

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

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: 2 בנובמבר 2017

נושא המפגש: "תופעת ה-ICOs: האם מטבע דיגיטלי הוא נייר ערך במסגרת גיוס הון?"

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון.

אורחים שנכחו בדיון: ד"ר טל מורן (הבינתחומי הרצליה), מני רוזנפלד (יו"ר איגוד הביטקוין הישראלי, אייל הרצוג (Bancor), רינה כהן פחימה ועדן לנג (מחלקת תאגידים, רשות ניירות ערך), ליאור יפה (ג'לורידה), ד"ר אביחי רפפורט (Rapaport Flagship Limited), רועי שטיין ונדב שטיינברג (בנק ישראל), גיא רוכמן ושלומי זצינגר (אמרלדמדק), יעל רוזנצוויג (גוגל).

נוכחים: פרופ' אמיר ברנע, רו"ח שלומי שוב, עו"ד נחמה ברין (גולדפרב זליגמן), עו"ד יובל זילבר (הרצוג פוקס נאמן), עדי סקופ, רו"ח דב ספיר (המוסד הישראלי לתקינה), רו"ח לילי איילון, אבי לוי (מליסרון), רו"ח אודי גרינברג (BDO), רו"ח רקפת רמיגולסקי, אבי שחר, רו"ח מיכה ארד (Deloitte), עו"ד בנימין בן זמרה, רו"ח דודי ברנד, טל גונן, ניצן סנדור (פישר בכר חן), יוסי רזניק, רמי ארמון, עו"ד ארנון שגב, ד"ר דוד רביע (האוניברסיטה הפתוחה), שמוליק ויינשטיין, אביטל וינרב-צוהר ופבלו סלבין (רשות המיסים), אורי שטיין, ד"ר סאמר חאגי יחיא, ד"ר אפרת טולקובסקי (הבינתחומי הרצליה), פרופ' עמיר ליכט (הבינתחומי הרצליה), משה אטיאס, ד"ר מורן אופיר (הבינתחומי הרצליה), רו"ח גיא טביביאן (Deloitte), ליאת מייזלר (הרצוג פוקס נאמן), רו"ח שגיב מזרחי (BDO), ד"ר אסתר גלעזרן, (מחלקת הערכות שווי, רשות המיסים בישראל), עמנואל אבנר, רו"ח רני שחם, אילן פלטו (איגוד החברות הציבוריות), שגית סבג (אנטרופי), רו"ח טל דננברג, רו"ח יובל הרמן, גל גונן (Margins, יעוץ כלכלי).

צוות מקצועי: ענבל מועלם ובר ויגודמן.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

בוקר טוב לכולם, תודה רבה שהגעתם, אנחנו פותחים את השנה השביעית של פורום שווי הוגן. הנושא שבחרנו הוא נושא רותח שנמצא לאחרונה הרבה בכותרות, ניתן לראות זאת הן בתקשורת הן במחיר הביטקוין והן בהצלחת ה-ICOs שלא בטוח שיש לה בסיס אמיתי. מסביב לשולחן ניתן למצוא מגוון מאוד מעניין של אנשים, מעבר למשתתפי הפורום הרגילים ניתן למצוא כאן אנשי טכנולוגיה ויזמים. מדובר בדו שיח חדש שאנו טרם יודעים לגמרי איך יש להתייחס אליו. לדיונים מסוג, במיוחד על קרקע לא חרושה, זה קיימת חשיבות גדולה, מטרתם היא לקחת את כל המוחות מכל הזוויות ולנסות להתגבש על כיוון.

תופעת ה-ICOs קיבלה תאוצה אדירה בשנה האחרונה, נהוג להגדיר ICO כאירוע גיוס של חברת סטארט-אפ באמצעות מטבע דיגיטלי לא מבוזר אשר מכונה Token או אסימון. התקבולים אותן מקבלת החברה באמצעות ההנפקה משמשים אותה לפיתוח טכנולוגיה או פרויקט מסוים. המשקיעים מקבלים את אסימוני החברה, אשר הזכות המקובלת המובנית בהם היא הזכות לשירותים שהחברה תייצר בעתיד ככל שהפיתוח שלה יצליח. ב-ICO אין תשקיף מכיוון שלא מדובר, לפחות לעת עתה, בהנפקת ני"ע, אך יש מסמך לבן (White Paper) שבו החברה מסבירה בכלליות על עקרונותיה ועל האסטרטגיה שלה. מעיון שלי במספר White Papers הם אינם מייצרים מחויבות ספציפית של החברה כלפי המשקיעים באסימונים שלה. מעבר לכך, נתקלתי בחברה שגייסה כסף באמצעות White Paper עם עקרונות מסוימים ולאחר ההנפקה שינתה את הפיתוח ואת התחום בו היא עוסקת. מכיוון שבסיס הדיון כאן הוא טכנולוגי, שהרי ההתפתחות החדשה מתבססת על טכנולוגית הבלוקצ'יין, נשמע בקצרה גם על צד זה של ה-ICOs.

צורת האסימונים מאתגרת את כל התפיסות המקובלות אותן אנו מכירים. כאשר אנו בוחנים את האסימונים הם דומים במידה רבה למניה או למניית בכורה, אמנם הם אינם מקנים בד"כ זכויות בהצבעה או ברווחים, אך הערך שלהם נוצר מכך שהחברה אשר הנפיקה את האסימונים תצליח, ולהפך. מעבר לכך, ללא קשר להגדרה המדויקת של ני"ע, המונח ני"ע עצמו מתאים מאוד להגדיר את אסימונים אלו מכיוון שהרוכשים אותם הם לקוחות עתידיים אלא משקיעים אשר מצפים ליצור ערך כתוצאה מהצלחת פיתוח החברה. כלומר, הלקוחות העתידיים ירכשו את השירותים באמצעות המרה טכנית פשוטה של כסף "רגיל" לאסימונים של אותה חברה ספציפית.

חשוב לציין שהנתונים מלמדים שמדינת ישראל, למרות היותה מדינה קטנה, חזקה מאוד בתחום ה-ICOs. לישראלים משקל לא מבוטל בהתפתחות המואצת העולמית של התופעה. נכון לזמנו, ההנפקה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

השניה בגדולה ונכון להיום חמישית בגודלה, היתה של BANCOR בסך של 153 מיליון דולר ב3 שעות והיא ישראלית והיזם שלה, אייל הרצוג, נמצא כאן.

שאלה משמעותית שתהיה חלק מהדיון היא – עד כמה תופעת ה-ICOs היא כאן בשביל להישאר ועד כמה היא תעבור Adjustments. לפעמים שמשו לא מבוקר ולא מפקח, בדומה לתופעה זו, הוא "משתולל". עם זאת, בהחלט יכול להיות שהמסקנה אליה נגיע היא שהבסיס נכון ומוצק ותופעה זו נמצאת כאן בשביל להישאר, תוך התאמות מסוימות. נקווה שזה לא יגיע כתגובה למצב משברי.

כאשר מסתכלים מבחינת הגדרה טכנית של זכויות בהצבעה וברוחים על מנת לבחון האם ההחזקה באסימונים מהווה החזקה במניה, הדבר אינו מסתדר. אך אם מסתכלים בראיה מהותית רחבה יותר, יש התאמה חזקה בין החזקה במניה לבין החזקה באסימון. זה ברור שכאשר נכתב חוק ני"ע לא חשבו על טכנולוגיה מסוג זה. ניתן לראות שמאפייני הנפקת האסימונים הנעשות ע"י חברות הסטארט-אפ דומה למאפייני הנפקת מניות. לעיתים קרובות אף חברות אלו משתמשות באסימונים על מנת לשלם לספקים לתגמל ולתמריץ את העובדים, לרבות שימוש באופציות על אסימוני החברה בדומה למניות.

מעבר לכך, חשוב מאוד לבצע הבחנה בין המטבעות הדיגיטליים המבוזרים לבין האסימונים, אשר הינם פחות מבוזרים, להבדיל ממטבעות מבוזרים דוגמת הביטקוין, שלא עומד מאחוריהם גורם מסוים. על המטבעות הדיגיטליים המבוזרים, נשאלת שאלה לגמרי אחרת - האם הבנקים המרכזיים יכירו בו כמטבע. בשונה מכך, האסימון הוא מטבע דיגיטלי מאוד מיוחד אשר "מריח" יותר כמניה.

