

ביום שלישי 27 לדצמבר נערך כנס בנושא "FTX והמשבר בקריפטו" בחסות המרכז למשפט וטכנולוגיה באוניברסיטת חיפה בשיתוף פעולה עם פורום "חברות" לחוקרות בתחומי המשפט המסחרי-עסקי ואוניברסיטת רייכמן.

השתתפו:

- פרופ' טל זרסקי, דיקן הפקולטה למשפטים באוניברסיטת חיפה נשא דברי פתיחה.
- ד"ר שמואל אברמזון, סגן בכיר לכלכלנית הראשית, הציג את דו"ח אסדרת תחום הנכסים הדיגיטליים.
- ד"ר מורן אופיר, מאוניברסיטת רייכמן, גת מגידו, שותפה מייסדת ומנכ"לית של בית השקעות finessa capital, ויובל רואש, מייסד ומנכ"ל של ברוקר הקריפטו Bits of Gold – השתתפו בפאנל השקעות וממשל תאגידי.
- ד"ר ניצן גסלביץ-פקין מאוניברסיטת חיפה ואוניברסיטת CUNY בניו יורק, רון צרפתי, סמנכ"ל כספים ורגולציה בBit2C ואילן גילדין, מנהל המחלקה הכלכלית ויועץ אסטרטגי ליו"ר הרשות לניירות ערך – השתתפו בפאנל בנושא רגולציה פיננסית.
- ד"ר יפעת ארן, הנחתה את האירוע.

שמואל אברמזון:

- במבט היסטורי, המשבר בקריפטו מזכיר משברים קודמים ובפרט את החדשנות הפיננסית שנוצרה סביב CDOs שבסופו של דבר יצרה סיכון מערכתי ופגעה ביציבות המערכת הפיננסית. חדשנות פיננסית מייצרת הזדמנויות אבל לצד זאת גם סיכונים.
- נשאלת השאלה על מי אנחנו צריכים להגן, מטבע הדברים לרגולטור יש פחות ענין להגן על קרן סקויה, ויותר ענין להגן על גב' כהן מחדרה. כמו כן, אזור נוסף של סיכונים שמעסיק את הרגולטור זה מניעה של סיכונים מערכתיים.
- לקריפטו יש תומכים נלהבים מצד אחד, ומבקרים עזים מצד שני ולא ברור אם הרגולטור צריך להכנס בתוך הויכוח הזה ולהכריע בו.
- אנחנו מסתכלים על העולם ואנחנו רואים 2 קצוות: מצד אחד סין שאוסרת באופן מוחלט על מטבעות דיגיטלים (למעט הממשלתי) ומצד שני אל סלודור שאמצה באופן מלא. כל העולם המערבי יחד איתנו שואל את עצמו מה האיזון הנכון ואיך לייצר את הרגולציה.
- כשהתחלנו את העבודה על הדו"ח ישראל היתה בפיגור אחרי העבודה הרגולטורית שנעשתה במדינות אחרות, היום כבר יש יותר ניצנים.

השוואה בינלאומית

התפתחות הרגולציה

	🇨🇦	🇩🇰	🇩🇪	🇺🇸	🇫🇮	🇮🇱
הלבנת הון	✓	✓	✓	✓	✓	✓
מתן רישונות לנותני שירותים	✓	✓	✓	✓	✓	✓
אספקת שירותים סדירה במערכת הבנקאית	✓	✓	✓	✓	✓	✗
התפתחות מכשירים פיננסיים	✓	✓	✓	✓	✗	✗
רגולציה על שימוש ב-STABLECOIN	✗	✗	✗	✗	✗	✗
רגולציה על Defi ומכשירים נוספים	✗	✗	✗	✗	✗	✗

