

תמצית הערות ציבור – טיוטת תזכיר חוק תיקוני חקיקה (נכסים דיגיטליים בדיני ניירות ערך), התשפ"ג-2023

הגדרות:

"הרשות" – רשות ניירות ערך.

"חוק הייעוץ" – חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995.

"חוק הקרנות" – חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994.

"חוק שירותים פיננסיים מוסדרים" – חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים מוסדרים (שירותים פיננסיים מוסדרים), התשע"ו-2016.

"חוק ניירות ערך" – חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968.

"טיוטת הצעה" – טיוטת הצעה לתיקון תחולת דיני ניירות ערך בנוגע לנכסים דיגיטליים.

התייחסות הסגל	ההערה	שם הפונה	סעיף בהוראה/נושא	
א. הערות כלליות				
א.1. סמכות הרשות לקבוע הוראות נוספות או לפטור מהוראות בדבר ניירות ערך שהם נכסים דיגיטליים				
הוחלט לדחות את ההערה – בניגוד לטענת המעירים, אף הניסיונות לגיבוש אסדרה בעולם (למשל, באירופה, אנגליה וארה"ב) אינם מייצרים מסגרת אסדרה ייעודית המתייחסת באופן ספציפי לכלל מגוון הפעילויות הפיננסיות בנכסים דיגיטליים. ופרט, חקיקת ה-MICA האירופית	לא נדרש להעניק לרשות סמכות כה מרחיבה לאחר שהתגבשו כבר גבולות הגזרה של תחום הנכסים הדיגיטליים בעולם, ובהתאם מתפתחת במדינות שונות אסדרה ייחודית ומתאימה. אין הצדקה שלא להסדיר באופן דומה את כל התחום בחקיקה ראשית.	פורום חברות הקריפטו, בלוקצ'יין וה- Web 3 (ניר הירשמן); ביטס אוף גולד	אי-וודאות נוכח האסדרה המתפתחת בחו"ל	.1

<p>מחריגה מכשירים פיננסיים מסוימים, כדוגמת ניירות ערך שהם נכסים דיגיטליים אשר עליהם חלה האסדרה העקרונית הקיימת לעניין ניירות ערך (MIFID2), תוך ביצוע ההתאמות הנדרשות לפי החקיקה הקיימת. בארה"ב, כלל לא נקבעה אסדרה ייעודית, והדינים החלים על נכסים אלו הם הדינים הקיימים תוך ביצוע ההתאמות הנדרשות באמצעות כלים פרשניים מטעם המאסדר ובמקביל ניסוח הגדרה רחבה למושג "נכסים דיגיטליים" אשר עליהם תחול האסדרה העקרונית הנוכחית (כך למשל, ה-SEC וה-CFTC (הרשות למסחר בחוזים עתידיים בסחורות) הסכימו על הגדרת "נכס דיגיטלי", אשר כוללת נכס המונפק ו/או מועבר באמצעות DLT או בלוקצ'יין, לרבות נכסים הנקראים "מטבעות וירטואליים", "מטבעות", ו-"אסימונים", כאשר למעשה מדובר בהגדרה רחבה, שנועדה לכלול כל נכס המבוסס על טכנולוגיית בלוקצ'יין).¹ זאת ועוד, בחקיקת ה-MICA</p>	<p>לטענת פורום חברות הקריפטו, החלה גורפת של דיני ניירות ערך, תוך אפשרות לביצוע התאמות הספציפיות בדיעבד (הסמכות ליתן הוראות נוספות או לפטור מהוראות) – תביא לאי וודאות רבה מדי שתפגע בפעילות בישראל ותיצור תמריץ להוצאת פעילות מישראל בניגוד לכוונת ההצעה. בין התחומים שאותן מציעים בפורום חברות הקריפטו לאסדר באופן מפורט ומראש כחלק מהתיקון המוצע עצמו, ניתן למנות משטר גילוי ייעודי באופן המותאם לתחום הנכסים הדיגיטליים, פעילות בורסות מותאמת לנכסים דיגיטליים ומסלקות לנכסים דיגיטליים.</p>			
---	---	--	--	--

¹ קישור להודעה לעיתונות; קישור להצעת החוק; קישור ל-Fact Sheet.

<p>האירופית, ניתן להבחין בשיקול דעת רחב שהוענק למאסדרים, כמו למשל, הסמכות שהוענקה ל-European Securities and Markets) ESMA Authority (לקבוע הוראות בעניין הגדרת "מכשיר פיננסי" (financial instrument) אשר יוחרג מתחולת האסדרה כאמור. מצב דברים זה, עולה בקנה אחד עם העובדה כי מאפייניהם של נכסים דיגיטליים מחייבים מחד שמירה על מסגרת האסדרה הקיימת לשם שמירה על ציבור המשקיעים ומאידך יכולת אסדרה דינמית, גמישה וחדשנית, אשר תאפשר לבצע התאמות נדרשות הן לשם הגנת המשקיעים הן לשם מימוש הפוטנציאל הגלום בטכנולוגיה המתפתחת. לדעת סגל הרשות, קביעת אסדרה קשיחה ומפורטת, שתיקונה לאור התפתחויות טכנולוגיות בעתיד מצריך הליך חקיקה ארוך ומורכב, חוטאת למטרה זו. מסגרת אסדרה ייעודית אמנם עשויה לספק וודאות מסוימת בנוגע למצב הקיים, אולם היא טומנת בחובה חסרונות משמעותיים, כדוגמת, פתח למעקף של מסגרת האסדרה המחייבת לפי דיני ניירות ערך על ההגנות</p>				
--	--	--	--	--

<p>הקבועות בה כאשר מדובר בפעילות אשר במהותה מוסדרת כבר, עלויות ציות גבוהות יותר מבחינת הגופים המפוקחים אשר יהיו חשופים למסגרת אסדרה חדשה לגמרי באופן העשוי ליצור חסמי כניסה ולפגוע בתחרות בשוק, וכן חשש שמסגרת האסדרה החדשה תהפוך במהרה ללא רלוונטית מבחינה טכנולוגית. משכך, ובניגוד לעמדת המעירים, הצעת הרשות מתכתבת עם המסגרת האסדרתית הנהוגה בעולם, ובמקביל יש בה כדי להתמודד עם האתגרים שצוינו לעיל. עוד יצוין כי ההצעה עולה בקנה אחד עם החלטת הממשלה שהתוותה את המדיניות בנושא.</p> <p>כמו כן, בכל הנוגע לתחומים שמציעים המעירים לאסדר באופן מפורט ומראש בחקיקה, לעמדתנו, כאמור לעיל, מתאים להסדיר את פירוט ההוראות ודרכי יישומן במסגרת הוראות רשות, בהתאם לסמכות שתקבע בחוק, לפיה באופן שיאפשר גמישות והתאמה למאפייני השוק והנכסים הדיגיטליים, אם מצאה הרשות כי הדבר נדרש בשל אופי הנכס ולשם הבטחת עניינו של ציבור</p>				
--	--	--	--	--

<p>המשקיעים. אסדרה כאמור תעשה בהליך שקוף ובשיתוף הציבור. באשר לטענה כי ההצעה תוביל להוצאת פעילות מישראל, יצוין כי דיני ניירות ערך חלים ככלל ביחס לפעילות הפונה למשקיעים בישראל, במטרה להגן על אלה. על כן, הטענה כי פעילות של פיתוח קריפטו בהיבטים שונים תיפגע בשל ההצעה אינה נראית סבירה, מה גם שלא נתמכה בנתונים או בהסברים לגבי פעילות קיימת שאכן תיפגע.</p>				
<p>הוחלט לדחות את ההערה – ראו לעניין אי-הוודאות, התייחסות לעיל למענה להערה 1, וכן את התייחסות להלן למענה להערה 3 באשר לטכניקה של קביעת הוראות אסדרה, המקובלת ברגולציה פיננסית. לעניין הצעתו של משרד עו"ד פישר ושות', הרי שהענקת הסמכות לרשות לפי טיוטת ההצעה, לקבוע הוראות מתאימות או לפטור מהוראות מסוימות באשר לסוגים שונים של נכסים דיגיטליים (ובתוך כך, פעילויות בנכסים אלו), תאפשר לקבוע קריטריונים מסוג זה. ואולם, בניגוד</p>	<p>לטענת המגיבים, ראוי להסדיר את הנושא באסדרה ייעודית, מקיפה ומפורטת ולא לבצע תיקון כללי לחוק ניירות ערך שיעניק לרשות סמכות נרחבת להפעלת שיקול דעת בכל מקרה ומקרה. הדבר עשוי ליצור חוסר וודאות, חוסר שוויון ועלול להוביל לפגיעה בחיי המסחר התקינים ובייזום של מיזמים טכנולוגיים, זאת בין השאר נוכח החשש מההשלכות הפליליות. בהקשר זה, משרד עו"ד פישר ושות' הציע להוסיף קריטריונים מוגדרים אשר רק בהתקיימם תוכל הרשות להתערב בפעילותה של ישות העוסקת בנכסים דיגיטליים, לדוגמה: שווי חשבונאי של הנכסים הדיגיטליים (סף שקובע מתי הציבור נדרש להגנת הרשות); שלב ההתערבות, בעדיפות לתחילת הפעילות לשם</p>	<p>משרד עו"ד עמית פולק מטלון; משרד עו"ד פישר ושות'</p>	<p>אי-וודאות</p>	<p>.2</p>

<p>להצעת המעירים, לפי טיוטת ההצעה תתאפשר בנוסף מסגרת אסדרה דינמית, גמישה וחדשנית, אשר תאזן בין הצורך להגן על המשקיעים לבין הרצון לממש את הפוטנציאל הגלום בטכנולוגיה המתפתחת.</p>	<p>יצירת וודאות; באופן דיפרנציאלי (בהתאמה ל'גיל' הנכס, שווי ומספר המשתתפים בו.</p>			
<p>הוחלט לדחות את ההערה – בטיוטת ההצעה, מדובר אך בסמכות ליצירת התאמות המחויבות ממאפייני הנכסים הדיגיטליים. סמכות ההתאמה מצויה בגבולות המסגרת האסדרתית הקיימת בחוק, ומשכך אינה עולה כדי סמכות לקבוע הסדרים ראשוניים. לא זו אף זו, הסמכות המוצעת עולה בקנה אחד עם סמכותה הקיימת של הרשות לבצע התאמות מסוג זה בנסיבות אחרות. ראו למשל, הוראות שנקבעו מכוח סעיף 28 לחוק הייעוץ כדי להתאים את האסדרה לפי חוק זה בנוגע לפעילויות של שירותים מקוונים, מסחר חברתי, ועוד. זאת ועוד, הסמכות המוצעת אף עולה בקנה אחד עם הסמכות הקיימת של מאסדרים פיננסיים אחרים לקבוע הוראות ברוח דומה. כך למשל, לפי חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים</p>	<p>טכניקת החקיקה של ההצעה אינה תורמת ליציבות, לוודאות וליצירת תשתית מתאימה לפעילות מפוקחת בישראל. טכניקה זו יוצרת שורה של הסדרים שניוניים, שכמוהם כהסדרים ראשוניים, אך מבלי שתהיה לגורמי התעשייה יכולת להשפיע על תוצרי החקיקה. בהקשר לדוקטרינת ההסדרים הראשוניים, פורום חברות הקריפטו אף מוסיף כי ההסמכה הכללית בעייתית במיוחד, שכן היא כרוכה בפגיעה בזכויות יסוד – הזכות לקניין וחופש העיסוק של היזמים הפועלים בתחום. כמו כן, לשיטת חברת ביטוסי, טכניקה זו מתאימה יותר ליצירת "ארגזי חול" (sand boxes) שמאפשר ליזמים לפעול לצד ליווי רגולטורי תוך גמישות באופן הפעילות. ככל שיש כוונה לפעול לעידוד פיתוח התשתית המתאימה בישראל בתחום זה, מוצע לבחון מחדש הקמה של ארגזי חול אפקטיביים.</p>	<p>חברת ביטוסי; פורום חברות הקריפטו, בלוקצ'ין וה- Web 3 (ניר הירשמן); ביטס אוף גולד</p>	<p>הסדרים ראשוניים</p>	<p>3.</p>

<p>פיננסיים מוסדרים), התשע"ו-2016, לרשות שוק ההון, ביטוח וחסכון סמכות נרחבת למתן הוראות בנושאים שונים ומשמעותיים להתנהלותם של מפקחיה, לרבות מתן הוראות הנוגעות לדרכי פעולתם וניהולם של נותני שירותים פיננסיים, של נושאי משרה בהם ושל כל מי שמועסק על ידם (סעיף 4), מתן הוראות בדבר ניהול עסקיו של מי שרישיונו בוטל (סעיף 24) ועוד.</p> <p>כמו כן, וכפי שנטען גם במסגרת המענה להערות 1 ו-2 לעיל, הענקת הסמכות לרשות לקבוע הוראות מתאימות או לפטור מהוראות מסוימות באשר לסוגים שונים של נכסים דיגיטליים (ובתוך כך, פעילויות בנכסים אלו), תשמור על מסגרת אסדרה דינמית, גמישה וחדשנית בגבולות הגזרה החקיקתיים הקיימים. מטרת ההסמכה כאמור, לאזן בין הצורך להגן על המשקיעים לבין הרצון לממש את הפוטנציאל הגלום בטכנולוגיה המתפתחת, ולפיכך היא כלי הנדרש לרשות בבואה להסדיר את התחום.</p>				
--	--	--	--	--