בריוכללי החשבונאות הקיימים לא ערוכים לטפל במטבעות הדיגיטליים. השאלה החשבונאית מתעוררת משני הצדדים: צד המשקיע אשר רוכש את האסימונים וצד הסטארט-אפ אשר מבצע את ההנפקה. כללי החשבונאות לא ערוכים להתמודדות עם מטבעות דיגיטליים, דוגמה לכך ניתן לראות באופן הטיפול בביטקוין. היות ובנקים מרכזיים לא מכירים בו הוא אינו יכול להוות מזומן, אך קשה להגיד שלא מדובר בנכס פיננסי אשר צריך להימדד בשווי הוגן. לדעתי, בסופו של דבר החשבונאות תגיע לשם וכך הוא יימדד. נכון לעכשיו, בהיעדר כללים, הטיפול בפרקטיקה הוא מוזר. הביטקוין מטופל בדרך כלל כנכס בלתי מוחשי אשר בסיס המדידה הרגיל שלו הוא עלות. גם אם יאומץ לגביו מודל הערכה מחדש של נכסים לא מוחשיים על בסיס קיומו של שוק פעיל הרי שהיישום של מודל זה לגבי הביטקוין הוא מוזר ולא תואם את מהותו.

מהצד של החברה שמבצעת ICO, מדובר בשאלה מורכבת יותר, לא ברור האם זה אקוויטי, נייר ערך, או בכלל קיימת גישה (טכנית לטעמי) שאומרת שמדובר במכירת תווי קנייה עתידיים. לדעתי, היות

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ורוכשי האסימונים אינם לקוחות, אלא משקיעים והיות והשירותים שיווצרו בעתיד אינם מזוהים, מה גם שכלל לא בטוח שיפותחו, לא ניתן להגיד שמדובר במכירת תווי קנייה. יש כאן בעיה שמוסדות התקינה יצטרכו לטפל בה, אך הם לא יהיו הראשונים לכך. הטיפול בה יחל רק לאחר שיהיו מספר קביעות של הרגולציה. מעבר לכך, אני מעריך כי התקינה החשבונאית תתחיל לבצע התאמות בצד הקל יותר – שהינו צד המשקיע, אבל בסופו של דבר הכל יגיע.

לשאלות החשבונאיות יש גם השלכות מס מאוד גדולות. אחת הדוגמאות לכך היא צורת ההתייחסות לביטקוין. במידה ויהיה מדובר במזומן מבחינה מיסויית, עליית ערך שלו לא תהווה אירוע מס. אך אם צורת ההתייחסות אליו תהיה ככנס ייתכן ויהיה מדובר בתוצאה אחרת. אגב מני, האם יחיד שמרוויח על ביטקוין יכול לקבל את הכסף אחר כך? האם הבנקים בישראל מוכנים לקבל את זה?

מני רוזנפלד

תלוי במספר משתנים, כמו באיזה סכומים ובאיזה בנקים מדובר. כיום בנקים אינם מקבלים ביטקוין אך יש כאלה שאינם חוסמים את העברתו. בארץ קיימים חלפנים ובורסות אשר עוסקים בהחלפת ביטקוין בשקלים, ודרכם ניתן לבצע את ההחלפה, כל עוד הבנק של המחליף לא יחסום את ההעברה.

שלומי שוב

קיימות השלכות מס נוספות לכך, דוגמה נוספת לכך היא ההתייחסות לכסף המתקבל אצל החברה אשר מנפיקה את האסימונים. במידה ומדובר בהכנסה קיים אירוע מס, בעוד שבמידה ומדובר בנייר ערך זה סיפור אחר. גם השאלה האם חייב במע"מ זו אחת מהשאלות המרכזיות. לבסיס הדיון יש השלכות מאוד גדולות, הן מבחינת רגולציה והן מבחינת מיסים, מדובר ב"שטח לא חרוש" שכל צעד שיתרחש בו ישפיע על הצעדים הבאים. ה-SEC, רשות ניירות הערך בארה"ב, הציבה את נושא ה-ICOs כאחד משני נושאים מרכזיים אשר עומדים כיום בראש מעייניה, יחד עם אבטחת סייבר. למיטב הבנתי לא הכריזו רשמית, אך ניתן לראות מהצעדים שלהם עד כה כי כיוון ההתייחסות לכך הוא כנייר ערך.

המצב כיום הוא ששוק המטבעות הדיגיטליים רותח ונמצא מחוץ לכנפי כל רגולציה. לאחרונה כל מה שקשור למטבעות דיגיטליים מזנק, קראתי השבוע על חברה בריטית שרק בעקבות הכנסה של השם בלוקצ'יין לשם שלה, הביא לזינוק בעשרות אחוזים בשווי המניה.

בעקבות כך, נוצרה סיטואציה שבה קיים חשש להונאות, מעשי מרמה, הלבנות הון ואף בועה פיננסית. אי כניסת הרגולציה מעלה חשש להתפתחויות שליליות של תופעה זו. עם זאת, זה לא אומר דווקא ש-

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ICO הוא כלי לא טוב שלא יישאר כאן לטווח ארוך. אך ייתכן כי בסופו של דבר אפילו הדמוקרטיה יאלצו להגן על עצמם מפני הנפקות אלו. קיים כאן פרדוקס – הדמוקרטיה אשר מאפשרת את החופש הטכנולוגי ולא מונעת שימוש בכלי הטכנולוגי הזה, עומדת בפני ערעור - דבר זה מעלה את החשיבות והדחיפות של הצורך של הדמוקרטיה בעולם להתמודד עם תופעה זו.

אמיר ברנע

תופעה זו חורגת ממתכונת המודלים הקונבנציונליים של הערכות שווי. ואין שום מודל היוון מסודר שיוודע להתמודד עם תופעה זו. מהו שווי הוגן במקרה זה? למיטב ידיעתי עדיין אין בנמצא מודל היוון מסודר בספרות המקצועית שיוודע להתמודד עם שווי נכס זה. אנו מודעים לשכיחות מצבים בהם קיים פער בין שווי שוק לשווי הוגן וקיימים הסברים המצמצמים את הפער. אולם במקרה הנוכחי אין נקודת פתיחה תזרימית שמתבססת על עוגן פעילות קיים. בהנחה שאין זו דעה מסוג הטוליפ מהולנד או תרגיל פונזי אפשר לצפות שמומחי הטכנולוגיה של תקשורת המונים יסייעו לנו הכלכלנים המסורתיים לפתח מודל שיקנה איזשהם היבטים לגורמים הכלכליים קובעי שווי בעולם רציונלי.

שלומי שוב

כפי שניתן לראות בפורום היום יש לנו כאן הרבה אנשי הרגולציה: רשות המיסים, רשות לניירות ערך ובנק ישראל. אנו יודעים שכל אמירה שלהם כאן היא רגישה ולכן לא נקשה עליהם מבחינה זו. אנחנו נשמע סקירה קצרה על טכנולוגית הבלוקצ'יין מד"ר טל מורן, המומחה במרכז הבינתחומי לבלוקצ'יין. תופעה זו מחברת בין תחומי שונים, ניתן לראות את השילוב בין בתי הספר למנהל ומדעי המחשב, זה העולם החדש. השאלה המעניינת ביותר בדיון שלנו היא האם לא מדובר בתרמית אחת גדולה ותופעה זו היא כאן כדי להישאר. ככל שהתופעה דורשת יותר פיקוח, כך נשאלת השאלה האם הרגולציה בכלל יכולה להיכנס לזה.

טל מורן (מצורפת גם מצגת רלוונטית)

- על מנת להגדיר מזה מטבע קריפטוגרפי תחילה נגדיר מזה מטבע. התכונות של מטבע שאנו צריכים:
- שייכות/שליטה במטבע – מישהו יכול להגיד שהמטבע שייך לו ואני לא יכול לקחת לו את השליטה במטבע בלי רשות. אני יכול להגיד איפה הכסף נמצא.
 - מטבע פיזי - קונצנזוס, קל להסכים שיש מטבע פיזי, קל להסכים כשיש גורם אחד מרכזי כמו בנק מרכזי.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

- לא מספיק שאנחנו מסכימים איפה הכסף נמצא, דרוש גם שהטרנזקציות יהיו בלתי הפיכות. אין מטבע אם ניתן לשנות בדיעבד את מה שקרה, דרוש חץ זמן.
 - נדירות – אם ניתן להמציא כמה כסף שאתה רוצה לא יהיה ערך למטבע.
- כמובן שעל מנת שיהיה מטבע נדרשות תכונות נוספות, אך אלה התכונות המרכזיות שאני הולך להתמקד בהם.

כעת נתייחס למה הופך מטבע ממטבע רגיל למטבע קריפטוגרפי? אנו בעצם נדרשים לשתי תכונות נוספות על התכונות הקיימות למטבע רגיל. התכונה הראשונה שאנו נדרשים אליה היא שהמטבע יהיה מבוזר. במטבעות ה"רגילים" אנחנו בעצם סומכים על בנק או ממשלה אשר הינם הגורם השולט. במקרה זה אין גורם יחיד שאתה סומך עליו, אנו מחלקים את האמון שלנו בין הרבה גורמים, אם זה בין עשרה בנקים או בין כלל האינטרנט כמו בביטקוין, הדבר הזה נקרא מבוזר. התכונה השנייה אשר מייחדת מטבע קריפטוגרפי היא מטבע שהוא Permissionless. כלומר, שאנו לא נדרשים לרשות של אף אחד על מנת להשתתף במנגנון השליטה והבקרה במטבע, ניתן לקחת מחשב ולהצטרף. חשוב לציין כי בעקבות ה"באז" הגדול שנוצר מבלוקצ'יין לעיתים קיים בלבול לגביו. כאשר בנקים מדברים על בלוקצ'יין פרטי הכוונה היא למערכת פרטית להעברת כספים בין מספר קטן של בנקים ולא לשימוש של כלל האינטרנט בדומה לביטקוין. בלוקצ'יין פרטי אינה טכנולוגיה חדשה, אלא ידענו עליה כבר הרבה קודם. המהפך שנעשה שעליו אנו מדברים זה בעצם המהפך של הפיכת הבלוקצ'יין ל-Permissionless.

