרייה נגזרת מהעלויות של כורי הביטקוין. העלויות של כורי הביטקוין שהיום גם הם חברות האנרגיה הגדולות בעולם- נגזרות מהעלות של האנרגיה שלהן.

בין אם הם מקימים תשתית של אנרגיה מחדשת, בין אם הם שורפים גז טבעי, היום כורי הביטקוין בכל רחבי העולם מנצלים אנרגיה עודפת ואנרגיה מתחדשת כדי להוביל את היוון ההוצאות הזה לביטקוין. עובדתית זה מה שקורה היום- יש המון מקורות המעידים על כך.

מעבר לזה, יש מודלים שמתמקדים על צד ההיצע- כמו stock to flow.

זהו מודל שבוחן את ההיצע המתחדש ביחס להיצע הקיים. הדרך שבה מודדים את זה- כמה שנים יקח עד שנכפיל את ההיצע הקיים. ה stock to flow של הביטקוין בעוד שנתיים הולך להיות גבוה משל הזהב. שזה בעצם אומר שביטקוין הולך ונהיה נדיר יותר עם היצע מוגבל של 21 מיליון מטבעות ש90% מהם כבר נמצאים אצל אנשים, וככל שהוא נהיה נדיר יותר, (יש גם את צד הביקוש שנתייחס גם אליו), הוא נהיה יותר קשה להשגה. היום עובדתית וזה נכון במיוחד לגופי השקעה מוסדיים- עם כל מיליונר אחד בעולם ירצה לקנות ביטקוין שלם- אין לו. לפיכך המחיר יעלה בהתאם, וזה מוביל למודל נוסף- אפקט רשת.

אפקט רשת גורם לאנשים להשקיע בטכנולוגיה החדשה, שבתמורה מביאה יזמים שיבנו עסקים וכתוצאה משתמשים שימשיכו להשתמש בטכנולוגיה הזו- וזה מחזק את עצמו.

קצב הגידול של האימוץ של מטבעות דיגיטליים היום גדול ביותר מ80% מקצב האימוץ של האינטרנט בשנותיו הראשונות. אנחנו רואים היום שיש לנו כבר יותר מ200 מיליון משתמשי ביטקוין ברחבי העולם. חלק עושים את זה בספקולציה, חלק רואים את זה בתור זהב דיגיטלי, וחלק משתמשים בזה כאמצעי תשלום יום יומי כי המטבע שלהם חלש מאוד ומאבד מערכו לפעמים גם 20%-50% בחודש- עבורם מטבע תנודתי שאנו תופסים אותו כמאוד מסוכן, הוא סירת הצלה לכל דבר ועניין, וביטקוין כמערכת גלובלית שיש להפריד אותה מיתר המטבעות לחלוטין, כי המאפיינים שלו שונים מקצה לקצה וכך גם משקיעים מוסדיים רבים כמו בלאקרוק ומוסדיים נוספים גדולים בארצות הברית מציעים ללקוחות שלהם קרנות פנסיה והחזקה של ביטקוין- רואים זאת כך גם כן.

בהחלט יש גם מטבעות דיגיטליים שמבוססים על הימור, ומציעים באמצעות החוזים החכמים שלהם כל מיני תשואות.

ביטקוין לא מנסה לעשות את זה. ביטקוין בא ליצור כסך טוב יותר שהשימוש בו יהיה יחסי למקום הגיאוגרפי שלנו בעולם. בישראל אנחנו נתפוס אותו יותר כהשקעה, באל סלבדור- נראה אותו סירת הצלה שמצילה יותר מ2% מהתוצר של המדינה בשנה.

הדבר האחרון שחייב לעלות כאן למשוואה במיוחד בצל הרחשים הגיאופוליטיים שמשתנים ברחבי העולם ואנחנו רואים זאת- שממשלות בכל רחבי העולם מגדילות את החוב שלהן בקצב אקפוננציאלי וחוצות את נקודת האל חזור- לפי המחקר המקיף של מקזני- שאנחנו נמצאים בסיטואציה שבה החוב

הממשלתי חוצה את ה-130% מהתוצר, זה בדיקת הסיטואציה שבה מטבעות מתחילים לאבד מכוח הקנייה שלהם. במיוחד נגד נכסים נדירים שנתפסים כאמצעי לשמירה על ערך. אני מזמין אתכם לקרוא על המודל של גרג פוס, שכל חייו עוסק בהכנסה קבועה, ובדיקת בקרנות פנסיה ומנהל את המוצרים האלו. הוא עשה מודל מתמטי אקונומטרי שמראה את ביטקוין כתעודת ביטוח לאגרות חוב ממשלתיות. על בסיס המודלים שלו- התמחור הנמוך של ביטקוין יהיה יותר מאחד וחצי מיליון דולר. ובזמן שגופים מוסדיים בכל רחבי העולם, בזמן שיש קרנות סל בקנדה, ותעודות סל באירופה ואימוץ מאוד נרחב בכל מקום אחר, אנחנו תקועים עשרות שנים מאחורה מבחינת האימוץ של הטכנולוגיה המשבשת הזו.

מילה אחרונה- משה אמר שהוא לא מאמין שזה ישמש ככסף- אבל המהות כאן היא האמון. האמון בביטקוין הוא בקוד שניתן לאכוף אותו בצורה עצמאית מכל מקום בעולם ובכל שעה ביום, לכן האמון בו הולך ונהיה גדול יותר בכל רחבי העולם ועל אחת כמה וכמה בקרב צעירים, וכתוצאה מכך אנו צריכים להתאים את עצמנו ולהסתכל דורות קדימה.

אילן גילדין

אני מסכים עם הרבה מאוד מהדברים שאמר הממונה. אני אקח את זה לכיוון אחר. אני חוקר את העולמות האלה כבר עשור בערך, אני חושב שאפשר לראות בצורה קונספטואלית הסטה מהמקסימליזם הביטוקיני ששלט לפני עשור, שהיווה כ-90% מהסביבה של הקריפטו, והיה נכס קשה לתמחור וליעיכולי על ידי רגולטורים, לכיוון השימושיות. ז"א גם חלק מחברי תעשיית הקריפטו הבינו שיש איזשהי תקרת זכוכית לנכס שהוא כל כולו נועד, בצורה יומרנית אולי, להוות תחליף לכסף פיזי, ולעשות הסטה לנכסים ישוכלים בצורה מסוימת להשתלב עם המערכת הקיימת. פה נכנס האית'ריום לדוגמא, ואם הביטקוין היה 90% מתעשיית הביטקוין לפני עשור, היום הוא בערך 40%.

פרוטוקולים מתקדמים יותר הולכים ומשתלטים, ואנחנו הולכים ומכירים אותם. בפרוטוקולים האלה בולט רכיב שימושיות. האית'ריום עצמו זו פלטפורמה שייצרה כ-10 מיליארד דולר של הכנסות ב-2021. יש בה כבר לדוגמא משחקים והימורים שנבנים עליה. חוזים חכמים כבר מייצרים שימושים שנוגעים גם לפיננסים.

אמיר ברנע

מה הערך המוסף?

אילן גילדין

הערך המוסף הוא שימושיות מוגברת ונוחות. בנוסף זה שפת תכנות. אתה מתכנת על רשת מסוימת, הקוד שלך פתוח. זה הרבה יותר נוח. האית'ריום כאמור כבר מייצר תזרים מזומנים.

אמיר ברנע

אם הבנק המרכזי יצא עם כסף וירטואלי - פיאט - זה יחליף את המטבעות הקריפטוגרפים?

אילן גילדין

יש פה כל מיני אלמנטים. יש קהילות של מטבעות מסוימים שיכולות לתגמל את החברים בקהילה לדוגמא. להגיד שאין תזרים מאחורה - זה היה נכון בעיקר לביטקוין אבל פחות נכון לפרוטוקולים החדשים, ושם כבר יש לך ממש מודלים כלכליים, שאני ככלכלן מסורתי יכול להצדיק אותם.

במובן של האם זה לגיטימי לתת למנהלי השקעות או שחקנים להשקיע בקריפטו - זה שאלה שהייתה נכונה יותר לפני חמש שנים. עולם הקריפטו בעצמו מבין את הצורך בשימושיות ועל כן השאלה מעט מתייירת.

אני יכול להגיד לכם שבעולמות ה defi אני רואה ניצנים שיכולים להיות משמעותיים מאוד עבור שוק ההון המסורתי. מבנה ההון המסורתי של חברות זה גיוס IPO או חוב. בעולמות הקריפטו שאפשר לעשות טוקניזציה, אפשר לתת לאנשים לדוגמא - זכויות על הכנסות של מחלקה מתוך הפירמה, ועוד הרבה מאוד דברים שאי אפשר לעשות כיום בשוק ההון המסורתי. יכול מאוד להיות שיש פה כלים שימשו גם את שוק ההון המסורתי שלנו בעתיד. אי אפשר לפסול את זה.