<p>קביעתן של הוראות לאסדרת פעילות נעשית בתהליך מובנה וסדור, בהתאם לחוק עקרונות האסדרה, הכולל גם הערות ציבור, ועל כן הטענה כי הוראות כאמור פוגעות באופן אינהרנטי בזכויות יסוד או אינן מאפשרות לתעשייה להשפיע על תוכן, אינה נכונה. כפי שצוין לעיל, מדובר במתכונת אסדרה מקובלת בסקטור הפיננסי, בישראל ובעולם.</p>				
<p>א.2. הערות בעניין התכתבות עם דברי חקיקה אחרים</p>				
<p>הוחלט לדחות את ההערה – התיקון נעשה תוך שיח בין רגולטורים ועם משרדי הממשלה הרלבנטיים שיח אשר עוד יימשך עם התקדמות הליך החקיקה. עם זאת, לפי החלטת ממשלה מספר 204 מיום 24.02.2023 בנדון קידום האסדרה של הפעילות בנכסים הדיגיטליים, על כלל המאסדרים הפיננסיים הרלוונטיים לפעול לטייב את המסגרת והתשתית האסדרתית הקיימת הנמצאות תחת פיקוחם, לצורך גיבוש הצעת חוק ממשלתית אחודה בתחום. ההצעה שבנדון שפורסמה על-ידי רשות</p>	<p>מוצע כי התיקון ייערך בשיתוף פעולה בין הרגולטורים השונים בישראל, משום שלתיקון ישנה השפעה רוחבית אשר חורגת מנכסים דיגיטליים כניירות ערך גרידא. הסדרת תחום הנכסים הדיגיטליים נעשית על ידי מספר רגולטורים שונים אשר תוצריהם שונים זה מזה (לראייה, ההגדרה המוצעת של "נכסים דיגיטליים" המוצעת בתיקון שונה מההגדרה שהוצעה על ידי בנק ישראל בטיוטה שפרסם בחודש נובמבר 2022 לעניין עיסוק בנכסים קריפטוגרפיים פיננסיים).</p> <p>כך למשל, משרד עו"ד הורן ושות' מציע לתקן חקיקה הקשורה להשקעות בתחום הביטוח והחיסכון אגב התייעצות עם רשות</p>	<p>איגוד הבנקים; משרד עו"ד הורן ושות'; ביטס אוף גולד; פורום חברות הקריפטו, בלוקצ'ין וה-3 Web (ניר הירשמן); לשכת רואי החשבון</p>	<p>התכתבות עם דברי חקיקה אחרים</p>	<p>4.</p>

<p>ניירות ערך עוסקת, מטבע הדברים, בתחום ניירות הערך, אך היא צפויה להיות משולבת בהצעה הממשלתית. על כן, הערות שעניינן השקעת גופים מוסדיים בנכסים דיגיטליים או מיסוי פעילות בנכסים דיגיטליים אינן רלבנטיות לפרסום הנוכחי.</p>	<p>שוק ההון ביטוח וחשכון ועם שחקנים נוספים בתחום, ובפרט תיקון תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (כללי השקעה החלים על גופים מוסדיים), על מנת לאפשר גם לקופות גמל, בכפוף למגבלות ולדרישות פיקוח מסוימות שייקבעו, השקעה בנכסים דיגיטליים, או לכל הפחות להבהיר שהדבר אפשרי כבר כיום במסגרת החקיקה הקיימת; או למשל, לתקן חקיקה הקשורה למיסים, אגב התייעצות עם רשות המיסים, בקשר עם תיקון הוראות סעיף 102 לפקודת מס הכנסה, תוך הבהרה שהסעיף יחול גם על ניירות ערך שהינם נכסים דיגיטליים (כהגדרתם החדשה בהצעה).</p> <p>עוד בהקשר זה, חברת ביטס אוף גולד מוסיפה כי ברמה המושגית, חוק שירותים פיננסיים מוסדרים מתייחס למטבעות וירטואליים (סעיף 11 לחוק), אולם מושג זה לא מופיע בטיוטת ההצעה, כאשר יש ליישבו עם מושג הנכסים הדיגיטליים ליצירת מארג חקיקה קוהרנטי.</p> <p>זאת ועוד, משרד עו"ד הורן ושות' מציע לעניין שיתוף הפעולה בין הרגולטורים, לשנות את ההגדרה ל-"ניירות ערך", כך שייתכן שנכס דיגיטלי מסוים יאופיין כמטבע או נכס ריאלי אחר על ידי רשות המיסים לעניין מיסוי, אולם יאופיין כנייר</p>			
--	---	--	--	--

	<p>ערך על ידי רשות ניירות ערך לעניין השקעה, הצעה ו/או מכירה לציבור, והדברים אינם בהכרח סותרים זה את זה:</p> <ul style="list-style-type: none"> • "ניירות ערך" – תעודות המונפקות בסדרות על-ידי אדם, חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר...; ולעניין זה אין נפקא מינא אם הוגדר ככזה אם לאו על ידי רשות רגולטורית שאינה רשות ניירות ערך. 			
<p>הוחלט לדחות את ההערה בשלב זה – מדובר בהצעת חקיקה, ולכן רק לאחר שתאושר בכנסת יהיה מקום לבחון אם נדרשים תיקונים בתקנון הבורסה, שכן לצורך ביצועם לא נדרשים תיקוני חקיקה.</p>	<p>מוצע לוודא כי תקנון הבורסה תואם לתיקונים המוצעים, בין היתר, לענייני מדדי הבורסה ולעניין כללי הרישום למסחר בבורסה (בייחוד ביחס לתיקון להגדרת "ניירות ערך" בסעיף 1 לחוק ניירות ערך).</p>	<p>משרד עו"ד עמית פולק מטלון; איגוד הברוקרים</p>	<p>התאמת הבורסה תקנון</p>	<p>5.</p>
<p>הוחלט לקבל את ההערה באופן חלקי – לגבי תיאום בין דינים שונים ראו ההתייחסות לעיל למענה להערה 4 לעיל.</p> <p>כמו כן, בטיוטת ההצעה המעודכנת, הוספה הבהרה בעניין תחולת התיקון על נכסים דיגיטליים היברידיים (קרי, נכסים דיגיטליים להשקעה לצד</p>	<p>נוצרה אי-בהירות הנובעת מהשוני שבין התיקון המוצע לבין ההצעה לקידום אסדרת התחום במסגרת טיוטת התכנית הכלכלית. בתכנית הכלכלית נכסים דיגיטליים מוגדרים גם כנכסים המשמשים למטרות תשלום, ולכן לא ברור כיצד יסווגו נכסים המשמשים הן למטרות תשלום הן לצרכי השקעה לאחר התיקון המוצע. בנוסף, אין התייחסות בטיוטת ההצעה</p>	<p>פורום חברות הקריפטו, בלוקצ'ין וה- Web 3 (ניר הירשמן)</p>	<p>התכתבות האסדרה בטיוטת הכלכלית עם המוצעת התכנית</p>	<p>6.</p>

<p>מטרות נוספות), וכן הוסף סייג בעניין תחולת התיקון על נכסים מגובים, כפי שהדבר מנוסח בהחלטת הממשלה בנושא.</p>	<p>לאסדרה של תחום הנכסים הדיגיטליים המגובים בכל הנוגע לתחולת דיני ניירות הערך, בעוד שבתכנית הכלכלית ישנה התייחסות לכך בהקשר לבנק ישראל. מכאן שלא ברור האם אלו יהיו נתונים לכפל פיקוחי.</p>			
<p>א.3. הצעות למודל אסדרה חלופי</p>				
<p>הוחלט לדחות את ההערה – ההצעה עוסקת בפעילויות שנמצאות תחת סמכות רשות ניירות ערך במטרה להתאים את הכללים גם לפעילות בנכסים דיגיטליים. אף חקיקת ה-MICA אינה מסדירה תחומים אלו, אלא מחריגה אותם והם מוסדרים תחת האסדרה הקיימת לאותן פעילויות. כלומר, בניגוד לטענת המעירים, חקיקת ה-MICA לא הקימה מסגרת אסדרה ייעודית המתייחסת באופן ספציפי לכל מגוון הפעילויות הפיננסיות בנכסים דיגיטליים; נהפוך הוא, חקיקה זו מחריגה מכשירים פיננסיים מסוימים, כדוגמת קרנות נאמנות למטרת השקעה משותפות בנכסים דיגיטליים וניירות ערך שהם נכסים דיגיטליים, אשר עליהם תחול האסדרה העקרונית הקיימת לעניין מכשירים אלו. מצב דברים זה עולה בקנה</p>	<p>פורום חברות הקריפטו מציע לקדם אסדרה מקיפה וייעודית לתחום (ולא סמנטית במסגרת דיני ניירות הערך המסורתיים) בדומה להצעת החוק האירופאית Markets in Crypto Assets ("MiCA"), ממנה ראוי לשאוב השראה בעיצוב מסגרת הרגולציה בישראל וגם מההצעה החדשה המוצעת באנגליה. הוער כי ה-MICA, קובעת הוראות ייעודיות המתאימות לסוגי נכסים שונים בהתאם למאפייניהם, תוך החרגות מחובות מסוימות לגבי נכסים מסוימים בהתאם לאופי השימוש בהם, אופי ההצעה לציבור או היקפי הפעילות בנכסים. כמו כן, הרגולציה במסגרת ה-MiCA מעוצבת בראייה רחבה החלה על נותני השירותים השונים בנכסים קריפטוגרפיים (כגון משמורנים, מפעילי פלטפורמות מסחר, חלפנים ויועצים). יש לקבל השראה מאופי האסדרה הפרטני, ולהגדיר במפורש על אילו נכסים האסדרה חלה ומהם ההסדרים שיחולו על כל סוג נכס וסוג הפעילות בכל נכס (דוגמת הנפקה, מכירה, OTC,</p>	<p>פורום חברות הקריפטו, בלוקצ'יין וה- Web 3 (ניר הירשמן); קוליידר ונצ'רס</p>	<p>הצעה לביצוע אסדרה תואמת ל- MiCA</p>	<p>7.</p>

<p>אחד עם העובדה כי מאפייני הנכסים הדיגיטליים מחייבים מחד, שמירה על מסגרת האסדרה הקיימת לשם שמירה על ציבור המשקיעים ומאידך יכולת אסדרה דינמית, גמישה וחדשנית, אשר תאפשר לבצע התאמות נדרשות הן לשם הגנת המשקיעים הן לשם מימוש הפוטנציאל הגלום בטכנולוגיה המתפתחת. קביעת אסדרה קשיחה ומפורטת, שתיונה לאור התפתחויות טכנולוגיות בעתיד יצריך הליך חקיקה ארוך ומורכב, חוטאת למטרה זו. משכך, ובניגוד לעמדת המעירים, הצעת הרשות מתכתבת עם המסגרת האסדרתית באירופה, ויש בה כדי להתמודד עם האתגרים שצוינו לעיל.</p> <p>לעניין ההשלכות הנטענות על פעילות של חברות קריפטו, ראו הערה 1 לעיל. התיקון המוצע נוגע לפעילות מול משקיעים בישראל, ולכן לא צפויה השלכה כנטען על תחרות מול חברות זרות, על הנכונות להשקיע בחברות מקומיות, וכדומה. השוק הישראלי הנו מטבע הדברים קטן באופן יחסי, ועל כן מגבלות על פניה לציבור המשקיעים בישראל,</p>	<p>בורסה, שמירה ועוד), וכן להגדיר על אילו פעולות בנכסים דיגיטליים חוק ייעודי זה יחול ועל אילו פעולות חוקים אחרים יחולו (דוגמת, חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים מוסדרים).</p> <p>לצד זאת, קוללידר ונצ'רס מזהירים מפני ההשלכות האפשריות של התיקון אשר יש בו למעשה כדי לכלול את כל הנכסים הדיגיטליים כניירות ערך, לצד מנגנון החרגה מעורפל:</p> <ul style="list-style-type: none"> • בידוד ישראל מאקוסיסטם ווב3 העולמי – ניתוק המשתמשים הישראליים מהפלטפורמות של הפרויקט, על מנת להתחמק מהנטל הרגולטורי המוצע. • פגיעה אנושה ביכולת של יזמים ישראלים להתחרות בחברות זרות – התיקון יוצר תלות של המיזמים בתגובת הרשות, ובכך לעיכוב התקדמות המיזמים, לעומת מיזמים זרים שלא יצטרכו לעמוד בנטל האמור. • הימנעות משקיעים מלהשקיע בתחום בישראל, ועזיבת יזמים את ישראל, ועקב כך איבוד מקומה של ישראל כמובילה בתעשיית ההייטק העולמית. <p>אם כן, מוצע לעבוד על תיקון חקיקה מקיף בדומה לרגולציה ה-MICA שמתגבשת כיום באירופה. כן מוצע להבהיר כי במקום שבו יש שקיפות וקבלת החלטות מבוזרת, אין לקבוע באופן</p>			
--	---	--	--	--

