



רשות ניירות ערך

מחלקת תאגידים

רחוב כנפי נשרים 22, ירושלים 9546434

טל': 02-6556444 פקס: 02-6513160

דוא"ל: corporate@isa.gov.il

www.isa.gov.il

ו' טבת ה'תשפ"א

21 בדצמבר, 2020

לכבוד,

רו"ח אסף נעים, מנכ"ל

חברת קירובו בע"מ

באמצעות דואר אלקטרוני

הנדון: פנייה מקדמית בעניין חברת קירובו בע"מ

סימוכין: מכתבכם מיום 24 ביולי 2020; סיכום שיחת סגל הרשות עמכם מיום 16 באוגוסט 2020; מכתבכם מיום 06 בנובמבר 2020 וכן מסמך ה-White Paper של החברה;

במענה לבקשה להנחיה מקדמית במכתבכם שבסימוכין (להלן: "הפניה"), הרינו להביא בפניכם את עמדת סגל רשות ניירות ערך (להלן: "סגל הרשות") בעניינה. עמדה זו מתייחסת לסוגיות שהועלו בפניותיכם והיא מבוססת על המסכת העובדתית שנפרשה על ידכם במסגרתן, בהנחה כי זו משקפת את כל הנתונים הרלוונטיים לנדון. כן מסתמכת עמדה זו על מסמכים נוספים שהועברו על ידכם בימים 16 באוגוסט 2020 ו-06 בנובמבר 2020, וכן על מסמך ה-White Paper המפורסם באתר החברה (להלן: ה-"White paper").

1. עיקרי העובדות הרלוונטיות כפי שמפורטות בפניה:

1.1. חברת קירובו בע"מ (להלן: "החברה") התאגדה בישראל בשנת 2018 כחברה פרטית. החברה מפתחת טכנולוגיות בתחום הבלוקצ'יין. המוצר המרכזי של החברה הוא מתן אפשרות לבטל טרנזקציה בבלוקצ'יין, עבור טרנזקציות אשר בוצעו בטעות (כגון טעות בסכום או בכתובת השולחת). החברה מפתחת מוצרים משלימים נוספים למוצר זה ומשכללת את המוצר הקיים.

1.2. המוצר המרכזי של החברה זמין כיום בפלטפורמה שהחברה מפעילה (להלן: "הפלטפורמה"). עבור המוצר האמור, החברה מבקשת לגבות תשלום באחת מ-2 אפשרויות –

1.2.1. תשלום לכל טרנזקציה במטבע אותו מעביר המשתמש (אפשרות קיימת) – התשלום האמור נגזר מהסכום המועבר. בהתאם ל-White paper, חישוב העמלה המשולמת לחברה תלוי בסכום המועבר ופוחת ככל שהסכום המועבר גדל, ומבוצע במטבע אותו

¹ כפי שניתן למצוא באתר האינטרנט של החברה.

מבקש המשתמש להעביר ובגינו מופעל המוצר.² עוד צוין ב-White paper, כי לחברה נתון שיקול הדעת לשנות את עלות ההעברה (אופן חישוב העמלה).

1.2.2. תשלום מראש במטבע החברה – נוסף לאפשרות תשלום לכל טרנזקציה, שכאמור קיימת כבר כיום, החברה מעוניינת לאפשר תשלום במטבעות שהחברה תנפיק (להלן: "הטוקנים" או "המטבע הקריפטוגרפי" או "מטבע החברה"), כאשר תשלום במטבעות החברה יאפשר העברה בפלטפורמה ללא תלות בסכום המועבר. בהתאם ל-White paper – התשלום יהיה בגובה 100 טוקנים עבור העברה בודדת, כאשר לחברה נתון שיקול הדעת לשנות את עלות ההעברה בדרך זו, ובלבד שזו לא תעלה על 100 טוקנים להעברה בודדת.