כעת, ממש על רגל אחד נרחיב על איך עובד מטבע קריפטוגרפי. בשביל שתהיה לנו שליטה במטבע אנו משתמשים בטכנולוגיה יחסית ותיקה (שנות ה-70) – חתימות דיגיטליות. חתימה דיגיטלית היא זוג מפתחות, מפתח פומבי ומפתח פרטי. באמצעות המפתח הפרטי אני יכול לייצר חתימה על כל טקסט, מסמך או קובץ ולייצר באמצעותו פיסת אינפורמציה נוספת שהיא החתימה על הקובץ. באמצעות המפתח הפומבי אני יכול לפרסם אותו לכולם ולבדוק את החתימה. בנוסף לכך, באמצעות המפתח הפומבי ניתן לבדוק את החתימה. אם נותנים לי את טקסט החתימה ואת הקובץ בו היא נמצאת ניתן להריץ תוכנית פומבית (אשר ניתנת לשימוש ע"י כולם) אשר תבדוק האם מדובר בחתימה שהיא טובה או לא. למה זה עוזר לנו? כאשר אני אומר שמטבע שייך למישהו ספציפי הכוונה היא לא לאדם ספציפי אלא למפתח פומבי ספציפי. כל מי שיש לו מפתח פומבי אשר תואם למפתח הפרטי יכול לייצר מסמך שאומר שהוא מעביר את המטבע השייך לו למפתח פומבי אחר. את העברה זו כל אדם יכול לבדוק באמצעות המנגנון שדיברנו עליו קודם לכן. טכנולוגיה זו היא טכנולוגיה ותיקה בעלת בטיחות טובה אשר כיום לא יודעים לשבור אותה, כלומר כיום לא יודעים לשבור חתימות דיגיטליות. מדוע זה לא

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מספיק? ברשת אין לנו שידור מידי, אם אני רוצה לעביר הודעה לכל האנשים בעולם, אני לא יכול לדאוג שההודעה תועבר לכל האנשים בעולם בדיוק באותו זמן. הבעייתיות כאן נובעת בכך שאנשים בעולם יקבלו הודעות בסדר שונה. חשוב לנו מאוד שכל העולם ידע ויסקים על סדר הטרנזקציות, זאת על מנת שיהיה קונצנזוס. הפתרון של בעיה זו היא לקבל החלטה בצורה דמוקרטית – הרוב יקבע. כאשר אנו יודעים מראש מי משתתף אין בעיה לערוך הצבעה שתהיה מוסכמת על כולם. הבעיה כאן היא שבאינטרנט אין שום דרך לזהות שהמשתתפים הם אנשים אמיתיים (ולא לדוגמה אדם אחד המתחזה באינטרנט למיליון אנשים שונים), כתוצאה מכך הצבעה כזו באינטרנט אינה יכולה להיות תקינה. בעיה זו נראתה עד המצאת הביטקוין כבעיה לא פתירה. ההברקה הטכנית של נקמוטו (ממציא הביטקוין) הייתה להתעלם מהזהות של אנשים בתור אנשים. במקום לתת הצבעה פר בנאדם ניתן הצבעה פר Cycle של CPU. מצב זה הוא טוב יותר מכיוון שניתן להוכיח מתמטית שה-CPU שלי עבד מספר של Cycles. כתוצאה מכך, במקום ההנחה שדרוש שיהיה בהצבעה רוב הוגן של אנשים, ההנחה תהיה שדרוש רוב הוגן של CPU. אם נסתכל איך נשלט כוח מחשוב בעולם, נגלה כי רוב השחקנים הם הוגנים, כלומר יעקבו אחרי הפרוטוקול שאני מבקש מהם. בהסתכלות יותר טכנית, במקום לעשות הצבעה רגילה אנחנו עושים הגרלה, כאשר כל אחד מנסה לפתור פאזל. הפאזל אמנם קשה אך מאוד קל לוודא את התשובה הנכונה. הראשון שמצליח לפתור זוכה בלקבל את ההחלטה מהי היסטוריית הקונצנזוס מאז הפתרון הקודם של הפאזל. פתירת הפאזל יוצרת בלוק אשר אוסף כל הטרנזקציות מאז הבלוק הקודם. מעבר לכך, יצירת הבלוק גם יוצרת פאזל נוסף אשר יוצר בלוק נוסף, ומכאן מגיע המונח בלוקצ'יין (שרשרת בלוקים). בטיחות המערכת בנויה על העובדה שרוב כוח המחשב נשלט ע"י שחקנים הוגנים, כך שהשרשרת תמיד מתארכת יותר ע"י שחקנים אלו וע"י זאת ניתן לזהות את הבלוק הנכון, הארוך ביותר. זהו תיאור המצב בביטקוין, קיימות שיטות חדשות שהן קצת שונות אבל הרעיון בכולם דומה.

נחמה ברין

למה שאנשים ינסו לפתור את הפאזל?

טל מורן

קיים תמריץ לפותר הראשון. במקרה של ביטקוין, התמריץ הוא קבלת מספר ביטקוין על כל בלוק, זאת ע"י איסוף סכום קטן שאשר נאסף מכל הטרנזקציות שהתרחשו אשר יצרו את הבלוק, כלומר עמלה. העמלות נדרשות על מנת שהמערכת תמשיך להיות מתומצת. מישהו חייב לשלם על כך שהעולם מריץ כל הזמן את ה-CPU שלו.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מזה לא בלוקצ'יין? בלוקצ'יין הוא לא פרטי, הוא אינו מסתיר מה קרה, זאת על מנת להבטיח את אמינות המערכת. בכל בלוקצ'יין קיים Ledger, אשר בתוכו ניתן לראות את כל הטרנזקציות אשר התרחשו. אמנם לא רואים את שמות האנשים, אך רואים את המפתחות הפומביים אשר מכילים מספיק אינפורמציה על מנת להגיע לאדם האמיתי. כאשר זיהית שמפתח פומבי שייך למישהו, ניתן לעקוב אחריו בכל ה-Ledger. מעבר לכך, כפי שאמרנו קודם, חייבת להיות עמלה מסוימת מכל טרנזקציה על מנת שיהיה תמרוץ לאנשים להריץ את ה-CPU שלהם והמערכת תפעל. כלומר, בלוקצ'יין אינו זול. יתרה מזאת, כרגע הבלוקצ'יין אינו מהיר. לביטקוין יש מגבלה של 5 טרנזקציות לשנייה, מגבלה קשה שמנסים להתגבר עליה. בהשוואה לויזה למשל, אשר יכולה לעשות 200,000 עסקאות בשנייה מדובר במערכת איטית. זוהי הבעיה הטכנית הכי גדולה אשר המון אנשים בעולם עובדים על פתרון עבורה.

אוסף בקצרה על Smart Contracts (חוזה חכמים). עד עכשיו דיברתי על מטבע בתור מטבע הניתן להעביר אותו ויש לו שליטה ע"י מפתח פומבי אחד. מבחינה טכנית, המטבע לא נראה כך, לא כתוב שהוא שייך למפתח פומבי אחד, במטבע קיים חתימת קוד קטנה האומרת למי שייכת הזכות להעברתו. כלומר, למי ניתן להשתמש בו, זה בעצם ה-Smart Contract. יש Smart Contracts חכמים יותר, לדוגמה מספר אנשים מסוים שיכול להחליט על העברה של מטבע השייך לקבוצה גדולה יותר של אנשים. קיימת גם בעייתיות בכך, במידה ויש באג בקוד של החוזה למשל, ניתן לנצל את הבאג לגנוב מיליארדים ואין מה לעשות עם כך, כי העברת הכסף התבצעה על פי החוזה.

עמנואל אבנר

ה-Ledger שאתה מתאר, האם הוא מראה את פקודות היומן בלבד או גם את היתרות (מאזן)?

טל מורן

תלוי במטבע, אך ברוב המטבעות ה-Ledger כולו חשוף, ניתן לעבור על כולו מההתחלה ועד הסוף ולסכם את כל הפעולות. יש מטבעות אשר מטרתם להיות פרטיים, ששם לא ניתן לראות כלום, ה-Ledger עצמו לא חשוף.