מה שאני רוצה להגיד - שהיכולת שלנו כרגולטורים לשים איקס על התחום - זה משהו שהוא הולך ונהיה אבסורדי - כי חלק גדול ממנו הוא כבר לגיטימי ברמת השימושיות.

דבר נוסף שחשוב להגיד פה הוא הגנת הצרכן. אנחנו רגילים לרמות הגנת הצרכן מאוד גבוהות בשוק ההון המסורתי או במערכת הפיננסית המסורתית - בקריפטו זה לא ככה.

בספק אם הגנת הצרכן בקריפטו תגיע לאותה רמה כמו שאנחנו מקבלים היום. ייתכן שזה יצטרך להיות טרייד אוף לאנשים שבוחרים להיכנס לקצה עולמות הנכסים הדיגיטליים.

ברשות לניירות ערך אנחנו מסתכלים על התחום כבר כמה שנים, ולפני שנתיים הוצאנו נייר בו הבענו את עמדתנו על נכסים דיגיטליים שעומדים במבחני ני"ע.

אני חושב שאנחנו, כמשק הישראלי, אין לנו את הפריבילגיה לוותר על תעשייה שהכנסותיה לא קורלטיביות לשני אלמנטים שהם מאוד מרכזיים לכלכלה הישראלית - שוק הנדליין המקומי - שאנחנו יודעים כמה הוא חשוב לקטר הכלכלה המקומית, והיא גם לא קורלטיבית לתעשייה ההייטק המסורתית - שהיא חלק מהותי היצוא שלנו. בראייתנו, כל תעשייה שהיא חוקית ואנו יכולים להכניס אותה כאמור למסגרת הסדרתית מסוימת, אשר יכולה לייצר ערך בדמות מיסים ובדמות מקומות עבודה - אני לא חושב שמדינת ישראל יכולה לדחות אותה. לצערי בשנים האחרונות הייתה אי וודאות רגולטורית בחלק מהתחומים. חלק מהשחקנים לא רצו לעבוד עם תעשיית הקריפטו בגלל סטיגמות, ואני חושב שזה חבל כי הרבה מהשחקנים המובילים יושבים פה סביב השולחן - גם צלזיוס תמיד

מספרים את הסיפור המפורסם שאם בנק ירושלים לא היה מקבל אותם לפני שנים- חברה ששווה לאחר סיבוב אחרון כמעט 4 מיליארד דולר- לא הייתה יושבת היום בארץ.

אני כרגולטור מבין את הקושי- יש פה גם NFT- שהוא תחום מדהים, אך הוא גם תחום מדהים להלבנת הון. למרות שגם תעשיית האומנות המסורתית היא דרך לא פחות טוב להלבנת הון.

אני יכול להבין את הקושי, אבל עם הקושי הזה- אני לא חושב שזה נכון להתמהמה- כי התעשייה הזו לא מתמהמהת.

שלומי שוב

איפה אתם עומדים מבחינת הוועדה שלכם?

אילן גילדין

אנחנו רצינו ללכת עקב לצד אגודל ביחד עם הוועדה שהקים משרד האוצר.

הוועדה הזאת כן רצתה לאפשר בגבולות מסוימים חשיפה למשקיעי ריטייל לעולמות הקריפטו דרך עולמות קרנות הנאמנות. רצינו ללכת ביחד עם האוצר- עם הבחינה שעושה האוצר. אני יכול להגיד שהבחינה הזאת נעשית במהירות. זה משהו שרץ יחסית מהר וזה אמור להסתיים בקרוב. אני מאוד מקווה שבחודשים הקרובים ביחד עם האוצר אנחנו נוכל להתקדם קדימה. אני יכול להגיד שאנחנו גם עובדים עם רשות המיסים.

אמיר ברנע

איך אתם הולכים להתייחס לזה? כנייר ערך? כמטבע?

אילן גילדין

מבחינת ההמלצות שלנו איך אנו חושבים שהאסדרה צריכה להתגבש, היא כאיזשהי מבחן שימושיות דיכוטומי- משהו אפילו פשטני- האם זה אמצעי תשלום שמשמש לצורך תשלום או כהחזקה לצורך השקעה פיננסית. ברור שיבואו חלק מהחברים שיושבים סביב השולחן ויגידו- יש 16 אלף מטבעות חלק לא מבוטל מהם גם נועד כאמצעי תשלום, גם נועד לצורך השקעה, אבל הקביעה תהיה לפי- המסה הקריטית של השימוש במטבע- האם משמש לצורך אמצעי תשלום או לצורך השקעה. הרוב הגדול משמשים לצרכי השקעה. גם אם זה יוגדר איפה שהוא בין סחורה לבין נייר ערך- למטבע - אנחנו נדע לפקח עליו.

דבר נוסף חשוב- ככל שאני מסתכל על המטבעות הקריפטוגרפים בעשר שנים האחרונות, בשונה אולי מנכסים פיננסיים רגילים- היכולת שלך להבין את התעשייה הזאת הולכת ויורדת.

ז"א הצורך בתיווך של מתווכים מקצועיים ומושרים נהיה הכרחי מיום ליום.

להבין את הביטקוין לפני 10 שנים זה היה אתגר מסוג אחד, להבין היום את תעשיית הקריפטו זה אתגר גדול יותר.

אמיר ברנע

זה אבסורד שמקימים תעשייה שבאה להקטין את התיווך והיא מגדילה את התיווך.

אילן גילדין

אני חושב שזה עוד יותר חשוב שיהיו מתווכים אובייקטיביים, מקצועיים שייעצו לציבור שרוצה להיכנס לזה ואני מאוד מאמין באוריית פיננסית.

התפיסה הרגולטורית שלנו היא מאוד שמרנית- אני לא מאמין בלהגיד למשקיע מה ראוי ומה חכם להשקיע. אני מאמין בלתת לו את הכלים להעריך לבד- וזה דורש הסדרה- חשוב להגיד את זה.

משה ברקת

רק הערה אחת, לגבי ההתמהמהות.

צו הלבנת הון נכנס לתוקף רק בנובמבר 2021 אחרי שרשות שוק ההון יחד עם משרד המשפטים דחפה את העניין הזה. לתת לגופים רישיון כאשר אין צו הלבנת הון, וכאשר אנחנו יודעים שחלק מהגופים לכאורה משמשים לקוחות מלביני הון, זה דבר חסר אחריות. לכן אי אפשר לדבר על להתמהמה כל עוד אין צו בתוקף וכל עוד התעשייה לא הטמיעה אותו. אנחנו צריכים לעבוד בארץ עם צו הלבנת הון. מרגע שיש צו הלבנת הון- כל הדברים השתנו בצורה דרמטית. עדיין צריך לדאוג לכך שנושא של שמירת נכסי לקוחות, והפרדת נכסי לקוחות מהפעילות של הגוף עצמו. זה דבר סופר חשוב שעדיין לא מוסדר בחלק מהגופים האלה, ולכן ניתן רישוי ברגע שאנחנו נוודא פעילות לפי סטנדרטים מקובלים של שמירת נכסי לקוחות. אני לחלוטין לא מקבל את התזה שהועלתה כאן על ידי אילן גילדין שאפשר להפקיר לקוחות, ושלקוח שבחר את התחום הזה בעצם לא ראוי להגנה על נכסיו שבמשמורת וזה על אחריותו. אנחנו צריכים לעשות את הדברים ולקדם את הרישיונות בצורה אחראית. אם מדברים על חדשנות אחראית- שתהיה חדשנות אחראית.

רוני שוקן

ברור שהרגולטורים מאוד מאוד יודעים ומאוד מעודכנים עם מה שקורה. אני רוצה לציין שני נושאים שונים.

אחד זה בנושאי של defi-defi זה בעיני נושא פחות בעייתי להשקעה של גופים מוסדיים- כי פחות מתעוררת השאלה של השווי האינטרניזי. ההכנסות הן מאוד ברורות. הכנסות של עמלות או ריביות וכו... שהן גם כיום יתר אטרקטיביות מהריביות והעמלות שאפשר לקבל בעולם המסורתי.

זה בוודאי ישתנה לאורך זמן, אבל יש פה שתי הערות.

הדבר המשמעותי בהמשך לדברים שאילן אמר על ההבנה בתוך התעשייה, ברור שיש כמיהה שעוד הון יזרום פנימה ועוד משקיעים- גם מוסדיים שניסו לעקוף אותם.

לכן, אחד הפיתוחים הכי משמעותיים שקורים עכשיו זה כל הנושא של KYC בתוך הסביבה של defi לאפשר גישה להון להיכנס בצורה מוסדרת- זה דבר שקורה בחלקים שונים של הקריפטו. כאן זה דבר שפחות מתעוררות השאלות של השווי הפנימי.