<p>ככל שאינן קיימות כבר כיום, לא צפויות להשפיע על כל אלה.</p>	<p>אוטומטי כי מדובר בנייר ערך, בדומה לנהוג בדין האמריקאי. לצד זאת, מוצע להמתין עם האסדרה האמורה עד שתיכנס לתוקפה רגולציה דומה באירופה ותתגבש הבנה מיטבית של התחום.</p>			
<p>הוחלט לדחות את ההערה – אין חולק כי תחום ההשקעה בנכסים דיגיטליים במתכונתו הנוכחית מייצר סיכונים רבים למשקיעים. ואולם, משטר האיסורים/הגבלות שמציע המעיר, אינו עולה בקנה אחד הן עם המגמה העולמית בעניין פיתוח שוק הון אלטרנטיבי של מוצרי השקעה ומתווכים המציעים לציבור נכסים דיגיטליים, והן עם התפישה שהובעה בדוח הממשלתי שעסק בנושא זה, ולפיו עשויים להיות גם יתרונות פוטנציאליים לפעילות, כדוגמת גיוון אפשרויות ההשקעה, שיפור יכולת פיזור ההשקעה, עידוד חדשנות משקית, צמיחה וכדומה. כמו-כן, בהיעדר אסדרה מגבילה מאוד בחו"ל, או לחילופין הטלת הגבלות נוקשות ואיסורים על פעילות כאמור, עלולים המשקיעים לנתב את כספם למוקדי השקעה בנכסים דיגיטליים בחו"ל, בלא שיוענקו לרשות הכלים הנדרשים לפקח על שוק</p>	<p>ביחס לגישות אחרות שנקטו רגולטורים בעולם, דומה כי הגישה המוצעת מקלה בהיבט הדרישות והאיסורים שהיא מטילה על השחקנים בשוק באופן שעלול למשוך שחקנים שאינם אחראיים בתחום הקריפטו, וכך לפגוע במשקיע הישראלי (כך למשל, שער הכניסה לאסדרה המוצעת באמצעות התיקון להגדרת "ניירות ערך", מאפשר גמישות יתרה ומתן הקלות נרחבות מדי לכניסה לשוק). לעמדת המעיר, יש לקיים דיון בעניין הצורך להטיל על התחום מגבלות או איסורים חלף אסדרה כוללת, שכן כמעט בלתי אפשרי להגן על המשקיע בתחום. אף שלכאורה יש באסדרה המוצעת גם צעדים חיוביים בפני עצמם, באופן עקרוני לא תיתכן אסדרה טובה של התחום, משום שתכלית תחום הקריפטו היא שיבוש כל אסדרה ותוצאת הלוואי שלו היא נזקים למשקיעים, בדגש על משקיעים "לא מתוחכמים", כמו גם לחברה כולה. לעמדתו, עדיף היה להציב כמטרה עיקרית את ההגנה על המערכת הפיננסית ועל מי שאיננו משקיע בנכסים דיגיטליים מפני חשיפה ישירה ועקיפה אליהם.</p>	<p>ארז רביב</p>	<p>הצעה לאסור פעילות בתחום הקריפטו, למעט חריגים</p>	<p>8.</p>

<p>מתפתח זה, או האפשרות להגן על ציבור המשקיעים. כאמור בדברי ההסבר, ובניגוד לעולם ההשקעות המסורתית, מרבית שוק הנכסים הדיגיטליים פועל כבר עתה ללא פיקוח, ודווקא בשל כך מוצע שלא להפקירו ללא אסדרה הולמת, אלא להסדירו באופן מיטבי תוך התחשבות בשיקולי הגנה על המשקיעים, במקום שינתבו לאפיקי השקעה מסוכנים בחו"ל. סגל הרשות מודע לסיכונים הרבים הכרוכים בפעילות קריפטו נכון להיום, אולם סבור כי המסגרת הרגולטורית המוצעת תאפשר התמודדות עם סיכונים אלה באמצעות התאמת הרגולציה למאפייני הנכסים. סמכות זו תאפשר גמישות כך שהאסדרה תותאם לשינויים שיחולו בפעילות זו בעתיד, בין היתר, אם יחול שינוי בסיכונים הכרוכים בה ועוצמתם.</p>	<p>לפיכך, מוצע להטיל איסור על אחזקה, שיווק, סחר, הנפקה וכרייה של נכסים דיגיטליים בישראל; עם זאת, מוצע לקבוע חריג להוראה במסגרת ניסויית של "ארגז חול" תוך יישום הדרגתי של מסקנותיו; למצער, לקבוע חריג נוסף שהוא מסגרת השקעה ל"משקיעים כשירים" בלבד. לכל הפחות יש להתיר פעילות של נותני שירותים בנכסים דיגיטליים לאזרחי ישראל בשיטת "הגן הסגור" בלבד, ללא חשיפה ישירה של המשקיעים לנכסים המאוחסנים בארנק דיגיטלי החסין מפני אסדרה אפקטיבית. עוד מוצע שלא לאפשר לחברה אשר לא עומדת בתנאי הרישיון לפי ה-FCA או הרגולציה האמריקאית, לפעול גם בישראל.</p>			
א.4. חינוך והסברה				
<p>הוחלט לדחות את ההערה – סגל הרשות מסכים לחשיבותו של חינוך פיננסי בכלל, ולגבי השקעות בתחום הקריפטו בפרט. יחד עם זאת, דברי ההסבר להצעות חוק נערכים במתכונת קבועה, ואינם כלי</p>	<p>מוצע לשלב בהצעת החוק תכנים של חינוך והסברה הכוללים הסברים על מהותם של דיני ניירות הערך או המערכת הפיננסית בכלל, מטרתם והצורך בהגנת משקיעים גם בנוגע לתחום הקריפטו. זאת, מאחר שישנו פער תפיסתי בקרב השחקנים</p>	<p>עו"ד דותן אלנתן ועו"ד יוגב טובי</p>	<p>חינוך והסברה</p>	<p>9.</p>

<p>אופטימלי לשם חינוך פיננסי. יצוין, כי דברי ההסבר המצורפים להצעה כוללים כבר עתה פירוט לגבי הסיכונים הנשקפים מהשקעה בנכסים דיגיטליים, באופן המצדיק הטלת פיקוח ואכיפה מטעם הרשות.</p>	<p>בשוק המטבעות הקריפטוגרפים בדבר נחיצות הרגולטור בתחום.</p>			
<p>ב. הערות להגדרת "ניירות ערך" בחוק ניירות ערך</p>				
<p>ב.1. כללי</p>				
<p>במסגרת הערות הציבור ניתנו הערות רבות לתיקון המוצע להגדרת "ניירות ערך" בסעיף 1 לחוק. ההערות לא התקבלו לגופן, אך הוחלט להסיר את רכיב התיקון העוסק בהגדרת "ניירות ערך", שכן התיקון לא נועד לעסוק בנושא זה באופן רחב. כפי שהוסבר בדברי ההסבר להצעה, התיקון לגבי הגדרת "ניירות ערך" נועד לעגן את פסיקת בתי המשפט מהשנים האחרונות, ובכלל זה פסק דינו של בית המשפט העליון בעניין קדם (עע"מ 7313/14 רשות ניירות ערך נ' קבוצת קדם חיזוק וחיזוש מבנים בע"מ (12.10.2015)), שם עמד בית המשפט על חשיבותה של חובת פרסום תשקיף להגנת ציבור המשקיעים וקרא לרשות ליזום תיקון להגדרה. מדובר בתיקון שאינו נדרש דווקא בהקשר של תחום הקריפטו, ועל כן הוחלט שלא לכרוך בין השניים.</p> <p>יובהר, כי השאלה מתי נכסים דיגיטליים מהווים ניירות ערך כהגדרתם בסעיף 1 לחוק נדונה בפירוט בדוחות שפרסמה רשות ניירות ערך בנושא הקריפטו [דו"ח ביניים - הוועדה לבחינת אסדרה של הנפקת מטבעות קריפטוגרפיים לציבור; דו"ח סופי-הוועדה לבחינת אסדרה של הנפקת מטבעות קריפטוגרפיים לציבור], והתיקון שהוצע לא נועד לשנות את הניתוח שהוצג בדוחות אלה. עוד יובהר, כי אין באי-ביצוע התיקון בהגדרת "ניירות ערך", כך שלא ייעשה אגב הטיפול בתחום הקריפטו, כדי לשנות מן הפרשנות הקיימת לגבי הגדרה זו כפי שבאה לידי ביטוי בהחלטות סגל הרשות ובשורה של פסקי דין של בתי המשפט [עת"מ (כלכלית) 42487-11-17 א.ד.ר. כלכלה בטוחה בע"מ נ' רשות ניירות ערך (פורסם בנבו, 23.04.2018), ת"צ (מחוזי תל אביב-יפו) 59659-02-20 רייס נ' קרן הגשמה בע"מ (פורסם בנבו, 20.04.2021); עניין קדם לעיל].</p>				
<p>ב.2. היעדר מבחנים ברורים</p>				

<p>כאמור לעיל, חלקו של התיקון העוסק בהגדרת ניירות ערך בסעיף 1 לחוק הוסר. לענין ההערה בדבר מבחנים ברורים להגדרת ניירות ערך יצוין כי התיקונים שהוצעו נועדו להדגיש העדפה של מהות כלכלית על פני מאפיינים צורניים ולמנוע עקיפה של הוראות הדין, אך בשל אי-עמידה בצורה מסוימת. תפישה זו מעוגנת בהחלטות סגל הרשות ופסיקת בתי המשפט (ראו האזכורים לענין א.ד.ר. לעיל, ענין הגשמה לעיל, ענין קדם לעיל).</p> <p>בכל הנוגע לתחולת התיקון על מיזמי DAO, ראו ההתייחסות להלן למענה להערה 14.</p>	<p>1. ישנה אי-וודאות בשער הכניסה לחוק: ההגדרה המוצעת למונח "ניירות ערך" הינה חלקית, חסרה ולא מכילה קווים מנחים כלל, ולכן היא עלולה להגביר את חוסר הוודאות ביחס לסיווג נכסים דיגיטליים כניירות ערך. בכך התיקון המוצע למעשה מתעלם מהמאפיינים השונים של מגוון הנכסים הדיגיטליים, וההבנה האסדרתית המקובלת של מרבית הרשויות הרגולטוריות בעולם בדבר ההבחנה בין מטבעות מסוג Utility, Currency ו-Security.</p> <p>התיקון המוצע אף מאמץ באופן חלקי את מבחני פס"ד Howey, ובכך מוסיף לאי הוודאות שהגדרה זו יוצרת. הסתמכות על מבחן מטרת ההשקעה בלבד מעוררת קושי שכן הציפייה של משקיעים בתחום לרוב מעורבת (שימוש לצד ציפייה כלכלית), משתנה לאורך הזמן או שונה ביחס לכל משקיע.</p> <p>עוד מתרחבת אי-הבהירות כאשר התיקון המוצע שותק לגבי מיזמים מבוזרים מסוימים (ביטקוין ו-DAO) הנשענים על תשתית מבוזרת ללא מאמצים מיוחדים של יזמים או א-סימטריה בין המשתתפים, באופן המלמד על כך שלא מדובר בנייר ערך.</p>	<p>פורום חברות הקריפטו, בלוקצ'יין וה- Web 3 (ניר הירשמן); לשכת רואי החשבון</p>	<p>היעדר ברורים השימושים הקיימים בקריפטו והמשפט המשווה</p>	<p>10</p>
---	--	--	---	-----------

<p>כאמור לעיל, חלקו של התיקון העוסק בהגדרת ניירות ערך הוסר. לעניין ההערה בדבר אימוץ ההגדרה בחוק האמריקאי, יצוין כי הגדרה זו העלתה שאלות רבות מאוד לאורך השנים, וציונה של רשימה ארוכה של מכשירים הנופלים בהגדרת "ניירות ערך" לא הובילה לוודאות משפטית. כך גם המבחן שהובא בפס"ד Howey בנוגע למונח "חוזה השקעה" הנכלל בהגדרה האמריקאית. בנוסף לכך, הגדרה זו זכתה לביקורות רבות בארה"ב, ועל כן ספק אם היא מהווה מודל שיש לאמץ. לעניין ההבדל בין ההגדרות, האמריקאית והישראלית, ראו התייחסותו של בית המשפט העליון בפסק דין קדם².</p> <p>בכל הנוגע להוספת הרכיב "אלגוריתם" אשר הוצעה על ידי המעירים, ראו ההתייחסות להלן למענה להערה 14.</p>	<p>מוצע לתקן את ההגדרה לפי טיוטת ההצעה, כך שתחפוף להגדרה בחוק האמריקאי הכוללת ציון של כל ניירות הערך הקיימים (מניה, חוזה חלף, חוזים עתידיים, אופציות, מוצרים מדדיים ועוד) וכן, סעיף סל שנקרא "חוזה השקעה". בהקשר זה, מומלץ לאמץ את הפרשנות של פס"ד האווי בנוגע לסעיף הסל ולכתוב כי חוזה השקעה יענה על שלושה תנאים מצטברים: התאגדות משותפת; הושקע בו כסף; ציפיה לעשיית רווח המבוססת על מעשיהם של אחרים. אימוץ האמור לעיל יקל בהבחנה בין מטבעות ונכסים דיגיטליים המהווים נייר ערך לאלו שלא. באם לא תתקבל ההצעה שלעיל, מומלץ להוסיף את המילה "אלגוריתם" לסעיף ההגדרות לצד התוספת של המילה "אדם". זאת, לאור העובדה כי חלק מהנכסים הדיגיטליים העתידיים צפויים להיות מונפקים ומנוהלים בידי אלגוריתמים.</p>	<p>ד"ר הדר ז'בוטינסקי וד"ר מיכל לביא (מרכז הדר ז'בוטינסקי לחקר בין-תחומי של שוקי הון, משברים וטכנולוגיה)</p>	<p>היעדר מבחנים ברורים בראי המשפט המשווה</p>	<p>11</p>
--	--	--	---	-----------

² פסקה יב לפסק דינו של השופט רובינשטיין בעניין **קדם** לעיל.