שלומי שוב

לפני תחילת הדיון אני חייב לתת גילוי נאות שליויתי חברת סטארט-אפ וכתבתי חוות דעת בנושא ICO. נפתח את הדיון עם היזמים, אייל נפתח איתך, ספר לנו קצת על החוויה שלך מהזווית היזמית כרקע לדיון.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אייל הרצוג

אני יזם עשרים שנה, הסטארט-אפ הראשון שלי היה בשנת 1998 – רשת חברתית. לאחר מכן עשיתי את מטהקפה, אחד האתרי אינטרנט הכי גדולים שיצאו בישראל, חמישים מיליון מבקרים בחודש, כמעט הצלחנו להיות Youtube אך לא ממש. ב-2011 התחלתי להגיע למפגשי ביטקוין עם מני עוד כשהיו שם שבעה אנשים בלבד. בתקופה ההיא מאוד התלהבתי מהטכנולוגיה אך לא היה לי הרבה מה לעשות איתה במשך הרבה מאוד שנים, זאת עד יציאת האיתריום. עם יציאת האיתריום התחלתי להבין שקיימת דרך נוספת לגיוס כספים מלבד גיוס בתמורה למניות. לקח לנו הרבה זמן של מחקר בשביל להבין על מה מדובר פה. בסופו של דבר התובנה שלנו הייתה שכל תחום ה-Venture Financing, היה מכונס למניות עד היום כתוצאה ממגבלות טכניות בלבד. איתריום הוכיח שאפשר לעשות את זה אחרת. איתריום הוא ארגון ללא מטרות רווח, אשר מכר מטבע בסכום כולל של 18 מיליון דולר תמורת 30 סנט למטבע שנקרא איתר. איתריום רצו לפתח את מערכת החוזים החכמים תמורת הכסף, בתקווה שהפיתוח יהיה שימושי, אנשים יצרכו את המטבע ובכך ייווצר ביקוש עבורו שיעלה את ערכו, פעולה זו עבדה. כיום, התפוצצות הנפקות ה-ICOs נערכת על הפיתוח של איתריום, דבר אשר יצר ביקוש עצום למטבע שלהם, אשר קפץ ב-100,000%, כלומר 30 סנט הפכו ל-300 דולר. הם הראשונים שהוכיחו את המודל שאין חובה במניה שתיתן לך שליטה וזכויות וברוח. ניתן לעשות משהו כ-Open Source, ללא כוונות רווח וליצור כלכלה אשר אני קורא לה כלכלה אונליינית. מטרת הכלכלה היא לא להרוויח, אלא שהכלכלה תגדל ותתרחב ושווי המטבע שלה יעלה, פונקציית המטרה כאן היא שונה. הם יצרו טכנולוגיה אשר באמצעותה כל אדם באמצעות מספר שורות קוד יכול להנפיק מטבע. המטבע עובד מכל טלפון, יכול להיות מבוזר, לא ניתן לעצור אותו וניתן לקבוע כי גם למי שהנפיק אותו לא תהיה שום שליטה עליו. הטכנולוגיה הזאת היא שמאפשרת ליצור כלכלה אונליינית.

שלומי שוב

ספר לנו קצת על המודל שלכם, איך אתם (בנקור) נכנסים לתהליך, אתם עובדים למטרות רווח?

אייל הרצוג

ויטלי, מקים איתריום ואחרים נוספים הרוויחו כמה מאות מיליוני דולרים. המודל אומר שכאשר מישהו מקים כלכלה והיא הופכת להיות מוצלחת, דוגמת איתריום, גם אם מדובר במלכ"ר הוא ירוויח. מצב כזה ניתן להשוואה למשפחת רוטשילד, שככל הנראה הרוויחה מכך שהקימה את כלכלת מדינת ישראל. המצב אינו דומה להקמת חברה, ICO יותר דומה למקרה שבו קונים מטבע של מדינה, כי מאמינים שהכלכלה תגדל והערך של המטבע יעלה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

כיום, אתה מחזיק גם את מניות המייסדים וגם את האסימונים?

אייל הרצוג

מדובר בשני גופים מאוד שונים, כפי שאמרתי – הכלכלה היא ללא כוונות רווח והיא מוגדרת לפי המטבע שלה. הסכומים שגייסנו מיועדים להרבה חברות ולא רק לאחת, המטרה היא לייצר כלכלה. מצב שבו יש לי מניות בחברה ספציפית דומה לכך שקיים Coin Base בביטקוין, והיא גייסה 100 מיליון דולר. מדובר בחברה ענקית שפועלת בתוך הכלכלה של ביטקוין, באותו אופן צריך לחשוב על המניות ועל המטבעות.

אבי לוי

החברה משלמת לעובדים שלה בביטקוין?

אייל הרצוג

יש 4 מיליארד דולר של מסחר ביום של מטבעות וירטואליים. כאשר רצינו להמיר ביטקוין לדולרים זה לקח שניה, המטבעות האלו נזילים, כמו שניתן להמיר מניות של אפל לדולרים. אם גייסתי כסף באיטר, זה לא אומר שאני צריך לשלם לעובדים שלי באיטר. ניתן להמיר את האיטר לדולרים ואת הדולרים לשקלים וכך אני משלם.

שלומי שוב

הבורסה היא כבר לא מה שאנחנו חושבים. אני רוצה להבין את הרווח שלך כיום, בסופו של דבר אתה צריך להתפרנס.

אייל הרצוג

נתתי את הערך של ויטלי, 300 מיליון דולר ערך של מטבעות זה לא רווח? מזה שהוא יצר כלכלה ללא מטרות רווח שהצליחה.

שלומי שוב

עליית הערך של המטבע. זה מאוד דומה ליום שמחזיק מניות שערכן עולה.

אייל הרצוג

בוודאי, זה דומה למישהו שמחזיק ביטקווינים, זה דומה למישהו שמחזיק מטבע של מדינה, כל נייר ערך שערכו עולה זה רווח הון.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ליאור יפה

התחלתי להתעניין בתחום הבלוקצ'יין בתחילת 2014 כשהביטקוין קפץ. נכנסתי כמתכנת לפרויקט Open Source והתחלתי להבין את היישומים המדהימים שיש לטכנולוגיה זו. על מנת לפתח יישומים אלו נדרשים המון כסף ועבודה. לצורך כך, אני ושותף הקמנו חברה בע"מ והתחלנו לנסות לגייס כסף על מנת לבנות דברים בתחום הבלוקצ'יין. אף אחד לא התייחס אלינו ברצינות, ומי שהסכים להשקיע רצה 40% מהחברה. בתחילת 2017 הופיע מודל ה-ICO, שמאפשר ליזם לגייס כסף בלי לתת אקוויטי בחברה. אנחנו מגייסים את הכסף ע"י כך שאנחנו נותנים טוקן שיוכל לשמש בבלוקצ'יין העתידי שלנו. זה יותר מתקדם מביטקוין ואיתריום וזה הולך לשנות את העולם. כשמישהו קונה את הטוקן, הוא קונה את הזכות לעשות טרנזקציות בבלוקצ'יין שלנו. זה לא מניח ולא זכויות הצבעה בחברה, זה כמו לקנות תוסף למשחק על מנת לשפר את ביצועי המשחק שלך. לגבי הפורום הזה – כל אחד חושב שיש לו פטיש ומסמר, ואני טוען שזה לא מסמר, זה משהו אחר שצריך ללמוד אותו. מע"מ אומר שזו סחורה, מס הכנסה טוען שזה רווח הון ושוויצרי יגיד שזו לא סחורה ולא הכנסה אז הוא לא ייקח על זה לא מע"מ ולא רווח הון. רשות ני"ע אומרת שלא מדובר במניה וכל היזמים הישראלים הולכים לשוויץ וכמות היזמות שיש היום בישראל בתחום הזה היא אפס כי זה בלתי אפשרי. מצד שני בשוויץ נפתחות כל חודש אלפי חברות שעוסקות בטכנולוגיה זו. לדעתי הכלכלה השוויצרית תצמח בכמה אחוזי תוצר השנה רק בעקבות זאת. בישראל, בתור ה-Start-Up Nation, יש 2 אפשרויות – הראשונה היא להחליט איך למסות, זו כלכלה גלובלית לחלוטין, הרווח מהמיסוי יהיה אפס. לעומת זאת, אפשר לנקוט בגישה של שוויץ וסינגפור – להבין מזה, איך למנוע מרמאים להיכנס לתחום, לעשות רגולציה ולהביא לפה את היזמים כדי שלא יחפשו מקומות אחרים להנפיק בהם.

גיא רוכמן

אמרלדמדיק חברה שנרשמה בישראל ועשינו זאת חרף ייעוץ מחלק מהגורמים שלא להירשם כאן בארץ מכיוון שהרגולציה לא הייתה ערוכה לתחום הבלוקצ'יין בכלל ולנושא הנפקות ה-ICO בפרט. חוסר וודאות דבר שאינו חיובי לשום פעילות כלכלית ובוודאי שלא לחברות הזנק.