אמיר ברנע

אתה אומר שעלות התיווך הפיננסי תרד במערכת הזאת. אבל חלק גדול מעלות התיווך הפיננסי במערכת הבנקאית נובע מהרגולציה- מיחסי הון, הלימות הון. פה אתה אומר - אם המערכת הזאת היא משוחררת מרגולציה- ולכן תוכל להציע את זה יותר זול?
או שנטיל עליה רגולציה והעלות שלה תהיה דומה?

רוני שוקן

העלות שלה עדיין תהיה בסופו של דבר יותר נמוכה, מאחר שבסופו של דבר תצטרך לעשות כמובן התאמות לרגולציה, אבל בסופו של דבר יהיו כללים ומערכת גלובלית, והזרימה של ההון היא זולה יותר וקלה יותר והסליקה עצמה היא פשוטה יותר- ולכן הניוד של ההון יהיה זול יותר.
יש אלמנט נוסף- בחוזה בחכם הכסף כלוא ויש שקיפות מאוד גדול על הבלוקצייין, ואתה יודע מי מחזיק באיזה הון, ולכן גם הפסדים או סיכון צד שכנגד, זה דבר שיורד משמעותית בעולמות האלה, ולכן עוד מקום שבו פחות תהיה זליגה של ערך, וניהול סיכונים אשראי יותר זול.
דבר אחרון שרציתי להגיד בנושא הזה, זה שאני חושב שעדיין מוקדם כרגע לנסות לעשות אדפטציה מוחלטת של העולם הסטנדרטי לעולם הבלוקצייין.

אחד השימושים שאנחנו רואים שמתחילים להתחבר למשל בתחום של defi זה החיבור של גיימניג לתוך defi, הרעיון הוא שמסתובבים אנשים שרוצים לשחק במשחק, והם מוצאים כסף במשחק הזה, כי הם רוצים לקנות מוצרים שקשורים למשחק, ונוצר עוד משהו שיכול להיות מופנה לתוך תשואה. אני נותן את זה רק בתור דוגמא אחת קטנה לחיבוריות שהבלוקצייין מאפשר בין תעשיות שעד עכשיו היו נפרדות, ולכן לטעמי אנחנו נראה שימושים הולכים וגוברים בדבר הזה שגם יאפשרו לייצר תזרים שמיועד לdefi שהוא יותר מהותי. זה בצד של defi.

נקודה נוספת- בנושא של דברים שהם לא ביטקוין. מה שקרה באית'ריום, רואים שהביקוש לרשום עסקה על רשת הבלוקצייין כרוכה בתשלום גאס (עמלה)- זה העשרה מיליארד דולר שאילן הזכיר. אם אני רוצה שהעסקה שלי תרשם, ושינוי שנעשה בשנה שעברה- קבע שחלק גדול מזה ילך לbuy back ושריפה של מטבע. אז זה לא רק הכנסה אלא זה ממש תזרים שהוא לא הולך לבעלי המניות בתור דיבידנד, אלא הולך בצורה אחרת של buy back ושריפה של המטבע. כמו אנטי דילול- ויש מודל שיכול לחשב את הקצב של האינפלציה של את'ריום לעומת ה buy back, מה שנראה- זה ככל שהשימושים עולים, האית'ריום זה הדוגמא הקלאסית שבסוף מייצרת את ההכנסה בדמות האנטי דילול. ברמת האפליקציה יראו את בתור תזרים.

שלומי שוב

בואו נשמע קצת את התעשייה.

אלי מזרח

אני אתייחס לכמה דברים בקצרה. אמיר אתה שאלת על מודלים לתמחור ואם יש ערך פנימי- אני חושב שיש. לדעתי זו שיחה שהיא קצת גדולה עלינו לכאן, אבל כמו שלמדנו פעם איך עושים הערכות שווי למניות ולאג'חים, יש גם לעולם הזה ולכל סוג של מטבע יש לו מודלים שונים. הרבה נובע מהשימושים העתידית. משה דיבר על קטיי וודס שהביאה מודל של הערכה שלאן התעשייה הזו תלך. היא נתנה ערך כללי לתעשייה בעוד כמה שנים של 50 טריליון דולר. בתוך זה הוא שכח להגיד שהיא גם נתנה הערכת ערך ושווי לביטקוין בעוד 7 שנים של מיליון דולר, והיא ממש מסבירה את זה- מה הערך הפנימי והמודל שהיא משתמשת בהם כדי לתת את הערכת שווי.

אני חושב שלהסתכל על זה רק כמשהו ספקולטיבי, ולהגיד שמהו ספקולטיבי לא ניתן להחזיק, זה כבר מכניס את זה לעולמות שקשה מאוד להתווכח עם זה, ובסופו של דבר קשה להתווכח עם רגולטור שאומר את זה- לי קשה להבין איך אני כמוסדי יכול להחזיק מטבעות דולריים, ואפילו מטבע של אל סלבדור, אבל אני לא יכול להחזיק ביטקוין או קריפטו. לא מבין מה ההבדל כאן באמת.

דבר אחרון על הערך הפנימי - יש היום רק בביטקוין בערך 180 מיליון ארנקים, כמעט 300 מיליון בסך הכל בקריפטו- יש כאן רשת של מאות מיליוני אנשים שלהם יש ערך שהוא לא רק ספקולטיבי. להם יש ערך ומושקעת הרבה מאוד אנרגיה ועבודה בלשמר את הערך הזה ולפתח את הערך הזה עבורם.

אני פותח סוגריים על עניין האנרגיה- אני חושב שהרבה מתלבשים על צריכת האנרגיה והחשמל של קריפטו בעולם. זה פשוט לא נכון כי עולם הקריפטו הוא כנראה הכי יעיל ביכולת שלו להתאים את איפה הוא צורך את האנרגיה לאיפה שיש עודפי אנרגיה, בשונה מכל תעשייה אחרת ובטח בשונה מהבנקים והמערכת הפיננסית הקיימת.

אנחנו בסילבר קסטל עשינו סקר על הישראלים על קריפטו- 20% מהאוכלוסייה שענתה לנו בשלב מסוים בחייהם קנו והחזיקו קריפטו. 15% פעילים היום- למעלה ממיליון איש. יש הערכה שבערך 350-400 אלף ארנקים פעילים של סוחרים כאן בישראל מידי יום.

זה מביא אותי להסתכלות על הרגולציה. יש הרבה מאוד ביקוש בכל השכבות של הגילאים וגם גיאוגרפית, וכל שכבות הסוציאוקונומית. היעדר ההסדרה כאן דוחפת אנשים להשקעות בתחום של הבלוקצייני והקריפטו להשקעות שהן לרובן מחוץ לישראל לא מובנות להם היטב, ובטח לא מפוקחות בשום דבר על ידי רגולציה כאן וזה חבל. אנחנו אפילו רואים כאן בארץ גופים שמשווקים כל מיני מוצרים של שחקנים מחול שלא ברור מה הסיכונים ולמה אתה חשוף ואיך זה עובד. אני חושב שלצד הצורך של הרגולציה, לבוא ולהגיד "תבואו תעבדו כמו שצריך", אגב אני ממש מתנגד לכך שבכל דיון צובעים את התעשייה כמלביני הון, אני מכיר את רוב התעשייה כאן ורובם אנשים שלא מעוניינים

להלבין הון. יש גם אחריות רגולטרית לאפשר למשקיעים כאן בארץ לקבל חשיפה דרך גופים, תנו רשיונות, תנו אסדרה, תסבירו איך אתם רוצים שנעבוד ותעשו את זה מהר.