<p>כאמור לעיל, חלקו של התיקון העוסק בהגדרת ניירות ערך הוסר. לעניין ההערה בדבר הרחבת אי הוודאות לגבי מכשירים בנקאיים שונים, יצוין כי שאלות בדבר תחולת חוק ניירות ערך על אלה עולות לכאורה גם לפי הדין הקיים, אך בהתאם לפרשנות מהותית שניתנת להגדרת ניירות ערך אי הוודאות אינה רבה כנטען. גם בהתאם לתיקון שהוצע ניתן היה להמשיך בפרשנות מהותית כאמור.</p>	<p>התיקון המוצע עלול להגביר את אי הוודאות השוררת ממילא כבר היום, סביב הפרשנות הנכונה למונח "נייר ערך", ויוביל לכך שאין ספור נכסים יחסו תחתיו על פי לשונו. כרשימה חלקית בלבד ניתן לציין: הלוואות בין שני אנשים פרטיים (המלווה הנותן את כספו ללווה פועל מתוך מטרת השקעה פיננסית ויש לו זכות תביעה מהלווה); חוזים מסחריים, כגון חוזי שכירות (המשכיר פועל מתוך מטרת השקעה פיננסית ויש לו זכות תביעה מהשוכר); פקדונות בבנק; שטרי הון וכיוצ"ב. זאת ועוד, התחולה הרחבה כאמור של התיקון עלולה להוביל לחפיפה בין תחולת חוק ניירות ערך לבין תחולת חוקים אחרים, לרבות חוקי הבנקאות. כפל רגולטורי זה עשוי להביא למצבים של אי-ודאות משפטית ופגיעה בהסדרה הקיימת של מוצרים בנקאיים, אשר לא נועדו מלכתחילה להיכלל בהגדרת "נייר ערך". לכן, לטענת המגיבים, די בכך שבהגדרה של המונח "ניירות ערך" יצוין במפורש כי נכללים בגדרה גם ניירות ערך שמוצעים כנכסים דיגיטליים. לחלופין, מבקשים להחריג במפורש מגדר ההגדרה, במסגרת החקיקה הראשית, מוצרים בנקאיים אשר אין חולק כי על פי תכליתם, אין להחשיבם כניירות ערך על פי החוק.</p>	<p>איגוד הבנקים</p>	<p>היעדר ברורים למונח "ניירות ערך" בראי דיני הבנקאות</p>	<p>12</p>
--	---	---------------------	---	-----------

3.3. השמטת המונח "סדרה"

<p>כאמור לעיל, חלקו של התיקון העוסק בהגדרת ניירות ערך הוסר. לעניין ההערה בדבר רכיב ה"סדרות", יצוין כי התיקון נעשה בהמשך ל"עמדת סגל משפטית 34 – 103 : סדרת ניירות ערך" 2 (20.7.2014)) בה הוסבר כי: "די בקיומן של מספר תעודות, אשר מקנות זכויות כלכליות דומות, נועדו למטרת השקעה דומה, ומאופיינות בסיכויים ובסיכונים דומים, אף אם קיימים ביניהן הבדלים מסוימים", ובהמשך לפסיקת בית המשפט העליון בעניין קדם, אשר קבע שאין להסתפק בפרשנות דווקנית למונח "סדרה", שלפיה "די בהבדל קטן ביותר" כדי להחריג תעודה מסדרה, ובהתאם ללקח הכללי, לפיו אין מקום שהמונח "סדרות" יאפשר עקיפה של תחולת החוק.</p> <p>בכל הנוגע לסיווגים של מטבעות יציבים כניירות ערך – בהצעה המעודכנת, התואמת את ההגדרה למטבעות אלה בהחלטת הממשלה בנושא, מוצע כי הם יוחרגו מהגדרת נכסי השקעה דיגיטליים, ואולם ככל שאלה יסווגו גם כניירות ערך לפי המבחנים</p>	<p>מחיקת הרכיב "סדרה" מההגדרה הקיימת, מעלה חשש שעסקאות יחידניות שאין דיני ניירות ערך מבקשים להסדיר, ייתפסו בגדרה וכנגזרת יחולו דינים אלו. למעשה, דרישת ה-"סדרה" נועדה להבחין בין עסקאות הנעשות בין שני צדדים השווים בכוחם לבין עסקאות בהן יש פערי כוח ומידע בין הצדדים שבהן צד אחד מכתוב את תנאי העסקה. לכן, מתעורר החשש שמא השמטת המונח "סדרות" מההגדרה תפגע בתכלית העיקרית ותכניס להגדרה מכשירים ונכסים שנועדו להשקעה פיננסית אשר אין כל הצדקה להכפיפם לדרישות החוק המחמירות, ובכלל זה מכשירים שמאפשרים ניהול מו"מ על תנאי העסקה.</p> <p>זאת ועוד, מדגיש פורום חברות הקריפטו כי יש בתיקון המוצע כדי להשפיע על סיווגם של מטבעות יציבים (stable coins) כניירות ערך הגם שברור שאינם כאלה, משום שללא תנאי ה"סדרה" גם נכסים אלו המונפקים בכמויות בלתי מוגבלות עלולים להיכלל בהגדרה.</p>	<p>פורום חברות הקריפטו, בלוקצ'ין וה- Web 3 (ניר הירשמן); איגוד הבנקים; ביטס אופ גולד</p>	<p>השמטת "סדרה"</p> <p>המונח</p>	<p>13</p>
---	--	--	--	-----------

<p>המקובלים בפסיקה ובעמדות הרשות, הדינים הנוגעים לכך יחולו בהתאם.</p>				
<p>4.ב. הוספת המונח "אדם"</p>				
<p>כאמור לעיל, חלקו של התיקון העוסק בהגדרת ניירות ערך הוסר. לעניין ההערה בדבר הוספת המונח "אדם" יצוין, כי לפי הדין הקיים אמנם הנפקת ניירות ערך יכולה להתבצע על ידי תאגיד ואולם הצעת ניירות ערך יכולה להתבצע על-ידי כל אדם וכפופה לפיכך לתחולת הדין. ההערה בדבר תחולת יתר אם ההגדרה תכלול גם תעודות שאינן מונפקות על-ידי תאגיד תיבחן בעתיד, כאשר יוצע שוב תיקון בהגדרת ניירות ערך. בכל הנוגע למיזמי DAO, יודגש כי בהקשרים מסוימים אפשר שגם תחת ההגדרה הנוכחית של "ניירות ערך" מיזמים מהסוג הזה ייחשבו "נייר ערך". כמו כן, יצוין כי לאחרונה הוקמה ועדה בינמשרדית המשתתפים בה</p>	<p>תיקון ההגדרה כך שתכלול גם הנפקה על ידי "אדם" אינו ברור ויוצר חוסר וודאות, שכן זו נעדרת ההבחנה הנדרשת בין נכסים שלא עומד מאחוריהם גורם מסוים לבין נכסים המונפקים על ידי מנפיק מסוים, בהתאם למסקנות דו"ח הוועדה של הרשות בעניין. כך לא ברור אם יחולו דיני ניירות הערך על הנפקת נכסים דיגיטליים שעומד מאחוריהם ארגון מבוזר ללא יישות מרכזית (למשל, DAO). אם כן, מציע פורום חברות הקריפטו, לכל הפחות, להחריג במפורש נכסים דיגיטליים מסוימים שבבסיסם מודל פעילות מבוזר.</p> <p>בהקשר זה, משרד עו"ד הורן אף מציע נוסח חלופי: "ניירות ערך" – תעודות המונפקות בסדרת על-ידי אדם, חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר, וכן על ידי גורם</p>	<p>פורום חברות הקריפטו, בלוקצ'יין וה- Web 3 (ניר הירשמן); עו"ד דותן אלנתן ועו"ד יוגב טובי; משרד עו"ד הורן ושות'; ד"ר הדר זיבוטינסקי וד"ר מיכל לביא (מרכז הדר זיבוטינסקי לחקר בין-תחומי של שוקי</p>	<p>אי-וודאות</p>	<p>14</p>

<p>גם נציגי הרשות, שתפקידה לגבש המלצות להסדרת מיזמים מסוג זה.</p>	<p>ממוכן עצמאי אחר, למטרת השקעה פיננסית ומקנות זכות חברות או השתתפות בהם או תביעה מהם, ותעודות המקנות זכות לרכוש ניירות ערך, והכל בין אם הן על שם ובין אם הן למוכ"ז, למעט ניירות ערך המונפקים בידי הממשלה או בידי בנק ישראל, שנתקיים בהם אחד מאלה"</p>	<p>הון, משברים (וטכנולוגיה)</p>		
<p>ראו התייחסות לעיל.</p>	<p>הוספת המילה "אדם" מרחיבה את מעגל ההפלה של פרטים הבוחרים לקחת חלק, גם אם באופן חד-פעמי בשוק (לדוגמה: דיני ניירות הערך עלולים לחול על אדם היוצר NFT ומוכר אותו באופן חד-פעמי, וכן עשויות לחול עליו חובות נוספות בהתאם לשיקול דעת הרשות). מלבד הקושי הרגולטורי במעקב אחר פעילויות כמתואר בדוגמה, להפרות מסוג אלו עשויות להיות השלכות מנהליות ואף פליליות על אזרחים.</p>	<p>משרד עו"ד פישר בכר</p>	<p>הרחבת מעגל ההפלה</p>	<p>15</p>
<p>ראו התייחסות לעיל.</p>	<p>הוספת המילה "אדם" להגדרה עלולה להוביל לכך שהסכמים רבים ומגוונים אשר אין חולק כי אין להחשיבם כ"ניירות ערך", ייכנסו בהגדרת "ניירות ערך" לפי לשונה. ואולם, אדם, בשונה מתאגיד, אינו יכול ליישם חובות דיווח שחלות על תאגיד – אדם אינו יכול לפרסם תשקיף על עצמו ולעמוד בחובות הדיווח שחלות על תאגידי מדווחים. התיקון עשוי להביא למצב אבסורדי לפיו אדם שירצה לקבל הלוואה יידרש לעשות זאת רק דרך הפטורים הקיימים בחוק ניירות ערך.</p>	<p>איגוד הבנקים</p>	<p>מוצרים בניקאיים כניירות ערך והחובות המושתות על אדם המנפיק נייר ערך</p>	<p>16</p>

ב.5. הוספת הרכיב "למטרת השקעה פיננסית"			
17	הבהרת "למטרת פיננסית"	הרכיב השקעה	עו"ד דותן אלנתן ועו"ד יוגב טובי; עו"ד אחיי גמא
			<p>1. על מנת למנוע חוסר בהירות וודאות, מוצע להבהיר את תוספת המילים "למטרת השקעה פיננסית" בשני משוורים:</p> <p style="text-align: center;">- <u>מישור השימוש</u>:</p> <ul style="list-style-type: none"> • בעניין נייר ערך בראי המנפיק לעומת המחזיק – ישנם מצבים בהם המנפיק פועל תחת מוטיבציה אחרת מהמחזיק/המשקיע (לדוגמה: מטרת המנפיק אינה הנפקה לשם השקעה פיננסית ואילו מטרת המחזיק/משקיע הינה השקעה פיננסית). לכן, יש להבהיר כי מטרת ההשקעה הפיננסית נגזרת ממטרת
			<p>כאמור לעיל, חלקו של התיקון העוסק בהגדרת ניירות ערך חוסר. לעניין ההערה בדבר רכיב מטרת ההשקעה הפיננסית, יצוין כי תיקון זה שהוצע הינו תיקון מבהיר וכי רכיב זה קיבל ביטוי נרחב בהחלטות הרשות ובפסיקת בתי המשפט. כמו-כן, בניגוד לנטען, רכיב זה דווקא נועד לצמצם את ההגדרה הקיימת, כך שיהיה ברור כי אינה חלה על מצבים שאינם רלבנטיים לעולמות ניירות ערך כגון מנויים לקולנוע או לתחבורה ציבורית.³</p>

³ ראו דוגמאות מייצגות מתוך החלטות הרשות בעניין: החלטת רשות ניירות ערך "מניות קאנטרי קלאב אינן מהוות ניירות ערך – בכפוף למספר תנאים" (8.7.2003), לפיה רשות ניירות ערך לא תראה במניות המקנות זכויות שימוש בקאנטרי קלאב ניירות ערך כמשמעותם בחוק, ומכירתן לא תהיה טעונה פרסומו של תשקיף ([קישור](#)); מענה רשות ניירות ערך לפנייה מקדמית "קטמון ייזום מפעלים בע"מ" (2.10.2007), שם הודיעה הרשות כי לא תראה ברכישת מניות לשם הקמת מועדון כדורגל אשר הקנו זכויות מינוי בנוגע למינוי הנהלת המועדון וקבלת מינוי שנתי למשחקי הקבוצה כרכישת ניירות ערך לפי הגדרתם בסעיף 1 לחוק ([קישור](#)). כן ראו דוגמה מייצגת מתוך פסיקת בית המשפט בעניין שמדגישה את רכיב מטרת ההשקעה הפיננסית: עת"מ (ת"א) 42487-11-17 א.ד.ר. כלכלה בטוחה בע"מ נ' רשות ניירות ערך (פורסם בנבו, 23.4.2018), שם נקבע כי הסכמי ההשקעה בפוליסות ביטוח חיים בארצות הברית, המשווקים ונמכרים על ידי העותרת, נכנסים תחת הגדרת "ניירות ערך", ולכן פעילות העותרת מהווה הצעה ומכירה לציבור של ניירות ערך ומחייבת פרסום תשקיף בהתאם לחוק; כן ראו עמ"נ (י-ם) 113/03 דותן נ' קו אופ הרבוע הכחול אגודה שיתופית לשיירותים בע"מ, פסי' 76-72 לפסק דינו של השופט עדיאל (פורסם בנבו, 11.05.2005), שם נקבע כי צירופם של העובדים בחברים באגודה השיתופית שבנדון לא נבע מרצון לתגמלם כספית ומבחינת העובדים כלל לא היה מדובר בהשקעה בנייר ערך, ולפיכך אין להחיל את דיני ניירות הערך במקרה זה.