באתי לכאן בכדי לפנות ולבקש ממקבלי ההחלטות – לאפשר ולסייע לנו להישאר פה, לתמוך בנו. ישראל היא מעצמה מבחינת הידע בתחום הבלוקצ'יין. אנחנו מקווים לייצר ערכים וגם מקומות עבודה חדשים

באמרלדמדיק אנחנו מפתחים טכנולוגיה לזיהוי, אימות, וניהול הרקורד הרפואי ושואפים לאפשר מצב בו התיק הרפואי של כל אחת ואחד מאתנו המטופלים (וכל אדם הוא מטופל בשלב כשלהו בחייו)

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יהיה אחד וזמין לנו עצמנו ולכל גורם מטפל שאנו נבחר, החל מרופא בודד ומרפאה ועד בית חולים, קופה או גוף מבטח גדולים. דבר זה קיבל היתכנות ביצועית רק באמצעות טכנולוגיית הבלוקצ'יין ולכן לא צלח עד היום בשום דרך אחרת בתעשיית הטלקומוניקציה.

אפרת טולקובסקי

מדובר על יציאה מהמערכת, קריאת תגר על המערכת. זו שבירה של הקונספט של מניות, אבל בסוף הפריחה והיכולת לגייס מיליונים מי שקיבל את האחריות על הכסף ומנהל אותו מקבל הרבה יותר ממי שנתן את הכסף. שליש הולך ליוזם, שליש למתווך ושליש למי שנתן את הכסף. האם הבריחה מהמנגנון היא זאת שנותנת לך את האפשרות לקבל את כל הסכום? יש בעיה של מתווכים פיננסיים שגוזרים קופונים. האם זו הנקודה? התיווך הפיננסי שנעלם?

ליאור יפה

זו אחת התופעות, כל עולם הבלוקצ'יין הוא סביב ה-Cut The Middle Name.

אפרת טולקובסקי

אשאל שאלה – אני מתעסקת בנדל"ן, עושה ICO ובונה בניין, חתכתי את ה-Middle Name?

ליאור יפה

כל עוד את יכולה לעשות טרנזקציה להצעה שלך ולמכור את זה בתור טוקן שעונה על הדרישות הרגולטוריות באזור שבו את פועלת ותשכנעי אנשים לקנות את זה – אז בהצלחה.

נחמה ברין

בסופו של דבר זו שאלה של מדיניות, האם רוצים לעודד את הנושא הזה בישראל, גם בהיבטי המיסוי וגם בהיבט הרגולציה בתחום ניירות ערך ובכל תחום אחר. השאלה המנחה היא מה אנחנו רוצים – לעודד את זה, להקשות, להגן על ציבור מסוים ולכן רוצים לתת סט של כללים שיש פיקוח עליהם. אם מסתכלים על הגדרת ני"ע, בחוק ניירות ערך הנוכחי כתוב "תעודות המונפקות בסדרות ע"י חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחד", ויודעים שלא תמיד הגופים שמנפיקים את הטוקנים האלו הם גוף מאוגד. אך אם כן מדובר בחברה או תאגיד אחר שמנפיק בסדרות (והוזכר כאן שיש גבול מספרי), על מנת שזה יחשב נייר ערך זה צריך להקנות על פי החוק הנוכחי זכות חברות, השתתפות או תביעה באותו תאגיד. זכות השתתפות היא משהו מאוד ערטילאי – אם נהנים אחר כך מעליית הערך של הכלכלה הזאת זה ואולי סוג של זכות השתתפות ולכן ניתן לטעון שכבר היום זה נכנס להגדרת נייר ערך. יו"ר הרשות אמר בעבר שייתכן שצריך לתקן את הגדרת נייר ערך. אבל אולי ניתן כבר היום להגיד

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שזה נייע, וזה תלוי בתכונות הספציפיות של המטבע. רשות ניירות ערך האמריקאית התייחסה למקרה ספציפי בו, בין היתר, למחזיקי הטוקן היו זכויות הצבעה מסוימות לגבי השקעה בפרויקטים, והרשות האמריקאית אמרה שזה נייר ערך במפורש. הגדרת נייר ערך בדין האמריקאי היא שונה, היא עוסקת בעסקת השקעה, בזכות להנות מניהול ע"י אחרים וכו'. ההגדרה היא אחרת, אבל ניתן להגיע למסקנה בהרבה מקרים שזה נייע. השאלה היא מה רוצים.

אמיר ברנע

הנפקה באמצעות תשקיף?

נחמה ברין

המשמעות של נייע זה שהוא נכנס לפיקוח. אפשר להגדיר שזה נייר ערך ובנוסף להגדיר מצבים בהם יהיה פטור מתשקיף.

שלומי שוב

לרבות הקלות מסויות. אנחנו יודעים שנושא ה-Startup Nation מאוד חשוב, לכן יכול להיות שהמדינה צריכה לקבל החלטה. נחמה – ניתן לראות מצב עולם שבו ב-SCC תהיה החלטה שזה נייע ופה לא?

נחמה ברין

קשה לראות את זה, אבל גם מהטון כרגע של ה-SEC, אין אמירה גורפת שכל טוקן הוא נייע, ואני חושבת שהם ישמרו על העיקרון הזה. זה תלוי בתכונות של הטוקן.

יובל זילבר

אני מסכים שהשאלה האם טוקן הוא נייר ערך או לא היא שאלה של מדיניות, אך צריך לזכור שלא כל הטוקנים זהים. ישנם מאפיינים שיכולים להרחיק את הטוקן מהגדרתו כ"נייר ערך". למשל: אם למטבע יש פונקציונליות שזמינה רק למחזיקי המטבע, הפונקציונליות אינה תלויה בגורם חיצוני, ובמועד ההנפקה יש כבר מוצר או שירות שניתן לרכוש באמצעות המטבע, יש סיכוי גבוה יותר שהמטבע לא נועד רק לספקולציה. בנוסף, אם למחזיקים שונים של המטבע יש אפשרות לקבל תשואות שונות בהתבסס על השימוש שהם עושים במטבע או בתמורה אחרת שלהם למיזם, או אם למחזיקי המטבעות יש אפשרות להגביל בדרך מסוימת את הגישה של המפתחים לתמורה ששולמה עבור המטבעות, ניתן לומר שהתשואה עבור המטבע פחות תלויה בגורמים אחרים, ויותר תלויה במחזיקי המטבעות.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

בטוקנים שהנפקתם אין זכויות הצבעה ואין זכויות ברווחים.

אבי לוי

אז ממה הוא נהנה?

אייל הרצוג

במקרה שלנו זה תיאורטי, אנחנו מייצרים רשת נזילות שנותנת אלטרנטיבה לבורסות. ברשת שלנו ניתן להעביר מטבעות מאחד לשני, ללא צורך בשימוש בבורסות. אני רוצה לתת דוגמה קונקרטית – איתר, ומה יוצר ביקוש למטבע. ראשית, המשתמש צריך לשלם לאיתר על כל טרנזקציה שהוא עושה ברשת איתריום, הטרנזקציה לא תעבור אם לא יוצמד לה איתר. שנית, בכל גיוס, אנשים רוצים להעביר כסף ליזם, אך הדרך היחידה עבורם להעביר אותו זה באמצעות איתר. מצב זה יוצר ביקוש למטבע כי צריך איתר בשביל להשקיע בחברה. לדוגמה, אם אני מגייס לכסף לחברה ישראלית אני מקבל שקלים וכל העולם רוצה להשקיע בחברה הזו, זה יעלה את הערך של השקל.

אבי לוי

למה שארצה להשקיע בד?

שלומי שוב

אעשה לך את זה יותר פשוט – נניח אתה גובה את דמי השכירות במליסרון במטבע שנקרא "אבי". משמע, כל חנות שתרכה לשלם לך, צריכה להמיר למטבע "אבי" לפני התשלום. ככל שהביקוש ל"אבי" יהיה גבוה יותר, המחיר של המטבע יעלה. הבעיה שב- ICOs מדובר על פי רוב בעסק שעדיין לא פותח אז צריך לעשות את ההתאמות המתבקשות.

אמיר ברנע

זה יותר מורכב. ראשית, מצד ההיצע של המטבע. יש בנק מרכזי שיש לו סמכות חוקית להדפיס מטבע.

אייל הרצוג

נניח שאין בנק מרכזי וכולם משתמשים בזהב. אם זו המדינה היחידה שמשתמשת בזהב, גם ערך הזהב, שאין לו בנק מרכזי, יעלה באופן מאוד דרסטי אם כולם ירצו את המטבע שלנו. אין קשר לקיומו של הבנק המרכזי.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

גל גונן

לצורך העניין, במידה והסוחרים בקניונים של מליסרון יעשו שימוש במטבע כדי לשלם למליסרון, אז לא נוצר פה יתרון כלכלי משמעותי על פני השימוש במטבע השקל. אם לדוגמה, מליסרון בשיתוף עם שוכריה, יאפשרו לקהל הלקוחות בקניון לשלם במטבע "אבי" (המטבע שמליסרון תנפיק) וליהנות מהנחות מסוימות בכל חנות, מועדוני לקוחות וכד', שימוש זה ייצר ערך אינהרנטי למטבע היות וגלומות בו הטבות כלכליות משתנות. הערכת ההטבות הכלכליות על ידי משתמשי הקצה ו/או הציפייה להטבות עתידיות יכולות לייצר למטבע "שוק" ואף להעלות את ערכו.