יוסי ברנע

קודם כל אני מצטרף למה שאלי מזרוח אמר ואני מאוד שמח לשמוע גם מאילן גילדין וגם ממשח ברקת את כמות הזמן שהרגולטור משקיע להבין וללמוד את הנושא, זה ניכר בשיחות שלנו איתם, אנחנו מאמינים בשיתוף הפעולה ורוצים לעבוד ביחד. אני חושב שיש במובן מסוים איזושהי תמימות דעים, שמענו אותה גם ממשח וגם מאילן, שמזהים את הערך והפוטנציאל של התעשייה הזאת ומבינים שחלק מאותם מטבעות קריפטוגרפים משויכים ספציפית לשירות או לנכס או למשהו שמייצר ערך אמיתי עבור המשקיעים. אני חושב שעל הדברים האלה לא רק שיש תמימות דעים, אין חולקים על הערך הפנימי שלהם, והעובדה היא שצריכה להיות יכולת להשקיע בדברים האלה. לשמחתי או לצערי, אין מה לעשות, כדי לרכוש את חלקם, אתה חייב לרכוש מטבע אחר. זאת אומרת, הרבה מהפרוטוקולים האלו, שכולם תמימי דעים שיש להם ערך וכדאי להשקיע בהם, אי אפשר לרכוש אותם לא בדולרים ובטח לא בשקלים. היום הרכישה שלהם נעשית על ידי רכישה של מטבע אחר, זה יוצר עולם חדש של חשיפה מטבעית שגם כן תדרוש את התייחסות הרגולטור כי אז באיזה מונחים אתה מודד את הערך? במונחי ביטקוין או אית'ריום שבהם רכשת? או במונחי דולרים או שקלים שאותם הוצאת מהמאזן? גם הדברים האלו יהיו צריכים לעבור הסדרה. אני מבין את החששות על האמינות ועל ההלבנה וכל הדברים האלו, התעשייה הזו מספקת פעם אחר פעם פתרונות נהדרים לדברים האלו ואנחנו רואים את זה כל פעם במקום אחר. אני גם חושב שהנושא של "לצבוע את התעשייה" כמו שאלי אמר, במיוחד פה בארץ, הגורמים בתעשייה הם אלו שמנהלים את השיח מול הרשות ני"ע ואני חושב שכולם באים בראש ובראשונה כן לקחת על עצמם את הפיקוח שיידרש. תנו לנו את הדרישות שלכם לגילוי, לדיווח, לבקרה פנימית ולכל מה שתרצו, נשמח לראות את הרשימה הזאת ולהציע לכם בעצמנו את הפתרונות כי הם קיימים בתעשייה במקומות אחרים. יש הרבה מאוד דברים שאנחנו יכולים להעתיק במקום לנסות לייצר. השורה התחתונה היא כזו, אני שמח לשמוע את ההבנה של הרגולטורים בתחום ואני שמח לשמוע את ההבנה שעל אף שיש דברים שאנחנו לא מבינים את הערך שלהם, אנחנו מזהים שיש בתעשייה הזו המון ערך. אני מצטרף לעמיתי, שהעיתוי הוא גם איזושהי פונקציה כמו שאילן אמר בעצמו, התמהמהות להבין ולהסדיר, נותנת יותר מקום לאלו שיותר עסוקים במרמה להיכנס דרך הסדקים האלו שעדיין לא הוסדרו.

אילן שטרק

אני רק אספר, אני מגיע מרקע בשוק ההון המסורתי, בתחום של הקריפטו משנת 2018 ואני מאוד מחובר לתחום הזה. מספר המכשירים הפיננסיים בתחום עלו מאוד בשנים האחרונות, דרך חוזים עתידיים ועכשיו נגזרים, אופציות על ביטקוין ועל היתריום, מכשירים שמאוד מתקדמים. התעשייה הזו מאוד מתקדמת ומאוד התחברתי למה שאילן אמר, מאוד שמחתי לשמוע על ההבנה הזו של התחום הזה. אנחנו בקשר שוטף עם רשות שוק הון ואני מאוד מתחבר גם למה שנאמר כאן, הגנה

ושמירה על נכסי לקוחות. אנחנו באלטשולר שחם הוריון עושים את זה בסטנדרטים הגבוהים ביותר ככה שאני מאוד מתחבר לזה. מה שכן אני אתחבר גם למה שאילן אמר פה, זה העובדה שקריפטו היום זה לא אך ורק הלבנת הון, זה נכס פיננסי כמו שדיברנו כאן הרבה על הנושא של הערכות שווי למיניהן. באמת יש כאן תעשייה, בעולם ה Defi קיים שווי של למעלה מ-100 מיליארד דולר שנעולים בחוזים חכמים. יש כאן כלכלה מבוזרת אמיתית. אני מסתכל גם על ההתפתחויות וכל שנה יש כאן משהו חדש, NFT שבאמת צמח מאוד בשנה האחרונה. אז מעבר ל-NFT של אומנות דיגיטלית שאפשר להתווכח על זה האם באמת זה here to stay או לא, יש כאן משהו אמיתי שאפשר לעשות איתו אופטימיזציה של נדל"ן.

אמיר ברנע

תגיד, האם כספי עמיתים של אלטשולר שחם לוקחים חלק ב-Horizon או שזה נפרד לגמרי?

אילן שטרק

זה נפרד לגמרי, אין קשר. יש חומות מאוד גדולות בין אלטשולר שחם גמל ופנסיה לבין Horizon.

אמיר ברנע

זה כספי נוסטרו בעיקר?

אילן שטרק

תראה ההשקעה באלטשולר שחם לפני שנה היתה השקעה בכספי עמיתים, השקיעו בסביבות 0.3%-0.4% מסך כספי עמיתים לפי העיתונות ולפי מה שגלעד אלטשולר התראיין בתדשות, הוא מכר את הפוזיציה הזאת, השיא תשואה נאה מאוד לחוסכים ואני לא יודע להגיד לך מה הם עושים בימים אלו כי יש חומות מאוד גדולות.

אמיר ברנע

רגע אז ה-Horizon זה קבוצת משקיעים נפרדת?

אילן שטרק

זאת חברת בת של אלטשולר שחם שמאפשרת קניה ומכירה של שמונה סוגי מטבעות ושאלו פה על המנעד של האנשים. המנעד הוא מגילאי ה-20 ועד ה-80, יכול להגיד לך שממש לאחרונה הגיע לקוח בן 80 מפרדס חנה, שאלתי אותו מדוע הוא הגיע לפה והוא אמר שאין לו הרבה מה לעשות והוא מעוניין להשקיע בתחום. מה שמעניין בהקשר הזה שהוא רצה גם ארנק פרטי משלו, ארנק דיגיטלי ואמרתיו לו שיוודא שמישהו שהוא סומך עליו ידע היכן הוא שומר את המפתח הפרטי.

אמיר ברנע

והשילוב עם אלטשולר שחם עצמו עדיין לא קיים עם הגמל פנסיה. אם תיווצר הלגיטימיות יכול להיות?

אילן שטרק

אם תיווצר הלגיטימיות אז כן.

שלומי שוב

בואו נשמע את הנציגים מחברת צלזיוס. תספרו לנו מה יש פה בחברה ששווה 10 מילארד ₪.

שירן קליידרמן

נקודת המבט שלי בתור מנהל אבטחת מידע היא בנושא האמון. עלינו עושים בדיקות נאותות כל הזמן ולכן הראיה גם היא מי שהשקיע בנו, חברה בשם CDPQ שהיא מנהלת קרנות פנסיה קנדית בין הגדולות בעולם והם שמו יחד עם עוד משקיעים מוסדיים מעל 600 מיליון דולר.

אנחנו גם מבצעים בדיקות נאותות (DUE DILIGENCE) על כל השותפים שלנו ועל פלטפורמות הקריפטו - המטרה לנהל סיכונים בצורה המיטבית ולעבוד לפי החוקים. אנחנו גם בונים את כל נושא הרגולציה יחד עם הרגולטור וזה היום יום שלנו.

בארגון שלנו, יש שיתוף פעולה בין המחלקות השונות - המחלקה המשפטית, רגולציה, ניהול סיכונים, אבטחת מידע ועוד - ישנה הבנה שכל נושא האמון, אבטחה ועמידה בכללים המקובלים ומעבר הם קריטיים - על מנת להגן על הלקוחות שלנו.

אני נמצא בתחום הקריפטו משנת 2014, לגבי השימושיות היינו מציגים שב-2014 היית יכול לחיות בניו יורק או בהולנד למשל שבוע אחד בלבד עם ביטקוין, אחרי שבוע לא יכולת כבר לקנות במכולת ועוד. היום חד משמעית, עם אוגמנטציה כמובן של המערכת הבנקאית וגם ללא, אתה יכול להסתובב בעולם ולחיות מקצה לקצה רק על קריפטו. לכן רואים שהשימושיות של הקריפטו הינה בשיאה היום, וגופים מוכנים לעבוד עם קריפטו.

אמיר ברנע

בערך משתנה מה זאת אומרת? זה לא בערך קבוע בביטקוין זה בערך משתנה אז אני לא מבין מה אתה אומר, כל פעם משווים לכמה דולרים זה לא? אתה משלם בזה, אבל הערך הוא לא קבוע. הלכת למקום ושילמת בביטקוין, המחיר שם נקוב בדולרים והם קיבלו את הביטקוין על בסיס השער שלו.

שירן קליידרמן

מבחינת השימושיות, גם עם התנודתיות שיש זה שימושי והיום בארצות הברית, יותר מ-30% מהעסקים הקטנים והבינוניים, מקבלים את המטבעות הגדולים והם ייקחו את הסיכון והאחריות על התנודתיות העתידית והנוכחית.

אמיר ברנע

תגיד והקנדים השקיעו 600 מיליון דולר אצלך, במניות שלך או לא? זה כספי עמיתים אצל הקנדים? מהנוסטרו שלהם?