1.3. בכוונת החברה לפתוח Pool בבורסות לנכסים קריפטוגרפיים שיאפשר רכישה של טוקנים³ וכן לאפשר מכירת טוקנים ישירות ללקוחות החברה באמצעות אתר החברה, תוך החלת מגבלה יומית על כמות הטוקנים שיירכשו באתר. המכירה באתר תיעשה בסכום מוגדר, כאשר החברה רשאית לשנות את מחיר הטוקנים מעת לעת ומבלי להודיע על כך מראש.

1.4. אין בכוונת החברה לבצע תהליכי הכר את הלקוח (KYC) או תהליכי זיהוי למניעת הלבנת הון (ALM), זאת לטענתכם בהתאם לפטורים הקבועים בדין. עם זאת, החברה תאפשר ללקוחות מסוימים שיוכחו שימוש קבוע בפלטפורמה, לרכוש טוקנים בסכומים העולים על המגבלה היומית, זאת לאחר ביצוע KYC ו-ALM.

1.5. בכוונת החברה לפרסם את מספר הטוקנים הכולל העומדים למכירה. בהתאם ל-White paper, נכון למועד כתיבת מכתבנו, כ-0.8% מהמלאי המקסימלי של הטוקנים נעול לתקופה המוגדרת ב-White paper ומוחזק בידי החברה ולטובתה.

1.6. החברה, גורמים הקשורים לחברה או צדדים שלישיים עשויים לרשום את הטוקנים למסחר בבורסה (אחת או יותר) של נכסים קריפטוגרפיים. החברה מציינת כי ייתכן ותרשום את הטוקנים למסחר רק לאחר שימוש משמעותי בפלטפורמה.

1.7. במסגרת ה-White paper מובאים שני מאפיינים נוספים של הפעילות:

1.7.1. החברה עשויה לאפשר שימוש בטוקנים לצורך מוצרים עתידיים.

1.7.2. המלאי המקסימלי של הטוקנים ייכרה לאורך 60 חודשים, כאשר מדי חודש כורים כמות קבועה של טוקנים.

² כך לדוגמה – העמלה שתשולם לחברה עבור העברה בביטקוין - תהיה בביטקוין.
³ לחוזה מופקדת כמות מסוימת של מטבע החברה ונקבע יחס מסוים - "מקדם המרה" אל מול מטבע אחר (כדוגמת ביטקוין) שגם אותו ניתן להפקיד בחוזה. חוזה זה מאפשר לכל אדם להפקיד או למשוך את מטבע החברה אל מול הפקדה או משיכה של המטבע האחר כאשר מחיר מטבע החברה נקבע בהתאם למחיר המטבע האחר ביחס ליתרות בחוזה ובהתאם למקדם ההמרה. כך, ה-Pool מאפשר לכל אדם לרכוש ולמכור טוקנים.

1.8. החברה לא תפרסם את ה-Road Map⁴ המפורט שלה. עם זאת, החברה מבקשת לפרסם מידע על שיפורים במוצרים קנימים והרחבת המוצר לפלטפורמות נוספות, מבלי לכלול מידע על פיתוח של מוצרים חדשים – זאת עד לרגע בו המוצר פותח ברובו.⁵

1.9. החברה הציגה חוות דעת בנוגע לתחולת הדין האירופי על פעילות הצעת הטוקנים, לפיה הטוקנים מהווים Utility Token בהתאם לדין האירופי.

2. הפניה המקדמית:

2.1. החברה פנתה לרשות בבקשה ליתן החלטה מקדמית, במסגרתה ייקבע כי מטבע החברה נחשב טוקן מסוג Utility, וכן כי מכירת מטבעות החברה לרוכשים פוטנציאליים בישראל ובח"ל באמצעות החברה כאמור, אינה מהווה הצעה או מכירה של ניירות ערך לפי סעיף 15 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "החוק"). לחלופין, מבקשת החברה כי הרשות לא תנקוט פעולות אכיפה עתידיות (No Action) בגין השימוש במטבעות כאמור, הצעתו ומכירתו לציבור.