השימוש במטבע יכול להתבצע גם בין השוכרים באותו הקניון או בקניונים שונים בבעלות הרשת. הקהילה הייחודית שתיווצר, הינה כר פורה ליצירת ערכים כלכליים נוספים.

אמיר ברנע

קיימת שאלה אם זה חוקי לדרוש שימוש במטבע "אבי". יש מטבע רשמי, בעל סטטוס חוקי.

אייל הרצוג

אני בארומה משלם במטבע של ארומה ומקבל אחוז הנחה מסוים – זה חוקי.

ליאור יפה

זה לא מטבע, זה כלי תוכנה. זו זכות לייצר טרנזקציה בבלוקצ'יין.

שלומי זצינגר

לכל מטבע ב-ICO יש תכונות שונות. חשוב לזכור את נושא המיסוי – מיסוי היא מערכת תמריצים. זה נכנס מאוד חזק למערכת התמריצים שחברה רוצה לבנות. אם לחברה שבונה מוצר יהיה מטבע שיתווסף אליו, נרצה שאנשים ישתמשו במטבע לפי חוקים מסוימים ומצבים מסוימים שמוגדרים מראש. רוצים שאנשים ישלמו עם המטבע כשהם הולכים לרופא, כשהם עושים בדיקה, קונים מוצר מסוים, שישמרו אותו ולא יבזבזו אותו במצבים אחרים – חיסכון לביטוח רפואי. בכל אחד מהמצבים אלה, אם הוא יהיה חייב במס, ההתייחסות אליו תהיה שונה. דבר זה נכנס למערכת השיקולים שלי, בתור אדם שבונה את המערכת.

שלומי שוב

ברגע שהמס ייכנס הוא ירסק את המוטיבציה לבצע את המהלכים האלה?

גיא רוכמן

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בכדי לפתח ולהטמיע את הטכנולוגיה אנחנו זקוקים לרמה סבירה של וודאות. למשל וודאות במיסוי וודאות בכל ענייני הרגולציה האחרים. אנחנו פה כדי לשלם מסים, בין השאר על מנת שכל תושב יוכל לקבל מהמדינה את הטיפול הרפואי.

דוגמא מהיסטוריה של הרפואה: רופא גרמני מהמאה הקודמת חשב ואף ניסה על עצמו רעיון חדשני של צנתור לב כתחליף לפתיחת בית החזה במקרים שמצריכים התערבות בתוך רקמות הלב. הרופא נדחה ע"י הכירורגים שהיו אמונים על ניתוחי החזה. לעומתם, הקרדיולוגים שמגיעים מתחום הרפואה הבלתי פולשנית (פנימית) דווקא הם היו אלו שאימצו את הרעיון והחלו לצנתר חולי לב. כיום צנתורי לב מצילים את חייהם של חולים רבים מאד מדי שנה בכל העולם.

אני משער שדבר דומה יתרחש עם נושא חברות הבלוקצ'יין. התחום הזה יצמח ויתפתח לתעשייה שלימה שתהיה קטר שיוביל את האנושות צעד נוסף קדימה. אם זה לא יקרה בישראל זה יקרה במדינות אחרות ולכולנו חשוב שזה אכן יקרה דווקא כאן בישראל. ברצוני לציין שטרם התקבלה אצלנו בחברה ההחלטה האם בכלל נגייס כסף במתכונת של ICO. עומדות בפנינו עוד אפשרויות.

המסר שלי הוא שנושא ה-ICO אינו העיקר ואינני רוצה למקד דברי בנושא זה דווקא מכיוון ש-ICO הוא רק נדבך אחד ולא אבן דרך הכרחית בחייה של חברת סטארטאפ בבלוקצ'יין כפי שאני מנתח את הדברים.

בלוקצ'יין היא טכנולוגיה בעלת פוטנציאל להיות game changer בתחומי פעילות רבים ואילו ICO הוא אמצעי אחד מיני רבים לגיוס הון, חשוב שנדע להפריד בין השימוש בטכנולוגיה לבין הדרך בה מגויס המימון.

אייל הרצוג

נסו לחשוב מה היה קורה אם מדינה לפני 20 שנה לא הייתה רוצה אינטרנט – איפה הם היו היום? זה יהיה הרבה יותר חמור, מדובר בכלכלה, בשיתוף מידע ולא רק בהעברת מידע.

מורן אופיר

אני חושבת שהשאלה שהרגולטורים צריכים לשאול את עצמם היא לא האם ICOs, ככלל, הם ניירות ערך או לא. כפי שנאמר פה קודם לכן, ישנם סוגים שונים ומגוונים של ICOs שמעניקים זכויות שונות, חלקם אף לא מעניקים לרוכשים זכויות כלל. בנוסף לכך, ישנן גם דרכים שונות ורבות בהן חברות מגייסות היום כסף שלא באמצעות הנפקת מניות מסורתית כמו – מימון המונים, מכירת יחידות

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

השתתפות במה שהיום כבר מכונה "שותפות מוגבלת ציבורית" ודרכים אחרות כדוגמת קרן הגשמה. צריך לחשוב על מבחן עקרוני שיקבע מה הוא ני"ע ומה לא, כאשר יילקחו בחשבון התכונות, מאפייני העסקה והזכויות שהיא מעניקה לרוכשים במסגרתה ולא בהתבסס על טכניקת הגיוס עצמה. המהות היא שמשנה ואם ICO מסוים מעניק זכויות חברות או השתתפות בחברה הדומות לזכויות המוענקות במניות – מדובר בנייר ערך וכל דיני ניירות הערך צריכים לחול לגביו.

שלומי שוב

נניח שהחברות שנמצאות פה מנפיקות טוקנים ללא זכויות הצבעה וללא זכויות ברווחים.

מורן אופיר

אם המטבעות אינם מעניקים כל זכות חברות או השתתפות בחברה אז לא מדובר בנייר ערך אלא ככל הנראה בחוזה.

אפרת טולקובסקי

השאלה היא יותר בסיסית – למה עשינו את הרגולציה לני"ע? יכול להיות שאנחנו מגנים על המגנים ולא על מי שקונה את ני"ע. אם אנשים יכולים להשתתף ביחידות השתתפות של 20 דולר בכל העולם – למה להגן עליהם? במקום לשאול האם זה ני"ע או לא.

נחמה ברין

זו שאלה של מדיניות - האם ועל מי אנחנו רוצים להגן.

שלומי שוב

אפרת, מה שאת אומרת שצריך לעשות בכלל Reconsider של חוקי ניירות ערך. מהפכני משהו, אם כי בהחלט ייתכן כי שינוי סדרי הבראשית שמביאה עימה תופעת ה- ICOs מצדיקה לחשוב על הכל מחדש.

מני רוזנפלד

אני חושב שמומלץ לתת את הרקע ההיסטורי כדי להבין את התחום. הוא התחיל מתוך הביטקוין, הטכנולוגיה של הבלוקצ'יין אפשרה לעשות את המטבע הראשון בעולם שהוא גם דיגיטלי וגם מבוזר, ויש לכך הרבה יתרונות. הבלוקצ'יין היה החלק החסר בפאזל כדי לאפשר את קיומו. המהות של הבלוקצ'יין היא לעשות סדר בין פעולות וסימון כל פעולה בחותמת על מנת לדעת מתי היא התרחשה. זה נעשה בצורה מבוזרת ללא צורך בגורם מרכזי ששולט בו. במשך השנים התברר כי ניתן לעשות עם הבלוקצ'יין דברים נוספים, לא רק כסף. ב-2012 דיברו על ה-Colored Coins – שימוש בסקריפט

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

של ביטקוין על מנת לעשות אסימונים שיושבים על גבי הבלוקצ'יין של ביטקוין, אך הם מייצגים משהו אחר, כמו מכונית או מניות בחברה. הרעיון היה ליישם את יתרונות הביטקוין כמטבע על דברים אחרים. ב-2013 היה את ה-Master Coins, שהיה ה-ICO הראשון – פיתחו טכנולוגיה שיושבת על גבי הבלוקצ'יין של ביטקוין ונעשה גיוס כסף והנפקת מטבעות Master Coins תמורת הסכום שגויס. מהלך זה גם לא הצליח ולאחר מכן עשתה את זה איתריום, שהצליחה בכך. איתריום היה אחד מה-ICO הראשונים, בנוסף בזכות החוזים החכמים הוא מהווה את הפלטפורמה הכי נפוצה כיום על מנת לבצע גיוסי ICO. שלומי הזכיר בהתחלה שקיימות אבחנות חשובות שיש לבצע, בעיקר בין מטבעות כגון ביטקוין, לייטקוין לבין דברים שהונפקו ב-ICO. האבחנה מהותית הן מבחינה מסחרית והן מבחינת הרגולציה. תיאורטית, ביטקוין הוא 100% מבוסס, ייתכן ובפרקטיקה יש דברים מעט יותר ריכוזיים. קיים קושי בקרב אנשים להבין זאת, לא יודעים מי עומד מאחורי ביטקוין, אבל זה לא משנה במערכת מבוססת כמו ביטקוין. במידה והיו לו יכולות מיוחדות (לממציא) זה היה רלוונטי לדעת מי האדם כדי שיהיה ניתן לסמוך עליו, אך לא צריך זאת. דבר זה שונה ממה שמתרחש ב-ICO, במקרה זה לטוקנים המונפקים שם יכולה להיות מידה מסוימת של ביזור, אך לכל מה שקשור להנפקה זה ריכוזי. כשהמטבע הזה מונפק הוא לא כמו ביטקוין.