<p>בכל הנוגע להוספת הרכיב "למטרת השקעה פיננסית", בפרט בהקשר להגדרת "נכס דיגיטלי", ובתוך כך מענה להערות העקרוניות בעניין פרשנות המונח עצמו בהקשרים נוספים, ראו ההתייחסות להלן למענה להערה 30.</p>	<p>ההנפקה או לחילופין יש לייבא מבחנים מדיני ניירות הערך של ארה"ב כמו השקעה של כסף, שווה כסף או ציפייה לרווח. בהקשר זה, נדרשת הבהרה בדבר ההבחנה הנדרשת בין Utility Tokens לנכסים דיגיטליים למטרות השקעה. לצד זאת, מוצע, לקבוע רשימה מצומצמת של חזקות או דוגמאות מנחות לגבי קריטריונים או פעולות שבידו של המנפיק לבצע כדי לבסס כי הוא לא הנפיק את הנכס למטרות השקעה פיננסית, הגם אם לאחר מכן, המחזיק עצמו עשה כן. כך למשל, פעולות שניתן להטמיע בקוד ובמעטפת של הפרויקט, כמו חוזים חכמים, אתר, אפליקציות וכו', שיש בהם כדי לקיים את הפרמטרים הדרושים כדי שנכס דיגיטלי לא יהווה נייר ערך).</p> <ul style="list-style-type: none"> • בעניין נכס דיגיטלי, יש לאבחן בין ניירות ערך מסורתיים לבין קריפטו. בכל הנוגע לקריפטו, קיים פוטנציאל למחזיקים בנכסים הדיגיטליים להיות חופשיים לעשות כרצונם בנכס ולקבוע את מטרותיו במנותק מהמנפיק. 			
--	---	--	--	--

	<p>לכן, בהנפקה של נכס דיגיטלי יש שליטה מוגבלת או שאפילו אין בכלל שליטה למנפיק בקשר למטרת הנכס, בניגוד לניירות ערך מסורתיים.</p> <p>- <u>מישור המטרה</u>: יש להגדיר מהי מטרת השקעה פיננסית. כלומר, האם די בציפייה לרווח או שדרושים מבחנים נוספים? הותרת הביטוי "למטרות השקעה פיננסית" מאפשר גמישות, אך הוא מייצר חוסר וודאות, שתאותגר על ידי משקיעים בעתיד.</p> <p>2. כן מוסיף עורך דין גמא, כי הוספת המונח "השקעה פיננסית" להגדרת "ניירות ערך" מעוררת קושי לשוני-לוגי, שכן "השקעה" במובנה המקורי היא מעשה פיננסי, ולכן כל השקעה היא למעשה "פיננסית".</p>			
<p>ראו התייחסות לעיל. בכל הנוגע להוספת הרכיב "למטרת השקעה פיננסית", בפרט בהקשר להגדרת "נכס דיגיטלי", ובתוך כך מענה להערות העקרוניות בעניין פרשנות המונח עצמו בהקשרים שונים, ראו ההתייחסות המוצעת להלן למענה להערה 30.</p>	<p>חסרה ההגדרה המדויקת ל-"השקעה פיננסית". הדבר יוצר אי-וודאות בעיקר באותם מקומות בהם השימוש הוא לא חד-משמעי, ויכול שיהיה משולב בין צורך אחד שהוא שימושי באופיו (utility) לבין צורך אחר שהוא פיננסי (לדוגמה מטבע האתריום).</p>	<p>חברת ביטוסי; איגוד הבנקים; ביטס אוף גולד</p>	<p>הבהרת "למטרת השקעה פיננסית"</p>	<p>18</p>

	<p>מבחן ההשקעה הפיננסית הוא אמנם אינדיקציה, אבל כשלעצמו אינו מספק ולכן, יש להגדיר תנאים נוספים. לדוגמה: בעניין פס"ד Howey, נדרש להראות כי השקעת הכסף (בהמשך הורחב בפסיקה אחרת גם לאמצעים חלופיים לכסף) היא לצורך רווח כתוצאה ממאמץ של אחרים. בהקשר זה, יוער כי ארה"ב ומדינות האיחוד האירופי שמרו על הגדרה התואמת לכל המבחנים בפס"ד Howey ולא בחרו לעשות הרחבה משמעותית כזו כבתיקון המוצע.</p> <p>בנוסף, ההגדרה חסרה את ציר הזמן והקונטקסט בהם נבחן הסיווג של הנכס הדיגיטלי; ייתכן מצב בו בעיתוי ובהקשר מסוימים נכס דיגיטלי צריך להיחשב כנייר ערך ובעיתוי והקשר אחרים המצב יהיה שונה.</p> <p>כמו כן, נשאלת השאלה מהו הדין ביחס לנכסים שיש מטרה מעורבת ברכישתם? כל נכס שאינו מתכלה באופן מהיר עלול להירכש הן למטרת השקעה פיננסית והן למטרה אחרת כאמור. האם המבחן הוא אובייקטיבי או סובייקטיבי? והאם עשויה לחול על המנפיק חובה לבדוק מהי המטרה של המשקיע?</p> <p>אם כן, ההצעה מתעלמת מההבדלים בין הסוגים השונים של נכסים דיגיטליים: אופי השימושיות; הפער בין אופן ההנפקה שלהם; מטרת המכירה; ריכוזיות אל מול ביזוריות; המודל</p>			
--	--	--	--	--

	הכלכלי-עסקי שבבסיסם וכן עיתוי הבחינה של מעמד הנכס הדיגיטלי.			
ראו התייחסות לעיל.	יש להגדיר מהי "השקעה פיננסית", לרבות קביעה כי רק תעודות שמטרתן העיקרית הינה השקעה פיננסית, תהווה תעודות שחוק ניירות ערך חל עליהן.	משרד עו"ד עמית פולק מטלון	המונח "למטרת השקעה פיננסית" ביחס להגדרת המונח "תעודות"	19
ב.6. הערות לרכיב "תעודות"				
כאמור לעיל, חלקו של התיקון העוסק בהגדרת ניירות ערך הוסר. לעניין ההערה בדבר רכיב מטרת התעודות, יצוין כי התיקון שהוצע נועד לעגן את קביעת בית המשפט העליון ברע"א 1701/93 טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ נ' זת חברה לייעוץ כלכלי בע"מ , מז(5) 476 (1993), שם נקבע כי אין להגביל את המילה "תעודה" למסמך פורמאלי כתעודת-מניה. כלומר, גם התפישה הקיימת היא של העדפת מהות כלכלית על פני צורה, ובתיקון עתידי בעניין הגדרת ניירות ערך, יבחן שוב כיצד נכון להביא זאת לידי ביטוי.	מוצע לשקול להבהיר בהגדרת המונח "תעודות" קריטריונים של מה כן מהווה תעודה בכדי לייצר וודאות ובהירות. בנוסף, מוצע להבהיר כי תעודות תכלולנה גם נכסים דיגיטליים. הצעה להגדרה: "לעניין "תעודות" – מידע, הרשום וניתן לאחסון וצפייה בין אם במסמך פיזי, באופן דיגיטלי או באופן וירטואלי, לרבות נכסים דיגיטליים, מבלי שתידרש צורה אחידה או מסוימת, או מבלי כל דרישה לעניין היקף וטיב המידע, למעט עצם קיומו.	עו"ד אחיי גמא	הבהרת הרכיב "תעודות"	20
ראו התייחסות לעיל.	יש להבהיר כי המונח "תעודה" כחלק מהמונח "נייר ערך" כולל גם נכסים דיגיטליים וגם כל פיתוח טכנולוגי עתידי אשר	משרד עו"ד הורן ושות'	הבהרת הרכיב "תעודות"	21

	<p>במהותו יהיה נייר ערך, תהא צורתו אשר תהא. להלן הצעת הנוסח המוצע:</p> <p>”לעניין זה, ”תעודות” – יהיו צורתן ו/או ביטויין אשר יהיו, ומבלי שתידרש צורה אחידה או מסוימת, כגון מסמך בכתב, בין אם באופן מוחשי אם לא מוחשי, בשלמות או כחלק ממכלול, ולרבות נכסים דיגיטליים.”</p>			
<p>ראו התייחסות לעיל.</p>	<p>1. ההגדרה המוצעת מובאת על דרך השלילה, אולם מדובר בהגדרה פתוחה, אמורפית ורחבה מדי ולכן מציעים למחוק את ההגדרה הזו. לחלופין, מציעים כי המונח ”תעודות” יכלול דרישת כתב, אשר כוללת מגוון רחב של אפשרויות תיעוד, לרבות באופן דיגיטלי. לטענת המעירים, אין לכלול בהגדרה הסכמה בעל פה שאין לגביה כל תיעוד.</p> <p>2. המעירים מבקשים שהרשות תבהיר כי פקדונות וסטרוקצ'רים אינם מהווים נייר ערך או תעודה, כהגדרתם בהצעת התיקון. בנוסף, בהצעת החוק של האיחוד האירופי (MiCA) - צוין כי החקיקה תחול רק ביחס לנכס קריפטוגרפי שאינו: מכשיר פיננסי, כסף אלקטרוני, פיקדונות, פיקדונות מובנים או עסקאות איגוח. ההצעה אינה כוללת הבחנות כאמור, ולכן מציעים לבחון התייחסות לנכסים שיוחרגו מתחולת ההגדרה.</p>	<p>איגוד הבנקים</p>	<p>הבהרת ”תעודות” הרכיב</p>	<p>22</p>
<p>ב.7. הערות להגדרת ”מכשיר פיננסי”</p>				

<p>הוחלט לקבל את ההערה באופן חלקי – הכללת ההגדרה שהוספה בטיוטה המעודכנת של "נכס השקעה דיגיטלי" תחת הגדרת "מכשיר פיננסי", מביאה לכך שתחת הגדרה זו נופלים ניירות ערך (הן שהם "רגילים" הן שהם במתכונת של "נכסים דיגיטליים"), וכן נכסי השקעה דיגיטליים שאינם ניירות ערך. אין בטכניקה החקיקתית האמורה כדי להחריג נכסים דיגיטליים מסוג ניירות ערך, ואין בה כדי לקבוע כי נכסים דיגיטליים אינם יכולים להיות "ניירות ערך" בפני עצמם.</p>	<p>מחד, התיקון לא מכניס את המונח "נכס דיגיטלי" להגדרת "ניירות ערך" שבסעיף 1, היות שנכסים מסוג זה כבר עשויים להיכלל בהגדרה בנוסחה הנוכחי, ומאידך כן מכניסו תחת המונח "מכשיר פיננסי", בשעה שההגדרה של מכשיר פיננסי כוללת ניירות ערך לפי הגדרתם בסעיף 1. משכך, יש להכניס את ההגדרה "נכס דיגיטלי" לתוך הגדרת "נייר ערך" שבסעיף 1, במקום בהגדרת "מכשיר פיננסי". לצד זאת, וככל שזו כוונת הרשות, יש להגדיר את המונח "מכשיר פיננסי" ככולל נכס דיגיטלי שאינו נייר ערך.</p>	<p>עו"ד אחיי גמא</p>	<p>היחס שבין "מכשיר פיננסי", "ניירות ערך" ו"נכס דיגיטלי"</p>	<p>23</p>
<p>הוחלט לקבל את ההערה באופן חלקי – ראו ההתייחסות לעיל למענה להערה 23. כמו-כן, האפשרות שניירות ערך יהיו נכסי השקעה דיגיטליים נלמדת גם מהסמכות שניתנה בסעיף 14ב המוצע לבצע התאמות במקרה זה.</p>	<p>ממכלול התיקונים המוצעים, ובכלל זה הוספת ההגדרה הפרטנית "נכסים דיגיטליים" כ"נכס פיננסי", וההבהרה למונח "תעודות", לא ברור שהרשות ביקשה לכלול אפשרות שנכסים דיגיטליים אכן יוכלו להוות גם ניירות ערך. ההגדרה הפרטנית של "נכסים דיגיטליים" שנכנסת ל"נכסים פיננסיים" מבדילה בין ניירות ערך לבין נכסים דיגיטליים ולכן, ניתן לקרואה כך שמחריגה את הנכסים הדיגיטליים מתחולת ההגדרה של ניירות ערך. מוצע לשקול להוסיף לתיקון המוצע מלל אשר מבהיר כי נכס דיגיטלי יכול להיות נייר ערך או סוג אחר של נכס פיננסי.</p>	<p>עו"ד דותן אלנתן ועו"ד יוגב טובי; משרד עו"ד עמית פולק מטלון</p>	<p>היחס שבין "מכשיר פיננסי", "ניירות ערך" ו"נכס דיגיטלי"</p>	<p>24</p>

<p>הוחלט לדחות את ההערה – ההצעה מבקשת להוביל לאסדרה המותאמת לאופי הפעילות. לכן, פעילות של מסחר וסליקה של נכסי השקעה דיגיטליים אינה מוחרגת. הסיבה להחרגת סעיף 44יב הנוגע לזירות סוחר נובעת מכך שפעילות של המרה של נכסים כאמור מוסדרת כיום תחת חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), התשע"ו–2016, ולכן הוצע בשלב זה שלא לערוך שינוי בפרק זה בחוק ניירות ערך. אך פעילות של מסחר בין משקיעים אינה שקולה לפעילות של המרה, וצריכה להיות מפוקחת לפי מהותה. יובהר כי פעילות של נגזרים על נכסים דיגיטליים תהא תחת מסגרת הפיקוח הרלבנטית של זירות סוחר (בדומה לנגזרים על ניירות ערך ומטבעות), ואינה מוחרגת מן התחולה, וזאת גם בהתאם לנוסח טיוטת ההצעה המעודכנת.</p>	<p>גם אם הנכסים הדיגיטליים אינם עולים כדי ניירות ערך בהתאם להגדרה המוצעת בתיקון, עדיין הם צפויים להיכנס להגדרת "מכשיר פיננסי" בהתאם להגדרה בסעיף 1. זאת, בשל כך שההצעה מחריגה את תחולת "מכשיר פיננסי" רק ביחס לסעיף 44יב הנוגע לזירות סוחר אבל לא עושה כן ביחס לבורסה ומסלקה (סעיף 52). אם כן, המעירים מציעים לקבוע כי הגדרת מכשיר פיננסי לא תכלול נכס דיגיטלי בדומה לקביעה בסעיף 44יב, ובכך להחיל דין דומה לעניין פעילות מסחר בנכסים דיגיטליים ביחס לבורסות ולזירות סוחר.</p>	<p>חברת ביטוסי</p>	<p>היעדר הצורך בהוספת הגדרה חדשה למונח "מכשיר פיננסי"</p>	<p>25</p>
<p>הוחלט לדחות את ההערה – מדובר בשינוי מיקום של ההגדרה כך שתהיה במיקום המתאים יותר. בחקיקה מקובל כי הגדרות יופיעו בסעיף ההגדרות</p>	<p>אין צורך בהוספת הגדרה חדשה למונח "מכשיר פיננסי" בסעיף 1, המהווה הגדרה זהה למונח זה הקיים היום בפרק זירות סוחר, בשינוי אחד והוא הוספת "נכסים דיגיטליים". חוק ניירות ערך גם בתיקון המוצע וגם בנוסחו הקיים עושה שימוש</p>	<p>איגוד הבנקים</p>	<p>היעדר הצורך בהוספת הגדרה חדשה למונח "מכשיר פיננסי"</p>	<p>26</p>