3. עמדת החברה:

3.1. לעמדת החברה, Utility Token, כפי שהוגדר על ידי הוועדה לבחינת אסדרה של הנפקת מטבעות קריפטוגרפיים מבוזרים לציבור במסגרת דו"ח הביניים שפורסם (להלן: "דו"ח הביניים"), הם "מטבעות שנועדו להקנות זכויות גישה או שימוש בשיירות או מוצר שמציע מיזם מסוים". בהתאם לדו"ח הביניים, לצורך סיווג טוקן כ-Utility Token יש להתחשב במאפיינים הבאים:

3.1.1. מטרת ההשקעה בעיני רוכשי הטוקנים;

3.1.2. מידת השימושיות הפונקציונלית של הטוקן בשלב ההנפקה, כלומר עד כמה רוכשי הטוקנים יכולים להשתמש בהם למטרה שלשמה הם נועדו;

3.1.3. מצגים והתחייבויות של היזם, לרבות הבטחה להשגת תשואה וליצירת שוק משני, ומאמצים משמעותיים ליצירת שוק משני לאחר ההנפקה.

3.2. ביחס למטרת ההשקעה בעיני רוכשי הטוקנים - לעמדת החברה, רכישת הטוקנים אינה כדאית למטרת השקעה, זאת בהסתמך על המאפיינים הבאים – הטוקנים זמינים למסחר ב-Pool בבורסות, החברה מוכרת לכל דורש (בשלב זה, למעט ישראלים או אמריקאים) סכום מקסימלי של טוקנים במחיר קבוע וידוע מראש. כמות טוקנים נתונה מאפשרת טרנזקציה בודדת, וקיים מחיר ידוע לטרנזקציה אם משתמשי הפלטפורמה בוחרים בתשלום במטבע ההעברה (חלף התשלום בטוקנים). לעמדת החברה, שילוב המאפיינים כאמור יוצר מצב לפיו אם מחיר ב-Pool עולה, כל אחד יכול לרכוש טוקנים באמצעות

⁴ קרי תכנית עסקית לטווח הזמן הקצר והרחוק של החברה.

⁵ לעניין הגדרת השלב בו המוצר פותח ברובו – החברה מציעה להגדיר ביקורת אבטחה חיצונית כשלב שהחל ממנו ייחשב המוצר ככזה שפותח ברובו.

אתר החברה (במחיר זול יותר). במקרה שהמחיר ב-Pool יורד, המשתמשים יעדיפו לרכוש דרכו טוקנים, עד שאלו יתאזנו באופן מתמשך, בהתאם למחיר המוצע באתר. לעמדת החברה, אף אם יגבר הביקוש למוצר (וכפועל יוצא מכך גם לטוקנים), באופן שיספיע על שווי הטוקנים – העובדה שהחברה קטמה את כמות הטוקנים שמשתמש יכול לרכוש ביום אינה מאפשרת רכישה למטרות השקעה.

3.3. ביחס למידת השימושיות הפונקציונלית של הטוקנים בשלב ההנפקה - לעמדת החברה, הטוקנים אינם נכסים ספקולטיביים, אלא מכשירים המאפשרים מיד עם רכישתם שימוש אמיתי בפלטפורמה, ועל כן מדובר ב-Utility Token.

3.4. ביחס למצגים וההתחייבויות של היזם – לעמדת החברה, היא אינה מעודדת רכישה של טוקנים לצורך השקעה, ובין היתר אינה מבטיחה מסחר בבורסה; החברה מגבילה את כמות הטוקנים שניתן לרכוש דרכה באופן יומי (למאות דולרים בודדים); החברה מאפשרת תשלום במטבעות אחרים (כמו ביטקוין וכו'); והחברה אינה מפרסמת Road Map של המוצרים העתידיים, אלא רק את הרעיון הכללי ותוציא הודעה מסודרת על כל פיתוח רק לאחר שיושלם.⁶ עוד טענה החברה כי העובדה שהחברה לא חושפת מידע בעניין זה בשלב הרכישה של הטוקנים, מהווה שיקול שלא לראות במכשיר כמכשיר השקעה, אף אם מידע זה ייחשף בהמשך.