- הסיכונים המרכזיים שאנחנו מדברים עליהם בהקשר של נכסים דיגיטליים הם: הלבנת הון ומימון טרור, הגנת הצרכן, יציבות פיננסית ועצמאות ויעילות המדיניות המוניטרית.
- לגבי יציבות פיננסית – הקונצנזוס הוא שכרגע אין חשש ליציבות המערכת הפיננסית בשל המשבר בקריפטו, אין שרשור של חוסר יציבות למערכת הכללית.
- לגבי עצמאות ויעילות המערכת המוניטרית – הסכנה היא בעיקר למדינות שיש אמון נמוך במטבע המדינתי שלהן. במדינות שהיו במצוקות שלא קשורות בקריפטו, יש לנכסים האלה ביקוש רב יותר. זה פחות נפוץ במדינות OECD. אין איום מיידי על העצמאות והיעילות המוניטרית. המטבעות לא מספיק אטרקטיביים מבחינת מהירות ויעילות. אין אמון רב בנכסים הדיגיטליים.
- עדיין במבט לעתיד אלו סיכונים שצריך להכיר וניכר כי בהעדר אסדרה חלק מהסיכונים יגברו.
- בכל מדינות המערב מתבצעים תהליכי אסדרה של תחום הנכסים הדיגיטליים וכדאי להתחיל את התהליכים בשלב מוקדם כל עוד אין סיכון מערכתי ובטרם החלה דינמיקה של אימוץ נרחב. אם אנחנו רואים שכל העולם המערבי הולך לתהליכי הסדרה, קשה לטעון שאין בכך צורך אצלנו.
- העקרונות שהוגדרו לאסדרת התחום: בהירות וצמצום אי ודאות, עמידה בסטנדרטים בינ"ל, גמישות לשינויים ועידוד חדשנות ומניעת ניצול פערים רגולטוריים בין מוצרים דומים ובין גופים מפוקחים. בהקשר זה, הרגולטור את החשיבות של שמירה על נייטרליות טכנולוגית (בחינה מהותית של הסיכונים בתחום פעילות מסוים – ביטוח, השקעה וכו'), ללא תלות בצורה הטכנולוגית של המוצר).
- כיום עיקר הפערים הרגולטוריים בתחום קשור התמשכות תהליכי הרישוי, מה שיוצר חסמים במערכת הבנקאית וקושי בתשלום מיסים.

- ההמלצות בדו"ח כוללות הגברת והאצת הליכי רישוי, קידום הליכי אכיפה, אסדרה של סוגיות מיסוי, השלמת הליכי חקיקה (סמכויות רישוי ופיקוח על נכסים דיגיטליים מגובים, לרבות יצירת מנגנון העברה לפיקוח בנק ישראל על נכסים דיגיטליים בעלי השפעה יציבותית או מוניטרית) והקצאת משאבים ושיתופי פעולה (לרבות הקמת ועדה בין משרדית לבחינת אסדרה של DAOs).

ד"ר מורן אופיר:

- כידוע אם השוק מתפקד אין צורך ברגולציה, אבל כאשר ישנם כשלי שוק נדרשת התערבות רגולטורית.
- אני רוצה לענות על השאלה האם יש כאן כשל שוק ומהם מקורותיו.
- בין היתרונות של נכסי הקריפטו – גידור סיכונים מקומיים וגאופוליטיים, הפחתת עלויות עסקה, מספק גישה להון למי שאולי מתקשים בדרכים אחרות.
- הבעיה – פערי מידע גדולים במיוחד.
- מקורות ייחודיים לפערי המידע – העדר חובות גילוי. בנוסף, חוסר הבנת הטכנולוגיה על ידי המשקיעים - הרבה מעורבות של טכנולוגיה מורכבת שמשקיעים לא מבינים וגם בהינתן גילוי מלא רובם, לא יוכלו להבין. כמו כן, המיזמים המנפיקים נמצאים בשלב מוקדם מאוד של הפיתוח. שלבים מאוד ראשוניים מתאפיינים בפערי מידע גדולים.
- התוצאה צפויה – שוק של לימונים. בהינתן פערי מידע גבוהים, הנכסים שישארו בשוק הם הנכסים הפחות טובים (הלימונים). ואכן, במחקר שערכתי עם שותפים בתחום ה-ICO ראינו שיש אינדיקציות לקיומו של שוק של לימונים. מניתוח של אלפי הנפקות של מטבעות דיגיטליים נמצא שתופעת תמחור החסר בהנפקת ICO גבוהה משמעותית מזו שבהנפקות ראשוניות של מניות. זה מעיד על כך שבהינתן פערי מידע גבוהים השוק מעריך את המטבעות בחסר ותמחור החסר שנובע מכך הוא עמוק ביותר.
- לכאורה, יזמים שרוצים לאותת לשוק שהם טובים ינקטו בגילוי וולונטרי ובאמת יש ניצנים לכך בשוק. אבל עצם קיומו של גילוי וולונטרי בפני עצמו לא מעיד על איכות – גילוי לבדו הוא לא איתות אמין, צריך איכות בגילוי ולכן גילוי בפני עצמו לא נותן מענה מלא לבעיית האסימטריה במידע.
- הממצאים מהמחקרים האמפיריים מראים שעצם הגילוי אינו מנבא הצלחה אלא נדרש גילוי איכותי. גילוי ממוקד טכנולוגיה עשוי לנבא הצלחה. משקיעים מבחינים בין מכשירים פיננסיים מבוססי בלוצ'יין (לצורך או שלא לצורך). אימוץ וולונטרי של

הגנות על משקיעים מנבא הצלחה. אחזקה משמעותית של הנכס הדיגיטלי על ידי אנשי פנים מהווה איתות אמין. תקופות הבשלה לאחזקות המנפיקים גם כן מהוות איתות אמין.

- הפתרון הנדרש הוא חובות גילוי מותאמות לנכסים דיגיטליים. חובות הגילוי הרגילות שחלות על מניות למשל, אינן מתאימות לנכסים דיגיטליים (עקב עלות גבוהה מדי, ראשוניות המיזם, ומחסור באנליסטים בתחום).
- דרישות גילוי מותאמות יתייחסו בין היתר לגילוי נחיצותה של טכנולוגיית הבלוצ'יין למיזם, סך הנכסים המונפקים (לרבות במכירות מוקדמות ועתידיות), ושימת דגש על גילוי טכנולוגי.

גת מגידו:

- אני חשה זרה בפורום הזה שעוסק בקריפטו אבל רציתי להשתתף דווקא על תקן "הורסת מסיבות".
- המוסדיים הישראליים לרוב לא השקיעו בקריפטו, אולי בעקיפין דרך השקעה בחברות שפעילות בתחום. בפסגות היו הזדמנויות להשקיע, לרבות באמצעות צוותים שחברו לאג"ח ברצף מוסדי (מסחר בין כשירים) כדי ליצור ניירות צמודי קריפטו. אבל בפועל זה לא התרומם.
- בעיני חלק גדול מהדבר הזה קשור בריבית אפס. כשהשוק נסק תהיתי ביני לבין עצמי איך הנכס הזה יראה בעולם שיש בו ריבית. היום, אני יכולה לסגור פיקדון שיקלי עם ריבית שנעה בין 3 ל-4 אחוז ופיקדון דולרי אפילו ביותר. בעולם כזה, הפרצוף האמיתי של הקריפטו נחשף. משקיעים מחפשים תזרים מזומנים שנייר הערך מגלם, מחסור כשלעצמו הוא לא סיבה להשקיע בנכס.
- היתה טענה שהקורלציה של מטבעות דיגיטליים לא תהיה מתואמת עם נכסי סיכון, אבל בפועל ראינו שזה לא נכון.
- לגבי due diligence, אנסה להכניס אתכם לראש של מנהל השקעות בגוף מוסדי. אנחנו נמצאים בעולם של עודף מידע ומנסים להפריד בין עיקר וטפל. DD בעולם הסחיר והלא סחיר הוא שונה. ב-2021 שטף העסקאות היה כ"כ גדול שפשוט לא היה זמן. חשבו על הבורסה הישראלית שקולטת לפתע עוד 100 חברות חדשות שצריך לסקר רבות מתוכן.
- בסוף הכל נובע משיעור הריבית – כשהריבית היתה 0 יותר מדי שנים, ראינו עיוות של מחירי נכסים. בנוסף, קראנו אין ספור כותרות שהכסף מחפש תשואה. מי שחיפש תשואה בטוחה הלך לאג"ח סחיר, וכן הלאה - כל אחד זז בדרגת הסיכון שהוא מוכן לספוג עבור תשואה. ועבור משקיעים שמחפשים תשואה גבוהה בסיכון גבוהה הומצאו מכשירים חדשים. בהקשר של DD, אני פגשתי צוות שהציג קרן של מטבעות