שירן קליידרמן

בסופו של דבר יש להם חשיפה לחברות קריפטו דרך ההשקעה בצלסיוס ודרך השקעה באפיקים אחרים. הם מאמינים בחברה שלנו וגם מאמינים בקריפטו כטכנולוגיה וככלי פיננסי שכבר משרת מיליונים וישרת הרבה יותר.

רועי שטיין

בנק ישראל פרסם לפני שלושה חודשים דוח על התפתחות נכסי הקריפטו והיציבות הפיננסית במסגרת דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2021. אני מסכים עם הרבה ממה שמשה ואילן אומרים אבל אני רוצה לתת כמה דגשים. ה-BCB השיקו את ה-CBDC שלהם, אין עדיין הבטחה של תאריך מתי הוא יהיה מוכן אבל ההשקעה כבר החלה באירופה ולכן זה רק עניין של זמן. האוסטרלים הודיעו לפני כמה חודשים שהם מוכנים להוציא את שלהם וסיימו את ההשקעה באוסטרליה, כאשר הם החליטו שאין כרגע צורך בזה כי המערכת הפיננסית שלהם מספיק יעילה.

אמיר ברנע

כשאתה מדבר על אירופה, זה עם המערכת הבנקאית או עוקף אותה?

רועי שטיין

אני לא נמצא בתוך הצוות הפנימי של CBDC בבנק ישראל, וההיכרות שלי בנושא זהר ברמה של כל הנכסים הקריפטוגרפיים ובפרט אלו היציבים. אבל באופן כללי אני יכול לומר כי יש שני מודלים, אחד זהו מודל שהוא עוקף את המערכת הבנקאית ויש לו יתרונות אך גם לא מעט חסרונות. השני הוא מודל שגם עליו חושבים, זה עם המערכת הבנקאית. עד כמה שידוע לי, אף אחד לא החליט באיזה פורמט נכון לעשות את זה, גם האוסטרלים שסיימו עם ההשקעה עדיין מתלבטים, זה באמת שני מודלים כלכליים מאוד מאוד שונים. מבחינת בנק ישראל מאוד חשוב להפריד בין ה-Stable coins למטבעות הקריפטוגרפיים שכרגע קיימים. השוק של ה-Stable coins גדל בצורה מאוד משמעותית גם עם הקריפטו סופג מכות בחודשים האחרונים לכאן או לכאן, ה-Stable coins זוהר קדימה, יש לו הרבה

שימושים בעולם הקריפטו. השאלה שעולה היא מתי ה-Stable coins יצא ולא ישאר רק בעולם המטבעות הקריפטוגרפיים, כלומר שיוכלו לשמש בו כאמצעי תשלום ממש. הביטקוין לצורך העניין, כן היו כמה חברות ענק, שהודיעו שמוכנים לקבל את התשלום בביטקוין אבל אני לא יודע כמה עסקאות נעשו ובאמת כמו שאמיר אמר, הם המירו באותו מהערך הדולרי, אז זה לא באמת אמצעי תשלום עדיין. בנק ישראל לא רואה את האפשרות שנכסים קריפטוגרפים כאלו יהוו אמצעי תשלום.

שלומי שוב

גם לא בעתיד? אין איזושהי מסה קריטית שכשנגיע אליה אתם תגידו משהו כזה?

רועי שטיין

אם מספר מדינות מובילות בעולם יהיו מוכנות לקבל את הביטקוין (או כל מטבע אחר) עבור המיסים שמשלמים משקי הבית, אז ברור שהביטקוין יעבור להיות מטבע. אבל לצורך העניין אני לא רואה את זה קורה ולא חושב שזה אפשרי לוותר על העצמאות הכלכלית של כל מדינה ולכן ה-CBDC זה איזושהו פתרון. כשאנחנו מדברים על הקריפטו, הנכסים הלא יציבים, זה מבחינתו נכס ולא אמצעי תשלום, אפשר להשוות את זה לזהב ולדברים אחרים. אני עדיין לא מצאתי את מודל התמחור של הביטקוין.

אמיר ברנע

כשאתם חושבים על זה, אתם אומרים שכשבנק ישראל יוציא שקל דיגיטלי במתכונת של פיאט, מה זה יעשה למטבעות הקריפטוגרפים? האם אתה רואה שזה פותר את כל בעיית הסליקה ואת בעיית הקשר בין לקוחות? יש כאן שני מימדים כאשר אחד הוא הקלה במערכת העסקאות. מה הערך המוסף של המטבעות הקריפטוגרפים כאשר יהיה שקל דיגיטלי של בנק ישראל?

רועי שטיין

בנק ישראל אחראי גם על מערכת התשלומים והסליקה במשק, והעסקאות המתבצעות במטבעות קריפטוגרפיים נסלקים בטכנולוגיה אחרת ומבוזרת. בנוסף המאפיין האנונימי בבעלות הארנקים מקשה על המפקח בתחום זה. יכול להיות שלבן אדם יש כמה ארנקים והרשות לניירות ערך לא מוכנה לדבר כזה שיתאפשר לבצע עסקאות בינם לבין עצמם במטבע. יש פה באמת בעיה רגולטורית של מידע ואינפורמציה שעובדים עליה ועובדים כדי למצוא פתרונות.

נמרוד ספיר

אני מנכ"ל איגוד בתי השקעות, מייצג את הגופים המוסדיים גם בעולם של הפנסיה וגם בעולם של המוצרים שתחת פיקוח רשות ניירות ערך.

אני אגיד כמה דברים, קודם כל, בסופו של דבר כל הדיון מול הרגולטור יורד לאותו מוטיב שרואים בכל הדיונים מול הרגולטור, ובמסגרתו נשאלת השאלה עד כמה התפקיד של הרגולציה הוא להיות פטרנליסטית ולדאוג ללקוח. בהחלט כמו שאמר גם הממונה, במוצרים כמו בפנסיה ששם המערכת

נוקטת בפטרנליזם דוגמת הטבות מס ודוגמת החיוב בהפקדות מפנסיה חובה, באמת יש היגיון בהגנה גדולה יותר לכאורה, על כספי החוסכים בהתאם להוראות שהרשות פירסמה לפני כמה חודשים.

השאלה היא האם במוצרים אחרים בעולמות הגמל צריך את אותה הגנה המתבטאת באותו קושי להשקיע? אני לא בטוח. קרנות השתלמות זה משהו אחר מאחר והן זוכות להטבות מס משמעותיות ולכן יכול להיות.

נקודה חשובה נוספת היא שכעובדה אנחנו רואים שציבור הולך וגדל מעוניין להשקיע בקריפטו, גם אם נכנה אותו "מטבע" וגם אם נכנה אותו "נכס פיננסי", ואז הרגולציה לדעתי כן צריכה לתת מענה לציבור ולאפשר לו את זה. צריך לזכור שאנחנו נמצאים בעולם של ריבית אפס היום, אולי ישתנה בקרוב, ובעולם של היקפים גדולים ועולים של נכסים של הציבור שעברו למערכת הבנקאית ויושבים בעו"ש וכדי להשיג תשואה היום צריך לקחת יותר סיכון ולכן זה מאוד טבעי ונכון להקל ברגולציה בדברים האלה בחלק מאפיקי ההשקעה.

שלומי שוב

אולי הפוך. הנושא של הריבית אמנם משתנה אבל אנחנו דווקא בסביבה שמעודדת מינוף במיוחד בנכס שגם ככה מבוסס מינוף.

נמרוד ספיר

אני רוצה לחדד, לפני הקורונה היו כ-300 מיליארד ש"ח בחשבונות הציבור וכיום אנחנו בלמעלה מ-600 מיליארד ש"ח ובהצטברות הכסף הזה, ועל רקע הריבית הנמוכה - סביר להניח שחלק מהכסף ילך לעולמות המסוכנים יותר כי לציבור אין מה לעשות עם הכספים. השאלה החשובה היא איך אתה מסדיר את הרגולציה להשקעה במקומות מסוכנים במוצרי השקעה מוכרים, לא רק בקרנות נאמנות אלא גם בעולמות ניהול התיקים. לדעתי בהחלט יש לאפשר את זה כי כיום לקוח שהולך לעולם של ניהול תיקים לא יכול להשקיע בדברים כאלה ולדעתי יש לאפשר לו.

חשוב להבין, אם לא תשלח את הציבור בצורה מוסדרת להשקעה בקריפטו באמצעות מוצרים קיימים, מוסדרים ומפוקחים, הוא פשוט ילך באופן לא מסודר ופחות מוגן להשקעה במוצרים הללו. ולכן יש פה מקום להקל על בתי השקעות וחברות הביטוח ולאפשר להן להיכנס להשקעות במוצרים האלה בצורה מפוקחת יותר. חשוב לאפשר השקעה מוסדרת בקריפטו ובמטבעות הקריפטו באמצעות קרנות הנאמנות וניהול התיקים, בדומה למהלכים בארה"ב, אחרת הציבור ישקיע במוצרים בכלים לא מפוקחים על ידי הרגולטור.