3.5. לעמדת החברה, גם בהתאם לדין האמריקאי הטוקנים המוצעים אינם עולים לכדי נייר ערך, שכן אלו אינם מקיימים את המבחנים שנקבעו בפסי"ד Howey⁷ לעניין חוזה השקעה (Investment Contract):

3.5.1. Investment of money – לעמדת החברה, אין השקעה של כסף שכן החברה מתכוונת להגביל את סכום הרכישה היומית, כך שלא תתאפשר השקעה של סכומים משמעותיים.

3.5.2. Common enterprise – לעמדת החברה, כיוון שהיא מוכרת את שירותיה גם בעבור תשלום באמצעות הטוקנים וגם בעבור תשלום במטבע המועבר, אין בכך השקעה משותפת. בנוסף, ועד שהמטבעות יירשמו למסחר, החברה היא זו ששולטת במחיר המטבע שכן היא תמכור אותו במחיר קבוע שעשוי להשתנות מעת לעת ולכן המאפיין של מיזם משותף לא מתקיים.

3.5.3. Expectation of Profits – לעמדת החברה, אין ציפייה לרווח מהטוקנים.

⁶ בעניין זה החברה מבקשת לשמור לעצמה את הזכות לענות לשאלות ספציפיות של לקוחות פוטנציאליים גם ביחס לכוונות החברה לפיתוחים עתידיים. בנוסף, החברה מתכוונת לפרסם את ה-Road Map שלה למשקיעים פוטנציאליים ולקוחות מסחריים פוטנציאליים.

⁷ SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946).

4.1. הרינו להודיעכם כי בנסיבות העניין, עמדת סגל הרשות היא כי מטבע החברה הוא נייר ערך, ומשכך הצעתו ומכירתו בישראל כפופה לסעיף 15 לחוק, זאת מהנימוקים הבאים:

4.2. הגדרת ניירות ערך בחוק ניירות ערך מופיעה בסעיף 1 לחוק: "תעודות המונפקות בסדרות על-ידי חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר ומקנות זכות חברות או השתתפות בהם או תביעה מהם...".

לעמדת סגל הרשות יש לפרש את הגדרה רחבה זו ובכלל זה, את המונחים "תעודות" ו"סדרות" בסעיף 1 לחוק, בדרך המתיישבת עם לשונם ועם התכלית החקיקתית. זאת בהתאם לקביעות בית המשפט העליון לפיהן לשון החוק היא לשון רחבה והפרשנויות הרחבות שהעניק לרכיבים הנכללים בה.⁸

בעניין זה יודגש כי לרוב, נכסים קריפטוגרפיים מקיימים את הרכיבים הלשוניים בהגדרת ניירות ערך – רכיב התעודות מתקיים נוכח קיומו של רישום הזכויות שמקנה הטוקן בפורמט דיגיטלי; וכן רכיב הסדרות על פי רוב מתקיים שכן לצורך כך די בקיומן של מספר תעודות המקנות זכויות כלכליות דומות ומאופיינות בסיכונים וסיכויים דומים, אף בהתקיים הבדלים מסוימים ביניהם. עמדת הרשות בעניין זה אומצה על ידי בית המשפט העליון בפס"ד קדם.