דיגיטליים והיה ברור לי מהמצגת שאין לי שום דרך לבדוק אותם. לכן אני ואחרים לא השקענו. מנהלת השקעות של גוף גדול חייבת להיות מסוגלת להסביר במה היא השקיעה - מה ההגיון מאחורי זה, איך עושים לזה בדיקת ניהול סיכונים. קופסאות שחורות לא מתאימות להשקעה של גופים מוסדיים.

יובל רואש:

- הרבה מגלי ההדף של FTX כבר דעכו. האירוע העיקרי שקרה שם זה ממשל תאגידי לא בריא ולא נכון. אין עוד המון מה ללמוד מהאירוע הזה לגבי קריפטו. לא במקרה משווים בין SBF למיידוף. FTX זו הונאה שמעיבה על השוק אבל לא מעידה על השוק. זו תופעה שיכולה לקרות בלי שום קשר לקריפטו.
- הדבר המרכזי שקרה זה השפעה על האמון של הציבור בזירות לא מפוקחות. כשאנחנו מסתכלים על התוצאה הסופית – לקוחות עברו מזירה לא מפוקחת עם ממשל תאגידי לא נכון והם מחפשים פלטפורמות אחראיות יותר.
- לגבי FTX – כולם ידעו שהחברה רשומה בא"י הבהאמה. אנחנו לא רצינו לשתף איתם פעולה כי הם לא מפוקחים לשביעות רצוננו.
- יש פערים גדולים בין הרגולציה לבין התפתחות השוק בפועל. לרשות שוק ההון לקח 5 שנים לתת לנו רישיון. הרגולציה מתקדמת בכיוון נכון אך לאט.
- התפקיד שלנו כשחקנים שרוצים לקדם את התחום הוא לפעול בשיתוף פעולה מלא עם הרגולטורים ולדחוף את התחום קדימה כדי שמשקיעים לא ידחקו בהעדר ברירה להשקיע בזירות לא מפוקחות, ולהכיות ממקרים כמו FTX.

פאנל שני בנושא רגולציה פיננסית:

ד"ר ניצן גסלביץ-פקין:

- לרגולציה פיננסית יש 2 נדבכים מרכזיים- יציבות פיננסית מערכתית והגנת הצרכן והמשקיע. הציבור נהר לכיוון ערוצי הפינטק שהציגו יעילות, מהירות, הוזלת עלויות והכלה של לקוחות שהמערכת המסורתית לא היתה נגישה להם.
- יש פיגור רגולטורי אחרי חדשנות, וזה נושא טיפוסי לשווקים פרטיים שקשורים לטכנולוגיות מתקדמות. למגזר הציבורי לוקח זמן להדביק את הסוגיות העולות מההתפתחות הטכנולוגית המהירה.
- בנוסף, בארה"ב יש מלחמת טריטוריה בין רגולטורים שונים על התחום כך שמחד חסרות הנחיות ספציפיות בנושאים מסוימים ומאידך יש חפיפה בין רגולטורים ואין גורם מרכזי מתכנן.