שלומי שוב

לאמיר יש שאלה, הוא רוצה לשאול למה הביטקוין קפץ השבוע?

מני רוזנפלד

כרגע השער של ביטקוין מאוד ספקולטיבי. אנשים קונים ביטקוין כי הם מאמינים שהשער שלו יעלה, זאת מכיוון שיהיה בו יותר שימוש. בתרחיש אופטימלי עתידי כולם ישתמשו בביטקוין.

אמיר ברנע

למה הוא יעלה?

מני רוזנפלד

עד לשלב שבו ישתמשו בו, החזון הוא שבעוד 30 שנים כולם ישתמשו בביטקוין ואז יהיה לו ערך מעצם השימוש בו.

אמיר ברנע

הייתה תקרה שקשורה לכריית זהב, זה קבע שווי לזהב. מה יש במקרה הזה?

מני רוזנפלד

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

גם בביטקוין יש תקרה, לעולם לא יהיו יותר מ-21 מיליון ביטקוין. משמע, אם בעתיד כולם ישתמשו בביטקוין – הערך הכולל של הביטקוין יתחלק ב-21 מיליון וכך יתקבל הערך. כל מי שמשתמש במטבע מסכים לעיקרון שיהיו עד 21 מיליון, כיום ישנם כמעט 17 מיליון. ההיצע מוגבל והביקוש צפוי לעלות ואם זה אכן יקרה, השער יעלה. מי שקונה היום ביטקוין לא עושה זאת משום שהשער מייצג את השימוש בפועל כיום, אלא כי הוא מאמין שבעוד 30 שנים יש סיכוי להצלחה. אנקדוטה קצרה: עד לפני כמה שנים פיטר תיל אמר שלדעתו יש סיכוי של 20% שביטקוין יצליח, מדובר ב-20% סיכוי לעשות משהו שיהפוך את הכלכלה, זה מאוד אופטימי. בשביל הסיכוי שזה יצליח, לדעתי שווה להשקיע בזה. בגלל שהשער מאוד ספקולטיבי הוא מושפע מתנודות השוק. התנודתיות נובע מהפער העצום בין הערך היסודי של ביטקוין והשימוש בו כיום לבין מה שהוא יכול להגיע בעתיד.

דב ספיר

מה צריך לקרות בשביל שהשער ירד למשל בשבוע הבא?

מני רוזנפלד

ראינו קורלציה בין חדשות טובות לבין ירידת שער הביטקוין – אם יש חדשות רעות השער צריך לעלות. אך התשובה הנכונה היא שהשער משתולל בלי קשר למה שנאמר. ב-ICO מנפיקים את המטבעות ומי שמקבל את המטבע זה המשלם לגוף המסוים, וזה משתנה מ-ICO אחד לשני. בהרבה ICOs היזמים מקבלים לכיסם האישי סכום מהכסף. חשוב מזה – הכסף הולך לגוף שאחראי על עתידו של המטבע ובמקרה זה קיים אדם שעליו אצטרך לסמוך שיעשה זאת כראוי. מצב זה כאמור שונה מאוד מהמצב בביטקוין. ולכן, אם בסוף הדיון הזה נגיע למסקנה שהאסימונים של ICO צריכים להיות ני"ע אני רוצה להימנע ממצב בו יגידו שמטבעות דיגיטליים הם ני"ע ולכן ביטקוין זה ני"ע.

שלומי שוב

האם יש לך עמדה לגבי אסימונים?

מני רוזנפלד

אני מאמין שמדובר בני"ע, חשוב להוסיף שיש פוטנציאל ביכולת ה-ICO להנגיש את היכולת להשקיע ולתת לכל אחד הזדמנות להשקיע במיזמים. עם זאת, לדעתי יש כרגע בעיות גדולות בשוק ה-ICO, אחת מהן – עצם העובדה שמנפיקים טוקן לאסימונים ולא מניות. במידה וזה מבוזר אז מנפיקים מטבעות שמקבלים ערך בשימוש וזו כלכלה, אך אם יש אדם שיקבל את הכסף אני חושב שיותר נכון לעשות משהו ששקול פונקציונלית למניות. לדעתי, השקעה באסימונים כאלה זה לא רעיון נכון, במצב זה עדיף לקבל מניות שמקנות זכויות ויכולת לקבל דיבידנדים.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

אתה חושש שהתחום פרוץ מידי?

מני רוזנפלד

קיימים יזמים שמנסים לעשות משהו שמבוסס על התשתית הטכנולוגית של ה-ICO והבלוקצ'יין, Cut The Middle Name, ולעשות הנפקות בלי הבורסות, אבל במקרה זה מה שמקבלים בסוף זה מניות ולדעתי זה עדיף. בעיה נוספת – בגלל האופוריה שיש בתחום הזה, הסכומים שמגויסים ב-ICO מוגזמים. חברה שבשוק המסורתי הייתה מגייסת 100 אלף דולר, ב-ICO יכולה לגייס מיליון דולר. אני לא חושב שזה נכון, צריכה להיות התאמה.

שלומי שוב

אני רוצה לשאול את היזמים – אתם רואים מחויבות לתכנית ספציפית ב-White Paper או שיש לכם מספיק שיקול דעת?

אייל הרצוג

אני חושב שזה לא נכון לעשות מחויבות, 70% מהסטארט-אפים מצליחים מרעיונות שונים ממה שהתחילו בהם, לכן ברגע שיש התחייבות לתכנית ספציפית המשקיעים נפגעים.

שלומי שוב

מדובר בשאלה מרכזית שלדעתי מבחינה בין התלושים של שופרסל לבין סטארט-אפ.

ליאור יפה

ב-ICO שלי יש התחייבות מפורשת של החברה ה-Terms Conditions מגדיר מה המשקיע מקבל וה-White Paper מגדיר לפי סכומי הגיוס מה החברה מבטיחה לתת.

שלומי שוב

אם אתה רוצה לשנות אתה צריך את האישור של בעלי ה-Token? אתה בכלל יודע מי הם?

ליאור יפה

לא, אני לא יודע מי הם. היתרון הגדול ב-ICO הוא שאין לך צורך לדעת מי המשקיעים שלך.

אבי לוי

ואם אתה לא נותן מה שהבטחת מי קונס אותך?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ליאור יפה

אני חושב שזה הנושא שצריך רגולציה.

אייל הרצוג

מי קונס אותך בסטארט-אפים כשאתה לא עושה את מה שאמרת?

שלומי שוב

אתה מגייס כסף מכמה בודדים. במקרה זה אתה מגייס כסף מהמון אנשים, וחוק ני"ע עושה הבחנה בין פחות מ-35 ליותר מכך.

גיא רוכמן

לגבי ניהול המטבע שנפיק, אין לנו עדיין החלטות סופיות. אינני פוסל לבחון הצעה שלא ננהל את פרוטוקול המטבע בכוחות עצמנו בלבד. מלכתחילה צירפנו אלינו צוות של כלכלנים שמתווים בצורה מנומקת המדיניות המונטרית. אנחנו מוכנים לבחון הצעה שמי שיקבע את המדיניות בהמשך הדרך יהיה גוף מומחים בהרכב שנצטרך להגדירו והוא יוכל אף לשנות את הפרוטוקול במידת הצורך כך שהמטבע יענה על צרכי האקוסיסטמה הרפואית-בריאותית.

אנחנו מתכוונים להתחיל בשנת 2018 פיילוט לקהילה הרפואית-בריאותית שבו מטופלים ישלמו לרופאים, לנותני שירותים רפואיים ולמטופלים באמצעות מטבע רפואי שיונפק מעל גבי הבלוקצ'יין. שם המטבע הרפואי יהיה HealthyCoin וכפי שצינתי הודאות הרצויה לתעשייה החדשה של חברות הבלוקצ'יין נכונה לכלל תחומי הכלכלה החדשה שבה מדובר.