ביחס לרכיב זכות החברות, השתתפות או תביעה מהתאגיד – בהתאם לרכיב זה בהגדרה, ניירות הערך צריכים לגלם בתוכם זכויות כאמור מתאגיד. פרשנות רכיב זה צריכה להיעשות בהתחשב בתכלית דיני ניירות ערך, ונדמה כי זכויות אלו צריכות לשאת אופי כלכלי מובהק.⁹ בהקשר זה, אף אם האופי הכלכלי של הזכות אינו נגזר מחובה ישירה של החברה המציעה את התעודה לשלם כספים, אך ההחזקה בתעודה מטילה סיכון כלכלי על בעל התעודה (שכן התעודה מגלמת בתוכה שווי כלכלי ממשי, או לכל הפחות פוטנציאל לשווי כלכלי ממשי) - הרי שאלמנט זה מתקיים. כפי שינתח בהמשך, לעמדת סגל הרשות, זכות התביעה לקבלת תמורה בשווה-כסף מהחברה, אשר קמה לרוכשי הטוקנים מהחברה, מקיימת את רכיב זכות התביעה מתאגיד, בהתחשב בנסיבות הספציפיות ובניתוח המופיע בהמשך. זאת, על אף שניתן לעשות שימוש צרכני בשירותי החברה ובתשלום באמצעות הטוקנים כמפורט בפניית החברה.

בהתאם לכך, לעמדת סגל הרשות הרכיבים הלשוניים של ההגדרה בחוק מתקיימים בנסיבות עניינה של החברה. נוסף על כך, גם בחינה תכליתית של נסיבות עניינה של החברה והמטבע המונפק על ידה על בסיס המאפיינים שלו, מעלה כי הטוקנים עונים להגדרת ניירות ערך בחוק, מהטעמים שיפורטו להלן.¹⁰

⁸ להרחבה ראו אמיר וסרמן וצפנת מזר-לייסט "חובת פרסום תשקיף כקו ההגנה של ציבור המשקיעים", ספר דנציגר (2009) (להלן: "וסרמן ומזר-לייסט").

⁹ מוטי ימין ואמיר וסרמן, תאגידים וניירות ערך, עמ' 137 (להלן: "ימין ווסרמן").

¹⁰ להרחבה בדבר המבחנים לבחינה תכליתית של הגדרת ניירות ערך ראו וסרמן ומזר לייסט, עמ' 178-195.

4.3. היותו של נכס קריפטוגרפי בגדר נייר ערך מצריכה בחינה של מכלול הנסיבות והמאפיינים של כל מקרה לגופו על **רקע תכליות החוק**, תוך החלת המבחנים המקובלים להגדרה של נייר ערך כמפורט להלן. כך עלה גם מהדו"ח הסופי של הוועדה לבחינת אסדרה של הנפקת מטבעות קריפטוגרפיים מבוזרים לציבור¹¹ (להלן: **דו"ח הוועדה**), שם צוין כי במסגרת בחינת סיווגו של נכס קריפטוגרפי יש להתחשב, בין היתר, בפרמטרים הבאים: (1) מטרת ההשקעה בעיני רוכשי הטוקנים; (2) מידת השימושיות של הטוקן בשלב ההנפקה; (3) מצגים והתחייבויות של היזם, לרבות הבטחה להשגת תשואה וליצירת שוק משני, בצד מאמצים ליצירת שוק משני לאחר ההנפקה.

4.4. כפי שיפורט להלן, עמדת הסגל היא כי בחינת הפרמטרים האמורים במקרה דנן, **בהתחשב במאפיינים של הטוקן ושל פעילות החברה כפי שהוצגו בפנייה, מביאים במצטבר למסקנה בדבר סיווג טוקן החברה כנייר ערך. זאת בעיקר משום שלעמדת סגל הרשות, קיימת סבירות כי יהיו משקיעים שירכשו אותם למטרות פיננסיות ומתוך ציפייה לעליית ערך בגין החזקה בהם המאפיינת השקעה בניירות ערך. יודגש כי כל פרמטר מהפרמטרים להלן, כשלעצמו, הוא בעל משקל בהכרעה לסווג את הטוקנים כניירות ערך, על אף שאין בו, לבדו, כדי להביא בהכרח להכרעה האמורה.**