<p>הכללי, כפי הנוסח המופיע בטיוטת ההצעה שפורסמה להערות הציבור.</p>	<p>במונח רק בפרק המתייחס לזירות סוחר. לפיכך, נראה כי אין כל צורך בהוספת הגדרה חדשה למונח בסעיף 1 לחוק וניתן להותיר על כנה את הגדרת המונח "מכשיר פיננסי" הקיימת היום בפרק זירות סוחר, ככולל את כל סוגי המכשירים הפיננסיים, למעט נכסים דיגיטליים.</p>			
<p>ג. הערות להגדרת "נכסים דיגיטליים" (כללי)</p>				
<p>1. הוחלט לקבל את ההערה באופן חלקי – הוחלט להחליף את המונח "טכנולוגיה אחרת" במונח "טכנולוגיה דומה", ובכך לצמצם את קשת הנכסים הפיננסיים שעשויים להיכנס תחת ההגדרה, בין היתר, בהתאם לנוסח חקיקת ה-MICA האירופית הנוקטת לשון זהה ("digital representation of a value or of a right that is able to be transferred and stored electronically using distributed ledger technology or similar technology").</p> <p>2. הוחלט לקבל את ההערה באופן חלקי – בכל הנוגע לעמימות הנטענת בדבר הגדרת "נכס דיגיטלי", ובהתמקד בפרשנות הרכיב "למטרת השקעה פיננסית", ראו ההתייחסות להלן למענה</p>	<p>1. מוצע להשמיט מהגדרה זו את המילים "או טכנולוגיה אחרת" מאחר שהמונח נכסים דיגיטליים מוגדר בצורה רחבה, כאשר ספק אם קיימים היום ערכים או זכויות שאינם מיוצגים באופן דיגיטלי או שאינם ניתנים לאחסון או העברה באמצעות טכנולוגיה כלשהי.</p> <p>2. נכון להיום כל פעולה בנקאית (לרבות העברת כספים) מבוצעת ומאוחסנת באופן אלקטרוני. כך יוצא למעשה, כי הכסף המוחזק בחשבון הבנק ונושא ריבית הוא נכס המיוצג בצורה דיגיטלית שניתן להעבירו באמצעים טכנולוגיים ומשמש להשקעה פיננסית. ברור כי לא לכך הייתה הכוונה. בנוסף, לאור ההגדרה העמומה המוצעת למונח, לא ברור כיצד יקבע אם נכס דיגיטלי מסוים ייחשב נייר ערך (למטרת השקעה פיננסית) או אמצעי תשלום. כפועל יוצא, בנקים לא יידעו אם עליהם לפעול</p>	<p>איגוד הבנקים</p>	<p>"נכס דיגיטלי" בראי דיני הבנקאות</p>	<p>27</p>

<p>להערה 30. לצד זאת, יודגש כי על פי המוצע, סיווגו של נכס כנכס השקעה דיגיטלי אינו מכניס את הפעילות בו באופן אוטומטי לתחולת חוק ניירות ערך ונדרש בנוסף שתבצע בו פעילות מסוג של ניהול מערכת למסחר בניירות ערך או מערכת סליקה כהגדרתן בחוק. שאלת סיווגו של מכשיר כנכס השקעה דיגיטלי במסגרת תיקון זה לא נועדה להשפיע בהכרח על שאלת סיווגו לעניין דינים אחרים, ובכללן נב"ת 411, וככל שיהיה ספק בכך ניתן יהיה לקבל הבהרות מתאימות מן הפיקוח על הבנקים שהוא הרגולטור הרלוונטי לתאגידיים הבנקאיים לעניין יישום חובות לפי חוק איסור הלבנת הון.</p> <p>3. הוחלט לדחות את ההערה – לעניין חובות מתחום איסור הלבנת הון ראו התייחסות לעיל. נציין עוד כי, ככלל, אין סתירה בין דיני ניירות ערך לתחולת חוק איסור הלבנת הון. חובות מתחום הלבנת הון חלות על גופים פיננסיים שונים ביחס לנכסים שונים ובכללם, כספים וניירות ערך ואין לראות בכך מערכת דינים כפולה או סותרת. כמו כן,</p>	<p>בהתאם לסעיף 87א בהוראת נב"ת 411 (מתן שירותי תשלום אגב פעילות במטבע וירטואלי) או לפי דיני ניירות ערך. משמעות הדבר הינה שנכס שאמור היה להיות מטופל כמטבע, ייבחן לפי דיני ניירות ערך, ובכך "תתפספס" בחינתו כמטבע, ובכלל זה לא יוחלו לגביו בדיקות הקשורות בדיני איסור הלבנת הון.</p> <p>3. לחלופין, עולה השאלה - האם נכס דיגיטלי יכול שיהיה גם נייר ערך או נכס פיננסי וגם אמצעי תשלום? אם התשובה לכך חיובית, מתן שירות ללקוחות ביחס לנכס דיגיטלי יידרש להיבחן הן בהתאם לדיני ניירות ערך והן בהתאם לדיני איסור הלבנת הון. בנוסף להחלטה של מערכת דינים "כפולה" זו, יש לקחת בחשבון גם את הפיקוח מצד רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון כמי שאחראית על נותני שירותי תשלום במטבע וירטואלי בישראל.</p>			
---	---	--	--	--

<p>אפשר שמפוקחים יידרשו לכפל רישיונות בהתאם לפעילויות השונות בנכס דיגיטלי מסוים בהתאם לתכליות החקיקה השונות (כך למשל, ייתכן שנכס דיגיטלי למטרות השקעה המשמש גם כאמצעי תשלום יפוקח על-ידי רגולטורים שונים במקביל). מנגד, יש לזכור כי בהתאם לסעיף 13 לחוק שירותים פיננסיים מוסדרים, בורסה, מסלקה ומנהל תיקים, המפוקחים על ידי רשות ניירות ערך, מוחרגים מחובת הרישוי לפי חוק זה. כמו כן, יישקל הסדר מעבר למתן היתר המשך עיסוק זמני לגורמים הפעילים כבר היום או שהגישו כבר בקשה לרישיון לפי דין, וראו לעניין זה ההתייחסות להלן למענה להערה 39.</p>				
--	--	--	--	--

<p>הוחלט לקבל את ההערה – הוחלט לפרוט את ראשי התיבות של טכנולוגיית ה-DLT (Distributed Ledger Technology), ובכך להבהיר מהי טכנולוגיית הייחוס לענייננו.</p>	<p>אין צורך לציין את ראשי התיבות הלועזיות DLT, ואם בכל זאת הוחלט לציין את השם הלועזי, ראוי שהוא יוזכר במלואו, קרי: Distributed Ledger Technology או Decentralized Ledger Technology. יתכן גם שיש מקום להגדרה נוספת, בין שעומדת בפני עצמה או כלולה בתוך ההגדרה של נכסים דיגיטליים, בעניין מהותה של הטכנולוגיה לרישום מבוזר (יוער כי ניתן לקבל השראה מהאופן שבו רשות המסים הגדירה בעבר נכסים דומים).</p>	<p>עו"ד אחיי גמא</p>	<p>ציון טכנולוגית ה-DLT</p>	<p>28</p>
<p>הוחלט לדחות את ההערה – מטרת ההגדרה להתוות עקרונות וקווים כלליים המגבשים שער כניסה דינמי לחוק עבור סוגי נכסים דיגיטליים שונים. הגדרה ספציפית יתר על המידה המתייחסת בפרט לאופן שבו מוגדר ייצוג דיגיטלי של ערך או זכות, או בידי מי הוא מיוצג ובאיזה שלב של חיי הנכס, עלולה שלא לעמוד במבחן הזמן. מאפייני הנכסים דיגיטליים מחייבים מחד שמירה על מסגרת האסדרה הקיימת לשם שמירה על ציבור המשקיעים ומאידך יכולת אסדרה דינמית, גמישה וחדשנית, אשר תאפשר לבצע התאמות נדרשות הן לשם הגנת המשקיעים הן לשם מימוש הפוטנציאל</p>	<p>הנכס הדיגיטלי לא כולל בעצמו מלל או תוכן שמקנה זכות כלשהי, וזאת בניגוד למניה מסורתית שהיא בעלת קיום מכוח הוראות דין היוצקות לה תוכן מובנה. בכל הנוגע לנכס דיגיטלי, הזכות יכולה להיווצר בשני אופנים מרכזיים:</p> <p>א. תוכן שיפורסם על ידי מנפיק הנכס הדיגיטלי אגב או בקשר להנפקת הנכס הדיגיטלי; במצב זה, מנפיק הנכס יכול למכור את הנכס רק למי שיחתום על כתב ויתור ויצהיר שאין לו שום זכות, ציפייה או תביעה כנגד המנפיק. ההיגיון מלמד כי משקיעי הקריפטו לא מחפשים הגנות מסוג זה או טוענים שהם זקוקים להן.</p> <p>ב. חוזים חכמים הפועלים באופן אוטומטי ואוטונומי על גבי הבלוקצ'יין המתוכנתים לבצע פעולה כנגד פעולה</p>	<p>עו"ד דותן אלנתן ועו"ד יוגב טובי</p>	<p>התחשבות במאפיינים נוספים של "נכסים דיגיטליים"</p>	<p>29</p>

<p>הגלום בטכנולוגיה המתפתחת. קביעת אסדרה קשיחה ומפורטת, שתיקונה לאור התפתחויות טכנולוגיות בעתיד יצריך הליך חקיקה ארוך ומורכב, חוטאת למטרה זו. חלף זאת, הוראות רשות דינמיות וגמישות בהתאם להסמכה המוצעת בתיקון צפויות להגשים את המטרה שלעיל.</p>	<p>שנעשית בנכס דיגיטלי מסוים; במצב זה, ינוטרלו התנאים בשלב ההנפקה שיגדירו את הנכס כנייר ערך. אולם, ייתכן שהשימוש המאוחר בו יקנה לאותו נכס קיום כנייר ערך, שהוא קיום המנותק מהמנפיק ונגזר אך מהשימוש בנכס.</p> <p>כלומר, הערך או הזכות של נכס דיגיטלי יכולים לנבוע מהמשתמשים ולא מהמנפיק, שהרי הנכסים הדיגיטליים אינם כוללים תוכן כשלעצמם. לפיכך, מוצע לבחון להוסיף במסגרת ההצעה (או בדברי ההסבר) התייחסות למאפיין ייחודי זה, ולהגדיר קריטריונים שיבחנו (או שחזקה שהם מקיימים) את התנאי של "ייצוג דיגיטלי של ערך או זכות".</p>			
<p>הוחלט לקבל את ההערה באופן חלקי – ראשית, לפי הנוסח המעודכן יקבעו חריגים להגדרת נכסי השקעה דיגיטליים, כמפורט לעיל. שנית, יש לזכור כי סיווגו של נכס כנכס השקעה דיגיטלי אינו מכניס את הפעילות בו באופן אוטומטי לתחולת חוק ניירות ערך. בכל הנוגע לתחולת ההוראות לגבי בורסה ומסלקה, ממילא נדרש בנוסף שתבצע בו פעילות מסוג של ניהול מערכת למסחר בניירות ערך</p>	<p>ההגדרה המוצעת הינה כוללתית ואמורפית יתר על המידה ולכאורה לא פותרת את הוואקום וחוסר הוודאות הקיימים כיום באשר לנכסים הדיגיטליים הנכנסים בגדר "נייר ערך" לעומת אלו שאינם. יש בנוסח ההגדרה כדי להחיל את חוק ניירות ערך על שלל מקרים שנכסים מקבילים ודומים שאינם דיגיטליים לא היו מצדיקים פיקוח אחרת (למשל, NFT). הטענה מקבלת משנה תוקף בייחוד נוכח הסרת התייחסות להנפקה ב"סדרות", אשר בעקבותיה ניתן לפרש את הסעיף כך</p>	<p>עו"ד גיל סולומון; עו"ד דותן אלנתן ועו"ד יוגב טובי; משרד עו"ד הורן ושות'; עו"ד דותן אלנתן ועו"ד יוגב טובי; עו"ד אחיי</p>	<p>עמימות סביב הגדרת "נכסים דיגיטליים"</p>	<p>30</p>

<p>או מערכת סליקה כהגדרתן בחוק. בהקשר זה, ראו גם הניתוח המפורט שערכה רשות ניירות ערך בשאלה מתי נכסים דיגיטליים מהווים ניירות ערך, בדוח הביניים ובדוח הסופי שפרסמה הוועדה.⁴ כמו כן, בהינתן שמוסר התיקון הנוגע להגדרת ניירות ערך, ההתייחסות לרכיב ה"סדרות" אינה רלוונטית. לגבי רכיב מטרת ההשקעה הפיננסית, הרי שמדובר בניסוח של רציונל בסיסי באשר לתחולת החוק.</p>	<p>שגם הצעת נכס דיגיטלי יחיד לציבור (המוגדר מעל 35 אנשים) – תהווה הצעה המחייבת תשקיף. כן מודגש כי בחינת המטרה הכלולה בהגדרה, אשר מסתמכת על בחינה סובייקטיבית של רצונות המשקיע/רוכש, אינה מספקת וודאות שכן גורמים אלו לא יכולים לצפות (ואין להטיל עליהם את האחריות לצפות) כי נכס דיגיטלי מסוים יהפוך בהמשך למטרת השקעה פיננסית. בהתאם, עו"ד גיל סולומון ממליץ לציין בחוק מהם החריגים לכלל, לדוגמה: נכסים דיגיטליים שמשמשים כאמצעי תשלום ותו לא; מטבעות ייחודיים (NFT) שאינם חלק מסדרה המונפקת על ידי אותו מציע, שתכליתם לייצג בעלות בנכס או לבטא הוכחה דיגיטלית למקוריותו של נכס גשמי; מטבעות המהווים צורה של רישום מדיום דיגיטלי שתועלתה, ערכה או יישומה מוגבלים אך ורק לרכישת מוצרים או שירותים.</p> <p>בהקשר זה, משרד עו"ד פישר ושות' מציע להוסיף להגדרה הבחנה באמצעות הגדרות "סל" שיוכלו לכלול גם התפתחויות טכנולוגיות עתידיות, אשר בסופו תבדיל, למשל, בין נכסים</p>	<p>גמא; משרד עו"ד פישר ושות'</p>		
--	---	----------------------------------	--	--

⁴ דו"ח ביניים - הוועדה לבחינת אסדרה של הנפקת מטבעות קריפטוגרפיים לציבור;

דו"ח סופי-הוועדה לבחינת אסדרה של הנפקת מטבעות קריפטוגרפיים לציבור.