עמנואל אבנר

אני חושב שחלק מה-ICO מסתמכים על היזם ועל המוניטין שלו. יש יזמים שיש מאחוריהם מוניטין מסוים על הדברים שעשו עד היום, ואנשים מוכנים להמר עליהם. מעריכים שהיזם לא יברח עם הכסף משום שהוא מהמר על המוניטין של עצמו ולכן הוא יעשה את הדברים שיעבדו נכון מבחינה עסקית.

אודי גרינברג

ב-SPACs המשקיעים יכולים לצאת ולקבל את הכסף בחזרה, במקרה זה המשקיע לא יכול לצאת. כלומר, העניין שהכסף לא מוחזר הוא מעט יותר חזק מאשר השקעה דרך SPAC.

גיא טביביאן

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אני רואה את זה כטכנולוגיה מאוד מעניינת ופורצת דרך. מבחינה עסקית, חשבונאית ומיסויית, מדובר במכשיר מתוחכם. אהבתי את ההפרדה שאילל עשה בין החברה, הישות המשפטית, לבין הכלכלה, הפלטפורמה. לצורך ההבנה של המודל הן כלכלית והן לניתוח החשבונאי, יש להבין מה הערך שיקבלו רוכשי המטבעות. יש מספר דברים מבלבלים - עצם העובדה שקוראים לזה מטבע, עצם העובדה שזה לכאורה זכויות, העובדה שזה ניתן להעברה. התווים של שופרסל לא מיועדים לקניית מוצרים בסניפי שופרסל בלבד. ניתן לקנות באמצעותם מוצרים עתידיים. אם תיאורטית שופרסל תחליט לפתח רכב אוטונומי, ניתן יהיה לקנות אותו בתווים שלה. הבלבול נובע משילוב של כמה דברים – הטכנולוגיה, יכולת ההעברה, העובדה שכיום משקיעים בזה כי יש צפי לעליית ערך. יש פה דברים דומים להשקעה בני"ע. בסופו של דבר, צריך לבחון מה הגוף שגייס את הכסף מציע, מה הערך הבסיסי שבגללו אנשים קונים. בנוסף, ישנה הנקודה של היעדר המחויבות המשפטית. יש בדרך כלל מסמך שלא מחייב משפטית. ניתן לשנות מודל עסקי ולהחליט להפסיק את פיתוח הפלטפורמה. הרעיון להגן ולמנוע תרמיות הוא נכון, בין אם רשות ני"ע צריכה לעשות זאת או הרשות להגנת הצרכן. אם זו הייתה זכות למוצרים ולשירותים עתידיים, הגיוני שהרשות להגנת הצרכן תהיה הרגולטור. אך יש הרבה מאפיינים שדומים להשקעה – היכולת להעביר, השקעה עקב רצון לעליית ערך – זה נראה בתחום רשות ני"ע. באופן אישי, אני מסכים שזה העתיד וחשוב שישראל תיקח חלק, שתהיה רגולציה שתשיג הגנה אבל לא תחסל את זה. בעיני זה יכול להיות מנוע צמיחה לכלכלה הישראלית. לעניין המשמעות החשבונאית – לגבי החברות שמגייסות את הכסף, להבדיל מהשקעה במניות או באג"ח, הדוחות הכספיים של החברה לא רלוונטיים למשקיע. המשקיע בטוקן ב-ICO לא מתעניין בנתונים שאנחנו רגילים לראות בתשקיפים. מעניינת אותו הפלטפורמה ולא החברה או הישות שמגייסת את הכסף. בעיני לא מדובר בהון חשבונאי, השאלה האם זה ני"ע זו שאלה של מדיניות והאם ההגנה צריכה להגיע מרשות חדשה, רשות ני"ע או הרשות להגנת הצרכן. בכל מקרה צריך לוודא שזה לא יהיה כר פורה לרמאים.

אודי גרינברג

אנחנו חשבונאיים ואנחנו בעלי חשיבה שמרנית. לדעתי מדובר פה במשהו חדש שהחשבונאות הקיימת לא בהכרח יודעת לטפל בו. יצא לי להשתתף בדיון בנושא הזה לפני כארבעה שבועות באירופה, והיו שם כעשרים רואי חשבון אירופאיים ואמריקאים. היה חוסר הסכמה בין הנוכחים בדיון לגבי הטיפול החשבונאי. הדעות היו חלוקות – היו כאלה שאמרו שמדובר בהכנסה נדחית, התחייבות, מכשיר הוני חדש שהחשבונאות טרם יודעת לטפל בו. אנו רגילים לראות בחשבונאות מכשירים פיננסיים, מצד אחד נכס פיננסי ומצד שני התחייבות או הון. במצב כרגע, רואים מצד המשקיע נכס בלתי מוחשי, בסופו של דבר גם מניה היא נכס בלתי מוחשי, פשוט קראנו לה נכס פיננסי בחשבונאות. לדעתי יש

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

משמעות לשאלה האם ב-ICO יש מחויבות מוחלטת של החברה ולמעשה מחביות ביצוע של החברה לבצע משהו מסוים או קיימת מחויבות רק לבצע את מיטב המאמצים והמחויבות אינה מוחלטת? אם אין מחויבות מוחלטת מה זה שונה ממשקיע בחברת סטארט-אפ שלא יודע האם החברה תצליח או לא? ייתכן והוא משקיע במניות בכורה ללא זכות הצבעה כלל. כמו במקרה של מניה גם במקרה זה, אם הפרויקט יצליח המטבע יהיה שווה יותר. למעשה מדובר פה בכלכלה חדשה, לא עוד השקעה בישות תאגידית אלא השקעה ברעיון/ פרויקט כלכלי דרך המטבע המונפק.

גיא טביביאן

למה הוא יהיה שווה יותר?

אייל הרצוג

התשובה היא פשוטה – פי ארבעה גיוסי הון קורים באיתריום, שעבורם צריך את המטבע. כיום, רוב גיוסי ההון בעולם מתבצעים על איתריום. דבר זה מעלה את הביקוש.

גיא טביביאן

תיאורטית, יכול להיות מצב שבו הפלטפורמה תצליח ובעלי המניות בחברה לא? שמישהו אחר יכנס לפלטפורמה?

אייל הרצוג

זה יתכן, היו דברים כאלה. השאלה מה יעלה את הביקוש זו שאלה מאוד פשוטה. איתריום גם התחילה ב-ICO של 18 מיליון דולר.

שלומי שוב

קוראים לזה הצלחה עסקית.

אייל הרצוג

בדיוק, הביקוש למטבע עלה כי אנשים משתמשים.

אודי גרינברג

אני לא בטוח שהחשבונאות יודעת איך לטפל בזה.

שלומי שוב

אני חושב שהיה לנו היום דיון מרתק, ובכלל אנו למדים עם השנים וההתפתחות הטכנולוגית שישנם דברים בסיסיים שלא ברורים לנו. זה מסוג הדברים שמחזירים אותנו ליסודות, ויש בזה משהו טוב

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שאנשי חשבונאות, משפט, מימון וכלכלה עושים Reconsider על עצמם ועל תפיסות היסוד שלהם. בסופו של דבר בהסתכלות על רוח הדיון היום, הכיוון הוא שהאסימונים יכולים להיות ני"ע, אך לגופו של מקרה. בנוסף, אני חושב שכמסקנה חשובה של הדיון היום קיימת חשיבות רבה שיהיה תיאום בין הרגולטורים השונים ואולי הקמת ועדה ייעודית לתופעה ולא דווקא החלטה של כל רגולטור לפי החשיבה והראיה הצרה שלו. באמת קיימת כאן שאלה פילוסופית מהותית מבחינת ני"ע- כן או לא- אך מצד שני יש רצון שההשקעות לא יברחו מישראל. כל היזמים שהיו פה היום נרשמו בשוויץ, וזה לא משהו שמשמח אותנו. אנחנו רוצים שהמוח הישראלי היזמי ייצר פה בישראל מקומות עבודה והכנסות, לרבות הכנסות ממסים. בנק ישראל, רשות ני"ע, אגף שוק ההון ורשות המיסים הם לפחות ארבעה רגולטורים שצריכים לשבת ביחד ולקבל החלטות. יכול להיות שהחלטה בסופו של דבר תהיה לא לעשות פיקוח מלא כמו על חברה ציבורית, אך צריך להיות משהו, אי אפשר להשאיר את זה פרוץ לגמרי. בנוסף צריך לחשוב מיסויית איך לא יוצרים תמריץ שלילי – משהו בסגנון חוק עידוד השקעות הון מודרני. אני חושב שיש כאן היום גם תמימות דעים שתופעה טכנולוגית פיננסית זו היא נכונה והיא תישאר בעתיד בהתאמות כאלו או אחרות. תודה רבה לכולם.

על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (FVF), 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.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

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

אתר הפורום: www.fvf.org.il