4.5. מטרת ההשקעה בעיני רוכשי הטוקנים - השקעה פיננסית לעומת מטרות אחרות

4.5.1. קיומו של שוק משני – בכוונת החברה לפעול לרישום הטוקנים בבורסות שיאפשרו מסחר בהם. כך, כבר בתחילת הדרך, רכישת הטוקנים תתאפשר באמצעות רכישה ב-Pool שיפתח בבורסה לנכסים קריפטוגרפיים ובהמשך, החברה או מי מטעמה עשויים לפעול לרישום הטוקנים למסחר בבורסות. רישום הנכסים למסחר בשוק המשני מעודד רכישות ספקולטיביות לצורך השאת רווחים ומהווה אינדיקציה משמעותית לכך שמדובר במכשיר השקעה שלא נועד אך למטרות צרכנות. יודגש כי לעמדת סגל הרשות, העובדה שהטוקנים יירשמו תחילה למסחר ב-Pool בלבד, אין בה כדי להשפיע על הניתוח – הן מכיוון שגם Pool מאפשר לכל גורם ביצוע פעולות בכל עת במחיר המשתנה בהתאם לביקוש ולהיצע – בדומה לשוק משני אחר, והן מכיוון שרישום למסחר בבורסות עשוי להתקיים, כאמור, בעתיד

4.5.2. החזקת טוקנים על ידי החברה - החברה מחזיקה בכמות לא מבוטלת של טוקנים חסומים כחלק מהון החברה שיכול לשמש אותה לצרכים שונים. עובדה זו מהווה אינדיקציה לכך שיש לחברה עניין בהשאת ערכם ועשויה להשפיע על שיקולי המשקיעים ברכישת את הטוקנים, מתוך ציפייה למאמצי החברה להעלות את ערכם.

4.5.3. הערך הכלכלי של הטוקנים - בהתאם למודל העסקי של החברה, לפיו נדרשת כמות קבועה של טוקנים לכל עסקה, ללא תלות בהיקפה, שווי הטוקנים קשה להערכה ועשוי לקבל מנעד רחב יחסית שעשוי למשוך גם רכישה למטרות השקעה. להבדיל

¹¹ ראו [באתר הרשות](#).

מהדוגמה ל- Utility Token המובאת בדו"ח הוועדה,¹² החברה אינה מציעה כי הטוקן יאפשר שימוש בעל גודל קבוע, כך ששווי תלוי בהיקף ובשווי העסקאות שיעשו בעתיד ועל כן ערכו עשוי להשתנות באופן מהותי.¹³

4.5.4. פיתוח מוצרים עתידיים – היבט מהותי נוסף המתקשר גם באופן ישיר לערך הכלכלי של הטוקן הוא כי הטוקנים עשויים לשמש לתשלום עבור מוצרים ופיתוחים עתידיים של החברה אם אלו יבשילו. בהקשר זה יובהר כי לעמדת הסגל גם האפשרות לבצע שינויים מהותיים במוצרים קיימים עשויה להיתפס כאפשרות לפתח מוצרים עתידיים. העובדה שהטוקנים עשויים לשמש למוצרים עתידיים יוצרת פוטנציאל לעליית ערך כלכלי של הטוקן ומצביעה על כך שרכישת הטוקנים משקפת ציפייה הנסמכת על יכולת החברה לנהל את עסקיה ולפתח מוצרים עתידיים, ועל כך שרוכש הטוקן עושה זאת מתוך ציפייה לעליית ערך ולא לצורך שימוש אישי במוצר, ויש לו היכולת לממש עליית ערך זו באמצעות מסחר בטוקנים.