כמו כן, אני חושב שיתרון מאוד גדול של המדינה בעניין הזה שלא עלה פה לדיון וזה אני מניח מעסיק את רשות המיסים מאוד, זה כל הנושא של ניכוי מס במקור. אם אתה מעודד את הציבור להשקיע בקריפטו באמצעות כלים לא מפוקחים ובעולמות לא מפוקחים אתה לא מבצע ניכוי מס במקור אבל אם אתה הולך למוצרים שהם מפוקחים אתה כן עושה ניכוי מס במקור. חברת ניהול תיקים, חברת

קרנות נאמנות וגם המוצרים המפוקחים על ידי רשות שוק ההון כולם מבצעים ניכוי מס במקור והמדינה מרוויחה את גביית המס. זהו עוד שיקול לטובת מתן אפשרות להשקעה בקריפטו בכלים הללו.

חשוב לי להגיד משהו נוסף בהיבטים חברתיים, בראייתי קיימת בעיה במסגרתה, ההשקעה היא היום לא מספיק commodity. היא לא מספיק נגישה לציבור ומורכבת. ולכן כשתקל ותאפשר את ההשקעה בקריפטו באמצעות קרנות נאמנות וניהול תיקים וגם באמצעות החש"בים (חברי בורסה שאינם בנקים) שעובדים בתוך בתי ההשקעות - אנחנו במשך שנים מבקשים שיקלו ביכולת של הציבור להשקיע באמצעות החש"בים, אזי הנגישות של הציבור להשקעה במוצרים הללו תהיה יותר גדולה וזה רלוונטי בעיקר בעולם של ריבית אפס כאלטרנטיבה של סיכון-סיכוי. כך, אדם שיש לו מספיק חסכונות ומספיק כסף יוכל להנות - גם מההשקעה בקריפטו, מהפיזור ומהסיכון-סיכוי כי את התשואה יותר קשה להשיג היום וצריך לקחת בשבילה סיכונים.

תומר גם זו לטובה

שלום לכולם, אני תומר מרשות המיסים, אני לא נכנס לסוגיית העברת הכסף לבנקים, זה נושא שאנו מנסים לפתור אותו עם הרגולטורים הנוספים. כמובן שבנושא הקריפטו אנו מקווים שהרגולציה תתקדם במהרה בצורה הטובה ביותר למדינת ישראל תוך גביית מס אמת, אנחנו שם ורוצים להתאים את עולם המס בהתאם. אנו רואים בעולם הזה עולם נכון אך נדרש בו פיקוח תקין. אנו מקווים שבטווח הקרוב ניתן יהיה לפרסם הנחיות נוספות לציבור, מעולם המס, ואנו מקווים שזה יהיה מהר וטוב הן לציבור הן לתעשייה והן לרשות המיסים. עד היום היינו בין הראשונים שפרסמו עמדות בנושא הקריפטו, כך למשל, עמדה שמדובר בנכס ובמסגרת אסדרת עולם הקריפטו אנו בוחנים את העולם הזה.

שלומי שוב

אתם פרסמתם לפני הרשות לניירות ערך, נכון?

תומר גם זו לטובה

אנחנו פרסמנו עמדה שמדובר בנכס מבחינתנו.

שלומי שוב

אני לא זוכר שיש קוהרנטיות בין העמדות.

תומר גם זו לטובה

ככלל לצרכי מס מדובר בנכס, שיעור המס הוא ידוע, אך במקביל תלוי מה הפעילות שאתה עושה.

עמנואל אבנר

אני מכיר את התחום הזה הרבה מאוד שנים, להסתכל על הקריפטו בתור קלאס אחד זו טעות, כיוון שיש כמה מטבעות שכל אחד מייצג משהו אחר לחלוטין, הביטקוין שומר ערך ואתה גם יכול להשתמש בו כבטוחה לקבלת הלוואות. איטריום יכול להיות גם אמצעי תשלום, ולדעתי הוא יותר מתאים לכך. יש את ה layer 2 שזה כל מיני מטבעות אחרים כמו פוליגון. מטבע כמו פולקדוט משמש בכלל כאינטראאופרבייליטי בין בלוקצ'ן שונים, מטבע סנד משמש למשחקים וכן הלאה. יש כאן עולם שלם של כל מיני נכסים שהם לא דומים אחד לשני, ואם אנו מסתכלים על הקריפטו ואומרים נקבע האם זה נכס, מטבע, נייר ערך, חברה זה לא ככה צריך לבדוק כל אחד לגופו והם ממש לא דומים אחד לשני וזה לא נכון להסתכל עליהם בתור אחד.

ניר הירשמן

חלק מההתבטאויות בתחום גורמות לי להרגיש כמו באסיפת עובדי הטקסטיל במאה ה-19 בדיון האם יש להכניס מכונות תפירה למפעלים. זה כבר כאן. רק לאחרונה חתם נשיא ארה"ב ג'ו ביידן, צו נשיאותי שקובע שכדי לבצר את המובילות האמריקאית בעולם בכלל ובשווקים הפיננסיים בפרט, יש לפעול למען פיתוח אחראי של מטבעות דיגיטליים מבוזרים ודולר דיגיטלי. על פי דו"ח של KPMG 30.2 מיליארד דולר הושקעו בחברות קריפטו ובלוקצ'ין ברחבי העולם בשנת 2021. השוואה לנתוני SNC מראה כי באותה תקופה גויסו 1.77 מיליארד דולר לחברות ישראליות בתחום, כלומר, 5.7% מההשקעות העולמיות. אסור לישראל לפספס את ההזדמנות הזו. יש כאן עשרות חברות המפתחות טכנולוגיה וזוכות להשקעות מכל העולם ולמרות זאת, חברות שונות בתחום סובלות מחסמים משמעותיים, ולעיתים אף מאפליה לרעה.

רון צרפתי

סמנכ"ל כספים ורגולציה בבורסת הקריפטו של ישראל, Bit2C. אני חייב לשים את הדברים על השולחן ולהעלות את המקור של הכאב הכי גדול של התעשייה בארץ כבר שנים, פגיעה שפוגעת בתחרות, בצרכנים ובכלכלה. לב הבעיה זה רשות שוק ההון. דבר אחד זה אי מתן רישיונות. כמו שדיבר ד"ר ברקת מקודם. חיכו שיעבור צו איסור הלבנת הון, ניתן לו את הקרדיט לכמה חודשים בתקווה שזה יפתר וייתנו רישיונות. דבר שני, השקעות של מוסדיים בקריפטו. הדיון פה הוא על הלגיטימציה שלהם, אני לא מבין איך אין לגיטימציה לגוף מוסדי להשקיע את הכסף שלו. אני גם לא הבנתי האם יש איסור להשקעת כספי נוסטרו או רק כספי עמיתים. אני לא מבין מה האמירה פה של הרשות. זה פער עצום ביחס לעולם והעובדה שדוחקים גופים פיננסיים למוסדות וצדדים שלישיים בחו"ל זה בעיה. בנק לאומי פרסם שהוא הולך להציע שירותי מסחר בקריפטן, ושהוא הולך לעשות את זה דרך חברת קריפטו מפוקחת ובעלת רישיון בארה"ב. האמירה של רשות שוק ההון זה שגופי קריפטו ישראלים לא מקבלים רישיון ואז זה דוחף את הבנקים והגופים המוסדיים ללכת לארה"ב לחפש שיתופי פעולה עם גופים זרים בעלי רישיון זר. האם הרשות ובנק ישראל באמת מעדיפים שהכספים

ונכסי הבסיס, הקריפטו, ישבו בארה"ב ולא פה בישראל? בוא נראה אם בנק ישראל יאשר את זה לבנק לאומי. המשמעות היא שהפגיעה בתחרות עצומה, גם אין רישיונות וגם אין השקעות, והכאב הזה עצום והא נתקע אצל המדינה ואצל הרגולטור. עוד דבר, חברת פינטק לא יכולה לעבוד מול מספר רגולטורים שאינם מסונכרנים ושיש בניהם מלחמות אגו. בתקופת הקורונה למדנו את המושג "פרויקטור". אני הייתי מקים פרויקטור לתחום הקריפטו. הייתה כוונה דומה באוצר לרגולטור על פיננסי וזה נעצר. לא יכול להיות שזורקים חברת פינטק לשלושה, ארבעה רגולטורים. לא יכול להיות שכל כך הרבה רשויות מפקחות על תחום הקריפטו ואין פה שום מבוגר אחראי.