	<p>דיגיטליים מגובים (Stablecoins), נכסים מגובי אלגוריתם, נכסים קריפטוגרפים שאינם מטבעות יציבים, איירדרופס, NFT, פרוטוקולים ועוד. עוד מוצע על ידי משרד פישר ושות' מוצע להוסיף במסגרת סעיף ההגדרות הבחנה בין סוגים שונים של נכסים דיגיטליים שמוכרים כיום בשוק.</p>			
<p>הוחלט לדחות את ההערה – ההתייחסות של המעיר נוגעת לתיקון המוצע בעניין זירות הסוחר; סגל הרשות שקל אם להסדיר פעילות בנכסים דיגיטליים גם במסגרת זירות סוחר. ואולם, כיוון שפעילות של המרה של נכסים כאמור מוסדרת כיום תחת חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים), התשע"ו–2016, מוצע בשלב זה שלא לערוך שינוי בפרק זה בחוק ניירות ערך. נוכח האמור, ולאור השינויים בהגדרות ובכלל זה בהגדרת נכסים פיננסיים (הכוללת באופן עקרוני גם נכסים דיגיטליים), נדרש לתקן את הגדרת "מכשיר פיננסי" ביחס לזירות סוחר בלבד, כך שלא תכלול נכסים דיגיטליים.</p>	<p>בפסקה האחרונה בדברי ההסבר לתיקון חוק ניירות ערך, נכתב "נדרש לתקן את הגדרת "מכשיר פיננסי" כך שלא תכלול נכסים דיגיטליים", ואולם התיקון המוצע על ידי הרשות קובע ההיפך. ככל שכוונת הרשות הייתה להגדרה שבחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים, הרי שמדובר על "מדטבע וירטואלי" ולא על "נכס דיגיטלי", ולכן יש לבצע את ההתאמות הנדרשות.</p>	<p>עו"ד אחיי גמא</p>	<p>תיקון דברי ההסבר</p>	<p>31</p>
<p>ד. הערות לתיקונים המוצעים בחוק הייעוץ ובחוק הקרנות</p>				

<p>הוחלט לדחות את ההערה – ישנו צורך בקביעת הגדרות נפרדות ל"נכסים דיגיטליים" בחוק הקרנות ובחוק הייעוץ על דרך ההפניה לחוק ניירות ערך, כפי שמונחים רבים מוגדרים שם. זאת, בניגוד ליצירת הגדרות מקבילות, שבבוא העת רק חלקן עלולות לעבור תיקונים בשוגג.</p> <p>יש להגדיר את המונח "נכסים דיגיטליים" בחוק הקרנות ובחוק הייעוץ על דרך ההפניה לחוק ניירות ערך, כפי שמונחים רבים מוגדרים שם. זאת, בניגוד ליצירת הגדרות מקבילות, שבבוא העת רק חלקן עלולות לעבור תיקונים בשוגג.</p>	<p>יש להגדיר את המונח "נכסים דיגיטליים" בחוק הקרנות ובחוק הייעוץ על דרך ההפניה לחוק ניירות ערך, כפי שמונחים רבים מוגדרים שם. זאת, בניגוד ליצירת הגדרות מקבילות, שבבוא העת רק חלקן עלולות לעבור תיקונים בשוגג.</p>	<p>עו"ד אחיי גמא</p>	<p>הגדרה על דרך ההפניה לחוק ניירות ערך</p>	<p>32</p>
--	---	----------------------	---	-----------

<p>מדובר בהערת נוסח שמתייגרת נוכח השינוי המוצע לנוסח בהגדרות בחוק הייעוץ ובחוק הקרנות. בחוק הייעוץ מוצע להגדיר נכס השקעה דיגיטלי ובחוק הקרנות, מוצע לתקן את הגדרת "נכסים דיגיטליים" באופן שהוסר רכיב ההשקעה, וזאת משום שסעיף התחולה של החוק (סעיף 2) כולל תנאי של מטרת השקעה משותפת.</p>	<p>המונח "נכס דיגיטלי" צריך להיות דומה לזה שנעשה בו שימוש בחוק ניירות ערך, למעט בנוגע לחוק הקרנות וחוק הייעוץ, בהם התוספת של "מטרת השקעה פיננסית" צריכה להיכלל בסוף ההגדרה ולא באמצע, כדלהלן:</p> <p>"נכסים דיגיטליים - (Assets Digital) ייצוג דיגיטלי של ערך או זכות, המשמשים למטרת השקעה פיננסית, וניתנים להעברה ולאחסון באופן אלקטרוני על ידי שימוש בטכנולוגיית רישום מבוזר (DLT) או טכנולוגיה אחרת, ושאותו ערך או זכות משמשים למטרת השקעה פיננסית".</p>	<p>משרד עו"ד הורן ושות'</p>	<p>מיקום "למטרת פיננסית" המונח השקעה</p>	<p>33</p>
<p>1. הוחלט לדחות את ההערה – חוק הקרנות חל מעיקרו על כל הסדר שמטרתו השקעה משותפת בנכסים הפיננסיים המנויים בו (ניירות ערך ומטבעות בכפוף לתנאי הסעיף). קרי, הבחינה היא השקעה משותפת מעיקרה, וזאת בניגוד לשאלות של הגדרת השימוש של היחיד בנכס הדיגיטלי (utility or security), אשר עשויות לעלות בהקשרים אחרים שאינם רלוונטיים לעניין זה (כמו למשל, באשר לפרשנות הרכיב "למטרת השקעה" בהגדרת "נכס השקעה דיגיטלי").</p>	<p>1. משרד עו"ד עמית פולק מטלון מציע לצמצם את תחולת חוק הקרנות לעומת הנוסח המוצע, כך שהחוק יחול רק על מקרים שבהם מטרת הפעולה או עיקרה היא השקעה משותפת בנכסים דיגיטליים, ואף להוסיף מבחן כמותי לעניין זה.</p> <p>2. עוד מציע עו"ד אחיי גמא לשנות את התיקון לסעיף 2(א) לחוק הקרנות, כדלהלן: "חוק זה יחול על כל הסדר, שמטרתו השקעה משותפת בניירות ערך, <u>או בנכסים דיגיטליים שאינם ניירות ערך</u>, והפקת רווחים משותפת מהחזקתם ומכל עסקה בהם, שאינו מוסדר על פי דין אחר".</p>	<p>משרד עו"ד עמית פולק מטלון; עו"ד אחיי גמא</p>	<p>צמצום תחולת חוק הקרנות</p>	<p>34</p>

<p>2. הוחלט לקבל את ההערה – הוחלט לנסח את הסעיף כמוצע בהערת הציבור, משום שהשקעה משותפת בנכסים דיגיטליים המוגדרים כניירות ערך, נכנסת כבר כיום למסגרת ההסדרים בחוק מתוקף היותם של הנכסים ניירות ערך.</p>				
<p>1. הוחלט לקבל את ההערה – הוחלט להחריג בהגדרת המונח "נכס פיננסי", נכסים דיגיטליים שהם ניירות ערך לפי החוק.</p> <p>2. הוחלט לדחות את ההערה – אין עניינה של הצעת המעיר בנכסים דיגיטליים. למעלה מן הצורך, לעמדתנו, אין מקום לשנות את נוסח ההגדרה.</p>	<p>1. בהגדרת המונח "נכס פיננסי", יש להחריג מההגדרה נכסים דיגיטליים שהם ניירות ערך לפי אותו חוק, שכן החוק כולו מושתת על כך שהגדרות המונחים "נייר ערך" ו- "נכס פיננסי" אינן חופפות.</p> <p>2. הוצע תיקון נוסף להגדרת "נכס פיננסי" שאינה קשור ישירות לטיוטת ההצעה – מוצע להחליף את התיבה "מניות או יחידות של קרן הרשומה מחוץ לישראל", במילים "קרן חוץ". תיקון זה משקף את העמדה דה פקטו של הרשות.</p>	<p>עו"ד אחיי גמא</p>	<p>הגדרת נכס פיננסי בחוק הייעוץ</p>	<p>35</p>
<p>הוחלט לקבל את ההערה – הוחלט למחוק את ההתייחסות למוצרי מדדים גם מהגדרת "נכסים פיננסיים", בהתאם להערה.</p>	<p>מחיקת המילים "מוצרי מדדים" מהגדרת "ניירות ערך" בחוק הייעוץ, ובמקביל הותרתם בהגדרת "נכסים פיננסיים" אינה הגיונית. ככל שאין כאלה מוצרי מדדים בכלל, יש למחוק את המונח הזה מהחוק כולו.</p>	<p>עו"ד אחיי גמא</p>	<p>מחיקת מוצרי מדדים מהגדרת "ניירות ערך" בחוק הייעוץ</p>	<p>36</p>

<p>1. הוחלט לקבל באופן חלקי את ההערה – לעמדתנו, האבחנה בין מוצרים שחייבים בייעוץ לבין מוצרים שאינם חייבים בייעוץ ברורה. נבהיר כי התיקונים המוצעים להגדרות "ניירות ערך" ו"ניירות ערך חוץ" אינם מובילים לתוצאה כי פיקדונות כספיים או מוצרים בנקאיים מסורתיים אחרים יהיו כפופים לחובת ייעוץ. עם זאת, ככל שאי הבהירות נבעה מהגדרת "נכס דיגיטלי", מוצע לתקן הגדרה זו באופן שבו יקבע כי ההעברה והאחסון של נכסים אלו תיעשה על ידי שימוש בטכנולוגיית יישום מבוזר (Distributed Ledger Technology) או טכנולוגיה דומה – הבהרה זו תצמצם את המוצרים הנכנסים תחת ההגדרה (ובכלל זה המוצרים הבנקאיים המסורתיים, כמו פיקדונות, שאף היום מיוצגים באופן דיגיטלי אחר). לצד זאת, יודגש כי חוזים עתידיים על נכסים דיגיטליים יכללו בהגדרת "נכסים פיננסיים", ומשכך יהיו חייבים בייעוץ.</p> <p>לעניין הצורך שעלה בהערה להגדיר "תשקיף" ו"מסמך הצעה לציבור" – יצוין כי המונח "תשקיף"</p>	<p>1. לאחר התיקון המוצע, כלל לא ברור על אילו מוצרים תחול חובת הייעוץ ואילו מוצרים ניתן להציע ללקוחות בבנק גם על ידי פקיד שאינו בהכרח יועץ השקעות (כגון מוצרים בנקאיים כדוגמת פיקדון). לפיכך, מוצע כי תתווסף לחוק הגדרה למונחים "תשקיף" ו-"מסמך הצעה לציבור", בהן יצוין כי המשמעות שלהן היא כמשמעותם בחוק ניירות ערך.</p> <p>2. אותם הדברים אמורים גם לגבי הגדרת "ניירות ערך", בה לא ברור מהו אותו נייר ערך שרשום למסחר בבורסה ושלא הוצע לציבור על פי תשקיף.</p>	<p>איגוד הבנקים</p>	<p>השפעה על שירותים שונים שמעניקים הבנקים</p>	<p>37</p>
---	---	---------------------	---	-----------

<p>מוזכר בכמה מקומות בחוק הייעוץ בנוסחו כיום, ללא הגדרה. לעניין המונח "מסמך הצעה לציבור" אין הכוונה למסמך הצעה לציבור כמשמעותו בחוק ניירות ערך. בחוק ניירות ערך נעשה שימוש במונח זה בהקשר של ניירות ערך מיוחדים. משמעות זו אינה רלבנטית להגדרת "ניירות ערך חוץ" שבחוק הייעוץ. הכוונה בשימוש במונח זה היא לכל מסמך הצעה לציבור שעל בסיסו מוצעים ניירות ערך בבורסה או בשוק מוסדר מחוץ לישראל, גם אם שמו שונה.</p> <p>2. הוחלט לקבל את ההערה – הוחלט להבהיר את הנוסח, כך שיודגש כי מדובר בניירות ערך, בין שהוצעו לציבור לפי תשקיף ולא נרשמו למסחר בבורסה ובין שהם רשומים למסחר בבורסה.</p>				
<p>הוחלט לדחות את ההערה – בהצעה לתיקון חוק הייעוץ שמקודמת בנפרד (ראו קישור), מוצע לבטל את סעיף 18 לחוק מתוך תפישה כי החובה להתייחס לעסקאות הכרוכות בסיכון מיוחד היא חלק בלתי נפרד מחובתו של בעל רישיון לברר את צרכיו והנחיותיו של הלקוח ולהתאים לו את</p>	<p>יש להגדיר במסגרת חוק הייעוץ כי נכסים דיגיטליים הינם נכסים בסיכון מיוחד.</p>	<p>בנק לאומי</p>	<p>נכס דיגיטלי כנכס בסיכון מיוחד לעניין חוק הייעוץ</p>	<p>38</p>