4.5.5. מגבלת היצע ושליטה במחיר - היבט בעל השפעה משמעותית על סיווג מטרת ההשקעה כהשקעה פיננסית הוא העובדה שכמות הטוקנים המונפקת על ידי החברה היא סופית והעובדה כי החברה רשאית לשנות את מחיר הטוקנים לפי שיקול דעתה. יצוין כי העובדה שהטוקנים מוצעים גם באתר החברה במחיר קבוע, לצד היכולת לרכוש את השירות במטבעות אחרים, מגבילה במידה מסוימת את הסבירות כי המחיר בשוק המשני (ב-Pool) יעלה מעבר למחיר זה - כל עוד המחיר באתר אכן קבוע.¹⁴ אולם, כפי שמצוין ב- White Paper, החברה עשויה לשנות בכל עת את מחיר הטוקנים באתר ואת מחיר השירות המוצע על ידה. האמור מביא לכך שהרוכשים יכולים לצפות לכך שמחיר הטוקנים באתר יעודכן בהתאם לגידול בביקוש ובעקבות זאת גם בשוק המשני. בהתאם לכך, הרוכשים יוכלו לממש את הפוטנציאל לעליית הערך, ועל כן הם עשויים לרכוש את הטוקנים למטרות השקעה. בעניין זה, אין די בקביעת מחיר תקרה לתשלום בטוקנים עבור שירותי החברה. יתרה מכך, המחיר בשוק המשני עשוי לרדת בהתאם לירידה בביקוש או לחצי מכירה אחרים. גם במקרה כזה ייתכנו ספקולציות לעליית ערך של הנכסים הנמכרים בשוק המשני, לפחות עד למחיר המוצע על ידי החברה.¹⁵

¹² שם מובאת דוגמה הלקוחה ממסמך היועצות של הרשות הבריטית - חברה ידועה לייצור מכוניות יוקרה מנפיקה מספר מוגבל של טוקנים המקנים למחזיק בטוקן את הזכות לבצע נהיגת מבחן של שעה ברכב יוקרה חדש שהושק במהדורה מוגבלת זה עתה על-ידי החברה. ניתן למכור ולרכוש את הטוקן בשווקים משניים בהם עשוי מחיר הטוקן לעלות או לרדת כתלות בביקוש לרכב היוקרה, אולם הטוקנים אינם מקנים כל זכות נוספת למחזיקים בהם, לרבות זכות לתשלום, לבעלות, לקבלת החלטות, וכדומה.

¹³ בעוד במקרה המובא בדוח הוועדה יש מידה גבוהה של ודאות ביחס למוצר שניתן לרכוש עם Utility Tokens, בהתאם לפניה, החברה מבקשת לאפשר שימוש בטוקנים לביצוע העברות של כל סכום שהוא, על כן המוצר שניתן לרכוש עם הטוקנים כולל מידה פחותה של ודאות ביחס לשווי.

¹⁴ כאשר ייתכנו עליות מחירים נקודתיות לאור המגבלות על הכמות שניתן לרכוש באתר.

¹⁵ במקרה כזה העובדה כי החברה יכולה להקטין את כמות הטוקנים הנדרשים לביצוע עסקה יכולה להוות גם היא אמצעי להעלאת ערכם של הטוקנים.

4.6. גיוס ההשקעה וניהולה בידי אחרים

סבילותם של המשקיעים והתלות שלהם בצד שלישי מהווה שיקול מהותי בסיווג מכשיר כנייר ערך. בהתאם לאמור לעיל, יכולת החברה לשלוט על יחס ההמרה של טוקן לשירות, לצד יכולת השליטה על מחיר השירות במטבע שאינו הטוקן, והיעדר הקשר בין מחיר השירות כפי שנרכש במטבע שאינו הטוקן למחירו בטוקנים - מצביעים על מעורבות רבה והשפעה רבה מצד החברה על שווי הנכס הקריפטוגרפי הנ"ל, לצד אפשרויות הפיתוח והשיפורים העתידיים של המוצר המוצע. כל אלו מביאים לתלות רבה של שווי הטוקן בהתנהלות החברה, באופן שמצדיק החלה של הגנות דיני ניירות ערך על הצעת הטוקנים.¹⁶

4.7. היעדר רגולציה פיננסית אחרת שמגינה על משקיע הכספים

פעילות החברה והנפקת הטוקנים אינה מפוקחת רגולטורית ולכן לא קיימת מערכת דינים פיננסית ייעודית וחלופית המספקת מעטפת הגנה ראויה לרוכשים המאפשרת להימנע מסיווג הטוקן כנייר ערך.