טל הפלינג

אני אסכם בשאלה או בקשה לשוק כי אמרו פה הרבה דברים חשובים ונכונים והזמן קצר, אבל לפני כן חשוב לי להתייחס לטענות שעלו פה על התמהמהות והשתהות. כמו שמשוה ברקת אמר- עד שצו הלבנת הון לא נכנס לתוקף, בנובמבר 21, חששנו מעליה בסיכון בתחומי הלבנת הון במצב בו היו ניתנים רישיונות. כלומר- השחקנים, מבקשי הרישיון, היו "עולים למגרש" מול הלקוחות, ולא היו מחילים עליהם חובות זיהוי ודיווח לפי צו הלבנת הון. לרוב, הלקוחות הם אלה שמחפשים את הנותבים להלבנת הון ולכן להעלות גופים כאלו למגרש, קרי לתת להם רישיון בלי שיש צו בתוקף, ובלי חובות לזיהוי ודיווח על לקוחות, זה סיכון מאוד גבוה ברמת המדינה מבחינת חשיפות הלבנת הון. לכן, אנחנו לא חושבים שהיתה התמהמהות אלא היתה המתנה מחושבת לצו. היום אנחנו במציאות בה הצו בתוקף מזה חצי שנה, ומבקשי הרישיון צריכים לאמץ נהלים להטמעתו באופן עבודתם ולשקף זאת במסגרת בקשת רישיונם.

מבחינת מבנה הרגולציה הפיננסית, ממבט על, אפשר למנות כמה סוגים של כללים, בחלוקה גסה, ואני שואלת את המונחים מעולם קצת אחר. יש כללים שבין אדם למקום- קרי בין הגוף הפיננסי למדינה, וכללים בין אדם לחברו- קרי בין הגוף הפיננסי והלקוחות. יש גם כללים שהבסיס שלהם תפעולי יותר, ומגדירים בעיקר סטנדרטים מינימליים לפעילות המערכת, וזאת כדי להבטיח יעילות ושכלול בשווקים, כמו למשל כללים של זמן מקסימלי של סליקת עסקאות. בתחום הזה, של נותני השרותים הפיננסיים בכלל, והקריפטו בפרט, אנחנו יחסית בתחילת יצירת האסדרה, החוק עצמו הוא מ-2017. אז אם להדגים את העקרון שעליו דיברתי, אני מסווגת את הכללים של מניעת הלבנת הון, ככללים בין אדם למקום, וזה הנושא הראשון שהיינו חייבים להסדיר. הנושא השני שבו צריך לטפל באופן מידי, הם כללים בין אדם לחברו- וזה הקשר בין בעל הרישיון ללקוח, ואכן פרסמנו לאחרונה שורה של טיוטות חוזרים בלי אופי כזה שמטרתם להבטיח הגנה על הלקוחות ונכסיהם- סייבר, ניהול סיכונים ושמירת מסמכים. אגב, לא היכינו עד עכשיו עם טיפול בראשי הסיכון הללו, הם קיבלו ביטוי עוד ב-2019 בנוהל הרישוי, שביקשנו ממבקשי הרישיון להציג כלפינו, עוד לפני קביעת הסטנדרטים המחייבים, איך הם מטפלים בלקוחות, לרבות שאלות מאד ספציפיות לקריפטו, לדוגמא- איך מטפלים בבקשות משיכה של לקוחות וכדומה.

חייבים להבין, שכל הסוגיות האלה משפיעות על האמון של הלקוחות במערכת הפיננסית החדשה הזו. אם תחום הקריפטו ישאיר את הלקוחות חשופים לסיכונים מהותיים, התעשייה הזו לא תצליח לעשות את הזינוק שהיא יכולה לעשות. זה חייב להתקיים. מעבר למינימום ההכרחי הזה, לתעשיית הבלוקצ'יין יש יתרון טכנולוגי משמעותי ביחס לסוג השלישי של הכללים ברגולציה הפיננסית-הכללים התפעוליים. קל מאד להדגים אותם בעולם של בורסות, או כללי ברוקראז' בארצות הברית, אבל לא רק. אלו הכללים שקובעים עמידה בסטנדרטים המינימליים, כדי שהמערכת התפעולית תעבוד חלק, בעיקר בהיבטי העברות כספים, סליקת ניירות ערך וכדומה, שמטרתם להבטיח שהמערכות התשתיות של השוק יאפשרו עבודה מספיק יעילה ומשוכללת. בהיבט התשתיתי, אין ספק שהיתרון הטכנולוגי של הבלוקצ'יין הוא אדיר. אגב, אם משהו רוצה להראות שהמודל שלו משפר מהותית את העמידה בכללים מסוימים זה יהיה מעולה לעשות את זה. בהחלט יכול להיות מצב שתוך כדי התקדמות טכנולוגית נזנחים כללים ישנים היות והם מתייתרים, אבל זה העולם הפריבילגי של דיון על רגולציה בבלוקצ'יין ואני חוזרת לעולם הלא פריבילגי עליו אנחנו מדברים כרגע. אז אני חוזרת ומזכירה שאת הטיפול בסיכון הלבנת ההון יחסית פתרנו בישראל, באמצעות האסדרה, ועכשיו מטפלים בסיכונים הלקוחות. בימים אלו אנחנו מטכסים עצה לגבי גיבוש עקרונות שמירת נכס פיננסי-סיכוני קאסטודי. זה סיכון משמעותי מאד, של אבדן נכס של הלקוח, ואנחנו רואים שבתעשיית הקריפטו הוא מתממש לא מעט. אנחנו מגבשים את העקרונות לקיום משמורת לנכס פיננסי של הלקוח, ובוחנים מודלים בעולם, ואני מזמינה אתכם לפנות אלינו אם יש לכם מה להציג לנו בנושא, עוד טרם פרסום טיוטת חוזר. צריך להבין שהאמריקאים מסתמכים בעיקר על כללים של בנקים, רק ללא התחשבות בסיכון האשראי, וגם בטיטת האסדרה האירופאית מדברים על עקרונות של הון, ערבות וביטוח. הרפרנס הבנקאי, בנטרול סיכון האשראי, עושה כאן היגיון, אבל מצד שני, אני חושבת שאם אנחנו כרשות שוק ההון נחיל על נותני שרות בנכס פיננסי שמבצעים שמירה של מטבע וירטואלי את הכללים שנהוגים במערכת הבנקאית בענין הזה, הנטל על התעשייה יהיה כבד, ולכן אנחנו מחפשים את שביל הזהב למה הם כללי משמורת ראויים, שמצד אחד יבטיחו שנכסי הלקוחות מספיק בטוחים, ומצד שני לא יחדלו פעילות של התעשייה לגמרי.

אמיר ברנע

את חשה שאנחנו בפיגור לעונת ארצות אחרות?

טל הפלינג

ממש לא. לישראל חוק מתקדם מ-2017, ונוהל רישוי יעודי לקריפטו מ-2019, אלו שנים מאד מוקדמות ביחס למה שקורה בעולם.

אמיר ברנע

אז איך את מסבירה שאנשים מסיטים לחוץ לארץ ואומרים שאם הרגולטור לא יפעל ההון יברח לחו"ל? איך זה קורה אם המערכת הרגולטורית שלנו איננה בפיגור?

טל הפלינג

בתחומי שיפוט שונים בעולם יש תפיסות שונות. יש גם מקומות שיותר קל לפעול בהם כתוצאה של תת אסדרה, וקיומו של שוק פרוץ, ויש מקומות שבהם הגנות הלקוח יחסית רופפות. אכן העדר צו נכס פיננסי השפיע על היכולת לפעול בישראל, בדגש על הקשר בין גופי הקריפטו לבנקים, שמנהלים את סיכון הלבנת ההון שלהם, ואנחנו מבינים שיש גופים שלגביהם למצב הזה היתה השלכה ישירה על ההחלטה לפעול כאן או שלא לפעול כאן.

אבל אין לנו החלטת מדיניות לקחת בהכרח את הקו המחמיר- אחזור לדוגמא של הסיכון של שמירת נכס פיננסי. הרגולטורים שאחריהם אנחנו עוקבים הם מהמתקדמים בעולם- ה-NYDFS בניו יורק וכן המקביל שלו בווימינג. הדרישות שדורשים שם, בעיקר במונחי הון עצמי, הן כבדות מאוד, וזו החלטה משמעותית האם אנו מתרגמים את זה ישירות לתעשייה כאן ומטילים עליה נטל כך שרק שחקנים עם כתפיים רחבות מאוד יוכלו לעשות משמורת. הרי, סוגיית המשמורת זו סוגיה שמתורגמת לכללי התנהגות כמו הפרדת נכסי לקוחות, היבטי מניעת מעילות והונאות, אבל היא מתרגמת גם לנושאים עם עלות כלכלית כבדה- ביטוח והון עצמי. עכשיו יש פה שאלה של איזון בתכליות החוק, בין הגדלת התחרות ובין שמירה על סביבה בטוחה ללקוח. בכל מקרה, במצב כיום בישראל, של דרישת הון מינימלית לפי החוק, התיאבון לסיכון בתעשייה הוא גדול- יש אפסייד משמעותי לגופים בפעילות, והסיכון הוא לנכס של הלקוחות, ובזה צריך לטפל. במענה לשאלה שלך על הבריחה לחו"ל- אני לא מתחמקת, אנחנו מכירים את המציאות טוב מאוד, אבל כמו שאמרת- סברנו שזה יהיה לא אחראי לתת רישיון קריפטו בישראל, ללא קיומו של צו בתוקף, תוך חשש שלדבר הזה יהיו השלכות על המעמד של ישראל בארגון ה-FATF.