<p>השירות, כקבוע בסעיף 12 לחוק הייעוץ. לגבי מנהל תיקים, כחלק מחובת התאמת השירות ללקוח, עליו לברר מראש את עמדתו של הלקוח בנוגע לעסקאות הכרוכות בסיכון מיוחד ולהתאים את העסקאות שביצע על פי שיקול דעתו במהלך מתן השירות, להעדפותיו של הלקוח. בנוסף, יועץ השקעות ומשווק השקעות מחויב לגלות מידע מהותי ללקוח לפי סעיף 14 לחוק, ובכלל זה גילוי על עסקאות הכרוכות בסיכון גבוה או מיוחד. קל וחומר, שבנוסחו הקיים של סעיף 18 לחוק, לפיו על בעל הרישיון להפעיל שיקול דעת האם מדובר בעסקה בסיכון מיוחד, הרי שאף אם נכסים דיגיטליים אינם מנויים באופן מפורש בסעיף 18(ג) אין בכך כדי להפחית מאחריות נותן השירות בהקשר זה.</p>				
<p>הוחלט לדחות את ההערה – רישיון של רשות שוק ההון לא מסדיר שיווק או ייעוץ בנוגע לנכסים פיננסיים. לצורך כך נדרש רישיון המתאים לעיסוקים אלה לפי חוק הייעוץ. עם זאת, חובת הרישוי כאמור נגזרת מהשירות שניתן והשאלה האם הוא עולה כדי מתן שירותים לפי חוק הייעוץ.</p>	<p>מוצע לפטור את הגופים המחזיקים ברישיון נותן שירות בנכס פיננסי (בפיקוח רשות שוק ההון) ליתן שירותים במטבעות וירטואליים מהצורך בקבלת רישיון מטעם הרשות לטובת פעילות שיווק, הדרכה והנגשת מטבעות דיגיטליים. זאת, היות שאחרת גופים המחזיקים במומחיות ייחודית לעיסוק בנכסים אלו, דוגמת המעירה, אשר פועלת להנגשת ידע ומידע חשוב</p>	<p>ביטס אוף גולד</p>	<p>פטור לגופים המחזיקים ברישיון מטעם רשות שוק ההון</p>	<p>39</p>

<p>הנגשת ידע או הדרכה עשויים לעלות כדי מתן שירותים לפי חוק זה במקרים מסוימים, ובמקרים אלה נותן השירות יידרש לרישיון לפי חוק הייעוץ.</p>	<p>לציבור בתחום, עלולים להיחשב כמפרים את הוראות חוק הייעוץ.</p>			
<p>ה. הוראות תחילה ומעבר</p>				
<p>הוחלט לקבל את ההערה – הוחלט לקבוע הוראות תחילה של שנה, ובכך להאריך את זמן ההיערכות של השוק לכניסת החוק המוצע לתוקף. כמו כן, בנוגע להוספת הוראת שעה בעניין היתר המשך עיסוק – ראו התייחסות לעיל למענה להערה 39.</p>	<p>חצי שנה הוא פרק זמן קצר מדי שלא מאפשר היערכות נאותה (איגוד הבנקים אף מציע תקופת זמן של 18 חודשים לכל הפחות מרגע כניסת החוק לתוקף). נדרשת הארכה משמעותית של פרק זמן זה. לצורך יישום החוק הרשות תידרש להכין ולפרסם נהלים והנחיות שבהעדרן אין אפשרות של ממש להגיש בקשות לרישיון, כך שנדרש שגם הוראות התחילה תיקח זאת בחשבון. ככל שההצעה תתקבל, ובייחוד אם תתקבל בלשונה הנוכחית, נדרש הסדר של מתן היתר המשך עיסוק לגורמים שכבר פעלו כדין בישראל ערב פרסום החוק, כך שבכפוף לכך שיגישו בקשה לרישיון, הם יהיו רשאים להמשיך לפעול עד להחלטה בבקשה למתן רישיון.</p> <p>כמו כן, משרד עו"ד עמית פולק מטלון מדגיש כי לא מדובר בתיקון מבהיר בלבד, אלא תיקון שיגרום לתחולה רטרואקטיבית שעשויה להביא לכך שגורמים שפעלו בשוק כדין יימצאו בהפרת הדין, ולכן מתגברת חשיבות הוספת תקופת</p>	<p>חברת ביטוסי; ארז רביב; פורום חברות הקריפטו, בלוקצ'יין וה- Web 3 (ניר הירשמן); איגוד הבנקים; משרד עו"ד עמית פולק מטלון</p>	<p>הוראות תחילה ומעבר</p>	<p>40</p>

	<p>מעבר מספקת על מנת שניתן יהיה לבצע את ההתאמות הנדרשות לתיקון החקיקה כאמור.</p>			
ו. הערות נוספות				
<p>הוחלט לדחות את ההערה – בהתאם לסעיף 44ג(ד) לחוק ניירות ערך בנוסחו הקיים ברישיון זירה, רשאית הרשות לקבוע את סוגי המכשירים הפיננסיים שניתן לסחור בהם באמצעות הזירה. אם כן, מדובר בהערה לעניין הפעלת סמכות זו ולא לעניין החוק המוצע. השאלה אילו מכשירים אפשר להציע בזירת סוחר נבחנת לפיכך בדומה למכשירים אחרים שמבקשות זירות סוחר להציע מעת לעת.</p>	<p>לעמדת המעירים, יש לתת היתר לזירות הסוחר להציע חוזי הפרשים על מטבעות קריפטוגרפים, בדומה לנעשה ברחבי העולם, כדי לייצר חלופה ראויה ובטוחה לציבור המשקיעים הישראלי להשקעה בקריפטו.</p>	<p>לשכות איגוד המסחר</p>	<p>מתן היתר לזירות הסוחר להציע חוזה הפרשים על מטבעות דיגיטליים אגב האסדרה המוצעת</p>	41
<p>הוחלט לדחות את ההערה – בהתאם לחוק שירותים פיננסיים מוסדרים, עיסוק בהחלפת מטבע וירטואלי בנכס פיננסי אחר הוכפפה לחובת רישוי</p>	<p>מוצע להחריג נכסים דיגיטליים מסעיף 52 לחוק ניירות ערך ואילו אין צורך להחריגם מסעיף 44ב לחוק ניירות ערך. זאת, מהטעמים הבאים:</p>	<p>חברת ביטוסי</p>	<p>השלכות הטלת חובת רישיון בורסה על מסחר ב"נכסים</p>	42

<p>תחת פיקוח רשות שוק ההון. משכך, ככלל, פעילות המקבילה לפעילות זירות הסוחר ואשר מתבצעת במטבעות וירטואליים הוכפפה באופן מובהק לחובת רישוי זו.</p> <p>לגישת סגל הרשות פעילות בורסאית רב צדדית, נושאת מאפיינים ייחודיים המצדיקים הכפפתה לפיקוח רשות ניירות ערך, גם כשהיא נעשית במטבעות וירטואליים שיענו להגדרת נכסים דיגיטליים להשקעה. כאמור לעיל, בהתאם לסעיף 13 לחוק שירותים פיננסיים מוסדרים מערכת, שקיבלה רישיון בורסה מוחרגת במפורש מחובת הרישוי לפי חוק שירותים פיננסיים מוסדרים, כך שלא מדובר בפיקוח כפול. על פי ההצעה, הרשות תוסמך להכניס התאמות בדין החל על בורסות כך שניתן יהיה להתאימו לפעילות בורסות בנכסים דיגיטליים להשקעה ובנוסף מוצע לקבוע תקופת מעבר שתחשב בפעילות קיימת וברישינויות הקיימים לשם מתן שהות לגופים פעילים להתאים עצמם לרגולציה החדשה שתחול עליהם.</p>	<p>1. המשמעות של הטלת חובת רישיון בורסה על מסחר בנכסים דיגיטליים היא סגירת הדלת לחברות מסוג זה לעשות פעילות בישראל והפניית פעילות לחו"ל, בשוק שהוא אינטרנטי, טכנולוגי וגלובלי.</p> <p>2. החברה (כאחת מעוד חברות) הגישה בקשת רישיון נותן שירותים פיננסיים שנמצא בפיקוח רשות שוק ההון ולכן התאימה עצמה לדרישות חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים. המתווה ואופי הפעולה של החברה וסוג הנושאים אליהם היא נדרשת לצורך פעילותה מתאימים יותר לסוג הפיקוח של נותן שירותים בנכס פיננסי.</p> <p>הסיכון לצרכנים (או למשקיעים) מרכישה של נכסים דיגיטליים בפלטפורמת מסחר שיתופית שמתווכת בין קונים לבין מוכרים כמו זו של החברה, אינו עולה על הסיכון מרכישה של אותם נכסים דיגיטליים בדיוק, ממי שפועל במתכונת של זירת סוחר לחשבונו העצמי. ככל הנראה ההיפך הוא הנכון – דווקא בזירת סוחר, שבה הרווח של המפעיל נגזר מן הפערים בין המחיר בו הוא רוכש את הנכסים הדיגיטליים לבין המחיר שבו הוא מוכר אותם, ומהפוזיציה בה נוקט הלקוח אל מול זירת הסוחר קיים ניגוד עניינים מובנה וסיכון גבוה יותר לצרכנים ולמשקיעים.</p>		<p>דיגיטליים" (סעיף 52 לחוק ניירות ערך)</p>	
---	--	--	--	--

<p>הוחלט לדחות את ההערה – מודל מימון ההמונים דרך רכזי ההצעה מאופיין בדרישות רגולטוריות ופיקוח מופחתות, לצד מגבלות שנקבעו במטרה למצמצם את החשיפה לסיכון המשקיעים (כדוגמת, תקרת השקעה למשקיע בודד ותקרת גיוס לחברה, וסוגי ניירות ערך הניתנים להצעה במסגרת רכזי ההצעה). תחום הנכסים הדיגיטליים נמצא בהליכי התהוות וגלומים בן סיכונים לא מבוטלים, ולכן הוחלט שלא להרחיב בשלב זה את מודל מימון ההמונים דרך רכזי ההצעה גם לאפשרות להציע נכסים דיגיטליים.</p>	<p>מוצע לתקן את תקנות ניירות ערך (הצעת ניירות ערך באמצעות רכזי ההצעה), התשע"ז–2017, כך שתכלולנה גם הצעה לציבור של נכסים דיגיטליים. המעיר סבור כי החלת משטר רכזי ההצעה בתחום תפתור מספר חסמי כניסה ותייצר שוק אטרקטיבי הן למציעים והן למשקיעים, עם פיקוח מרוכך אך קיים.</p>	<p>עו"ד גיל סולומון</p>	<p>התייחסות רכזי ההצעה לתקנות</p>	<p>43</p>
<p>הוחלט לדחות את ההערה – פרטים אלו יכול שייקבעו מכוח הסמכות שתינתן לרשות להתאים את האסדרה בצורה גמישה למאפייני השוק והנכסים הדיגיטליים ולקבוע הוראות נוספות או לפטור מהוראות לפי החוק לגבי נכסים כאמור, אם מצאה כי הדבר נדרש בשל אופי הנכס ולשם הבטחת עניינו של ציבור המשקיעים. כן יצוין כי לא כל נכס דיגיטלי שעתיד להיות מונפק בארץ מהווה באופן</p>	<p>יש להבהיר האם תחול חובת דיווח חודשי ושנתי בגין נכסים דיגיטליים. באם התשובה חיובית, מתבקשת הבהרה לגבי הסעיף הרלוונטי בגינו יידרש הדיווח. כמו כן, יש להבהיר כי כל הנפקה של נכס דיגיטלי בארץ תחויב בפרסום תשקיף.</p>	<p>בנק לאומי</p>	<p>דיווחים לרשות</p>	<p>44</p>

<p>אוטומטי נייר ערך, ומכאן שלא כל הנכסים הדיגיטליים יחויבו בתשקיף.</p>				
<p>הוחלט לדחות את ההערה – ההערה בדבר שימוש בבינה מלאכותית חורגת ממסגרת תיקון חקיקה זה והיא רלבנטית בהקשרים רבים נוספים, לרבות בהקשר של מסחר בניירות ערך באמצעות אלגוריתמים.</p>	<p>יש להביא בחשבון את השימוש בבינה מלאכותית במסחר באלגוריתמים, תוך מתן מענה לבעיות העולות ממנה, כגון: קושי בהטלת אחריות על מערכות בינה מלאכותית; שאלות של שקיפות בדבר עבודת המערכת, הסברתיות, אחריות ואחריותיות (על מי תוטל האחריות?); קושי בהטלת חובות גילוי בשל הגנה באמצעות סימן מסחר ועוד.</p>	<p>ד"ר הדר ז'בוטינסקי וד"ר מיכל לביא</p>	<p>סוגיית האחריותות בנוגע לנכסים דיגיטליים שמיוצרים, נשלטים או נסחרים על ידי אלגוריתמים</p>	<p>45</p>
<p>הוחלט לדחות את ההערה – ביום 29.01.2023 פורסמה הצעת האסדרה למשך 45 ימים להערות הציבור עד לתאריך 12.2.2023, בהתאם לנוהל ייזום אסדרה ברשות. לאור בקשות שנתקבלו ברשות לקבלת ארכה להגשת הערות, ולפנים משורת הדין, החליט סגל הרשות לדחות את המועד האחרון להגשת הערות ל-16.2.23. אם כן, ניתן די זמן להגיש הערות מטעם הציבור, ולראייה הרשות קיבלה עד למועד האמור מספר רב של הערות ציבור מגורמים שונים. לצד זאת, בהמשך הליך החקיקה, צפוי להתפרסם תזכיר חוק אחוד בהתאם להחלטת</p>	<p>ההצעה הינה מורכבת וחדשנית וכן, פורסמה בתקופת דוחות בה לקהל היעד אין את הפנאי הניהולי והמקצועי לעסוק בהשלכותיה. לכן, רצוי לתת ארכה ארוכה יותר לקבלת הערות ציבור בכדי לאפשר לכמה שיותר שחקנים ופעילים בשוק ההון להתייחס להשלכות הרוחב של ההצעה.</p>	<p>משרד עו"ד הורן ושות'</p>	<p>הארכת התקופה לקבלת הערות ציבור</p>	<p>46</p>

הממשלה בנדון, ובמסגרת זו ניתן יהיה להגיש הערות ציבור נוספות.				
--	--	--	--	--