4.8. התאמה ורלוונטיות של דיני ניירות ערך לפעילות המבוקשת

מעבר לעיקרון הגילוי הנאות העומד בבסיס דיני ניירות ערך,¹⁷ ישנם עקרונות נוספים המקיימים מעטפת רגולטורית שמפחיתה את הסיכון לקיומן של תרמיות, העברת ערך מהחברה לאורגנים של החברה וכיו"ב. הפעילות המבוקשת על ידי החברה, ובפרט יכולת ההשפעה שלה על ערך הטוקנים והשימושים בו, לצד העובדה כי ניתן לסחור בטוקנים בנקל, מצדיקים החלה של הגנות דיני ניירות ערך. כך למשל - ללא הגנות דיני ניירות ערך, האחריות שתחול על הגורם אשר מציע את הטוקנים, בגין נזק אשר נגרם לרוכשי הטוקנים, תהיה מופחתת בהשוואה למצב בו הגנות אלו חלות; לא ניתן יהיה להבטיח מסירת מידע מספק לרוכשי הטוקנים אשר יאפשר מסחר הוגן בהם, כך שהיכולת לקבל החלטות השקעה בטוקנים נפגעת משמעותית; מהמשקיעים בטוקנים יימנעו הגנות הנוגעות לתקינות המסחר דוגמת איסור השימוש במידע פנים וביצוע תרמית בניירות ערך; וכן יימנעו הגנות נוספות המושגות באמצעות החלת כללי ממשל תאגידי להסדרת התנהלות החברה בעניין זה יודגש כי סגל הרשות דוחה את ניתוח החברה לפיו אי חשיפת מידע מרוכשים מסוימים בשלב הרכישה של הטוקנים, וחשיפתו רק לאחר מכן, מהווה שיקול להיעדר תחולת דיני ניירות ערך על הפעילות.

4.9. לאור כלל האמור, ובהתחשב במשקלם המצטבר של הפרמטרים הנבחנו וראייתם כמכלול, לעמדת סגל הרשות, מתווה הפעילות המבוקש של החברה מהווה הצעה ומכירה של ניירות ערך, ועליו להיעשות בהתאם להוראות חוק ניירות ערך.

¹⁶ יודגש כי השיקול הנ"ל עומד בבסיס מבחני Howey אשר בוחן את קיומו של חוזה השקעה (Investment Contract) בהתאם לדין האמריקאי. ה-SEC ניתח בהרחבה את יישום מבחני Howey בנוגע לנכסים קריפטוגרפיים. Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets (להלן: "ניתוח ה-SEC").
¹⁷ ראו וסרמן ומור לייסט, עמ' 171-172.

5. יודגש כי סגל הרשות אינו מביע עמדתו לגבי שאלות אחרות העשויות לעלות מהאמור במכתבכם. בנוסף, מכיוון שעמדה זו מבוססת על העובדות המתוארות בסימוכין, יש להבהיר כי כל שינוי בעובדות, בנסיבות או בתנאים המתוארים בהם, עשוי לחייב מסקנה אחרת מזו המובאת במכתב תשובה זה.

6. לבסוף, הרינו להודיעכם, כי בהתאם לנוהל טיפול בפניות מקדמיות לרשות ניירות ערך (פורסם באתר האינטרנט של הרשות בחודש יוני 2008), הפנייה המקדמית והתשובה לה עשויים להתפרסם באתר הרשות.

בכבוד רב,

אור אסף, עו"ד

ורד פיליכובסקי, עו"ד

אמיר בן מויאל, עו"ד
ורו"ח

מחלקת תאגידים