אבישי עובדיה

אני חושב שיש פה איזו הבנה שגויה לגבי השקעות בווב3. אני מגיע מעולמות של קרן הון-סיכון שמשקיעה רק בתחום הזה, לא מדובר במטבעות ומסחר מבחינתנו, אנחנו לא קרן גידור ולא מסתכלים על זה כמסחר, אלא אנו רואים דור חדש של אינטרנט אחרי דור 1 ודור 2, הגיע הדור השלישי. המיזמים שאנו משקיעים בהם הן חברות סטארטאפ לכל דבר. הטוקן הוא חלק משמעותי מהפעילות של אותו מוצר. אז כשאנו מסתכלים על טכנולוגיה, אני רואה את כל הבלבול פה, אנו משקיעים ביזמים וטכנולוגיה ויום אחד היא יכולה להיות סחירה, ומבחינתנו זה Exit Strategy, זיהינו שזה משהו שמבלבל הרבה מאוד רגולטורים. ה-IPO בקריפטו ה מתרחש הרבה יותר מוקדם, הוא יכול להתרחש ממש מיד לאחר שהחברה גייסה כסף ולכן כשאתם שואלים באיזה רשות לתקוף את זה קשה מאוד לענות. אז צריך להבין שיש כאן שינוי פרדיגמה פה. האם זה סחיר או לא זה לא מעניין, אלא אם יש פה טכנולוגיה.

אני מחזק את מה שניר אמר. החברות שלנו יוצאות לחו"ל ומגייסות עובדים בחו"ל, הרבה יותר קל להן בחו"ל. יש עובדים שסוגרים להם חשבונות בנק, והם לא יכולים לקבל את המשכורות שלהם כי הם קיבלו מתישהו איזה בונוס בטוקן, יש כאן הכבדה רגולטורית שהיא לא מהעניין.

שלומי שוב

אבישי אז מה הפתרון שלך, למעשה פרויקטור כמו שרון הציע?

אבישי עובדיה

אני חושב שזה רעיון נהדר, אנחנו מבלים כקרן שלושים אחוז מהזמן בהסברה, לי יש סדרת טורים בגלובס - "מבוא לדור השלישי של האינטרנט", אנחנו עושים הרצאות Web3 לרגולטורים ומוסדיים, ואנו קודם מסבירים מה זה האירוע הזה של הדור השלישי, אבל גם כמה מסוכן ובעייתי שישאל לא תהיה דומיננטית באירוע הזה. כי העולם לא עוצר, 15 מיליארד דולר גוייסו רק ב-2021. וזה בכל הטופ קרנות של ארה"ב. קרנות הפנסיה של האוניברסיטאות בארה"ב השקיעו בקרנות שמשקיעות היום באותו מיזם מבוזר ברחבי העולם. אז הכסף זורם, והשאלה היא האם הכסף שלנו כאזרחי ישראל יזרום גם לשם. כן היית רוצה שיהיה גוף מוסדי שינהל את הכסף וישקיע בצורה חכמה ומוסדרת. התעשייה הזו תלך ותגדל ואני חושש שישאל לא תוכל להדביק את פער העושר הידע והון הזה.

ניצן שילון¹

באופן כללי, דעתי לגבי רגולציה של מטבעות קריפטוגרפים ככלל וביטקוין בפרט, מושתתת על העקרונות המנחים הבאים:

1. המבנה הרגולטורי הקיים אינו מתאים למציאות של מטבעות קריפטו, הן מההיבט של הגנת משקיעים והן מההיבט של פיתוח שוק. לכן, לטעמי, כל ההיצמדות ל Howey test היא אנכרוניסטית. למשל, הדרישה להשקעת "כסף" אינה רלבנטית - חשוב שאנשים שהשקיעו בני"ע על גבי הבלוקצ'יין תמורת עבודה או שירותים יהיו מוגנים, גם אם לא מדובר בהשקעה תמורת כסף מזומן. מאידך, הגדרת ני"ע ככזה עקב ציפיה לעשיית רווחים כתוצאה ממאמץ של אחרים - כפי שמבחן Howey דורש - יכולה בהחלט להיות מרחיבה מידי בעולם של קריפטו, משום שגם מטבעות דיגיטלים מסוימים שהם במובהק סחורות או מטבעות עלולים ליפול להגדרה הזו.
2. לטעמי, מכיוון שבעולם הקריפטו ישנו הרבה פעמים עירבוב של קטגוריות מסורתיות שונות במכשיר אחד, אנחנו צריכים להיצמד לשני עקרונות מנחים. האחד צריך להיות דומה להלכת העיקר והטפל במשפט המנהלי. כלומר, צריך לשאול את עצמינו מהי הפונקציה העיקרית שהמכשיר הקריפטוגרפי מעניק למחזיקים בו. העקרון השני צריך להיות פרשנות תכליתית, ובמסגרתה צריך לשאול איזה סוג של הגנה המשקיעים בכל מקרה נתון באמת צריכים. האם דיני

¹ התווסף לאחר הדיון

ני"ע המהותיים והסעדים הפרוצדורלים הנלווים אליהם - בייחוד התביעה הנגזרת והייצוגית, הם אלה שיגנו על המשקיעים, או פיקוח מוניטרי או אחר יהיה יותר אפקטיבי.

3. אם מצמצמים את הדיון לרגולציה של מטבעות דיגיטלים "אמיתיים" שנועדו להחליף מטבעות פיזיים, כגון ביטקוין, אתריום ולייטקוין, הרי שברור שמדובר בסחורה ולא בני"ע. זה גם מה שיו"ר רשות ני"ע בארה"ב דאז, גיי קלייטון, הכריז עוד ב-2018, ונימק את דעתו בכך שמדובר במטבעות שאינם מהווים חוזה השקעה. מדיניות האכיפה של ה SEC עקבית עם דעה זו גם היום.

אמיר ברנע

אני יוצא קצת מבולבל כי לכאורה מה שאומרת הרגולציה אלה דברים נכונים. האם ניתן לאפשר השקעה בקרנות פנסיה בלי שמובטח הנכס? אני קצת מבולבל כי כולם מבינים שהרכבת יצאה מהתחנה, יכול להיות שאנחנו כקונבנציונליים לא מבינים את העולם הזה עד הסוף, אך אתם הצעירים כן מבינים אותו, ולכן צריך לתרום לו ולעבור אליו. השאלה אבל באיזה מהירות. על פי התעשייה פה העיכוב הוא אצלם. ואני שואל את עצמי באמת כיצד נכון לבנות את המערכת, ולקדם אותה? כי זו מערכת של העתיד. לצערי אינני מסוגל להבין איך וועדת השקעות תחליט אם ומתי להשקיע בקריפטו? אבל כנראה שבגלל שחומר הלימוד שלימדתי או חומר שכלול בספרי הלימוד הישנים יותר ואיננו כולל את אותם פרקים שמדברים על שימושיות הקריפטו.

שלומי שוב

טוב אנו מסיימים. התחושה שלי מהדיון היא שלא מדובר בעוד נושא, אלא בנושא שמשנה סדרי בראשית בכל העולם הפיננסי, והוא מאתגר היטב את מושגי היסוד של תורת המימון. הרגשנו את זה היום במפגש בין מומחי המימון המסורתי לבין נציגי התעשייה. יכול להיות וכנראה שהתחום עדיין לא בשל, אבל התחושה שלי שמדובר בשינוי טקטוני ואנחנו כרגע רק רואים סימנים ראשוניים. המהפיכה המלאה תגיע בעתיד והיא לטעמי תגיע מהדור הצעיר והרגולטורים יצליחו אולי לעכב אותה, אך לא למנוע אותה. על רקע זה אני חושב שזה מאוד נכון ששר האוצר ומשרד האוצר לקחו את הנושא על האג'נדה שלהם וזה עניין ברמה לאומית וכל מה שהם צריכים לעשות זה לקחת את כל הזוויות שהיו פה על השולחן ולשבת כולם ביחד כדי לקבל החלטות שישמרו ואף יחזקו את היתרון האיכותי של ישראל.

על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (FVF) Fair Value Forum, הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן, בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: www.fvf.org.il