- יש גם בעיה של רגולטורים שבויים/דלתות מסתובבות - חברות רבות מגייסות רגולטורים לשורותיהן.
- בעייה אחרונה ועדכנית נוגעת להליכי חדלות פירעון של החברות. בשל מספר קריסות של חברות קריפטו שהתרחשו לאחרונה מגיעות חברות אלו לבתי המשפט להליכי חדלות פירעון ובתי המשפט לא ערוכים ולא מכירים את תחום חדלות הפירעון של חברות קריפטו. יתכן שיצטרכו לעדכן את דיני חדלות הפירעון לאור המשבר בתחום ולהתאים אותם למאפייניו הייחודיים.

רון צרפתי:

- FTX זו הונאה פיננסית, משפטית וחשבונאית. זהו לא מקרה קלאסי של חדלות פירעון של חברה שכשלה בעסקיה. זו הונאה בסדר גודל גדול שלקחה איתה עוד כ-130 חברות שפעלו במסגרת הפלטפורמה.
- האחריות של הפלטפורמות היא לשמור על נכסי המפקידים בנפרד מכספי הפלטפורמה. למעשה הכללים המסורתיים החלים על יחסי נאמנות ומשמורנות צריכים לחול גם על פלטפורמות הקריפטו בדיוק באותה המידה. בנוסף, הפלטפורמות צריכות לנהל בקורות פנימיות וחיצוניות.
- צריך להטיל על הפלטפורמות חובות דיווח וגילוי והגופים צריכים לפרסם הצהרות נושאי משרה ובקורות חתומות על ידיהם כדוגמת הבקורות וההצהרות הנדרשות על ידי ה-SOX.
- לרגולטור יש אחריות לתת רשיונות. אם לוקח לו שנים לתת את הרשיונות המשקיעים עוברים לגופים לא מפוקחים כדוגמת ביינאנס. בהעדר רישוי, הפלטפורמות הגדולות אוכלות את השוק. ביינאנס מחזיקה בכ-60% מהשוק העולמי.
- בנוסף, החינוך וההסברה מצד הרשויות בתחום מינימליים עד כדי לא קיימים. אין הסברה לציבור על תחומי הקריפטו כלל פרט למסמך של בנק ישראל שיצא בשנת 2014.
- האכיפה בתחום צריכה למצות את הדין. יש לפעול מול העומדים מאחרי הפרשיות השונות כדוגמת FTX באכיפה מלאה והדוקה.
- יש למעלה מ-200 אלף אזרחים ישראלים שמחזיקים בנכסים דיגיטליים ורובם נמצאים בפלטפורמות זרות שאינן מפוקחות כלל.

אילן גילדין:

- רשות ניירות ערך נכנסה לעובי הקורה ונאלצה ללמוד מהר ובצורה מעמיקה את עולמות הנכסים הדיגיטליים והלמידה עדיין נמשכת. עם זאת, רגולציה זו ספינה שלוקח זמן להשיט אותה ליעדה.

- אנחנו רוצים שהרגולציה תהיה ניטרלית לטכנולוגיה ולשם כך צריך ללמוד את הטכנולוגיה עצמה וזה לוקח זמן.
- קובעי המדיניות החדשים שיכנסו בקרוב למשרדיהם יצטרכו לקבוע כיצד והאם מתקדמים לחקיקה בהתאם לדוח שהציג ד"ר שמואל אברמזון, שיצא ממשרד הכלכלנית הראשית.
- תעשיית הקריפטו בחרה למקם את עצמה רחוק מעין הרגולטורים במקומות אקזוטיים.
- יש הבדל בין הגנת הצרכן להגנת המשקיע בקריפטו. הגנת הצרכן צריכה לבוא לפני הגנת המשקיע, אבל אנחנו עדין לא נמצאים במקום שיש הגנה לצרכן, ולכן עוד לא מגיעים לטפל בהגנת המשקיעים.
- תהליך הרישוי לוקח זמן ויש הרבה מאוד הוראות שהגופים שרוצים לקבל רישיונות לא עומדים בהן. גופים שלא יעמדו בהוראות לא יקבלו רישיונות.
- סביבת המאקרו משתנה. תעשיית הקריפטו לא נאלצה עד עכשיו להתמודד עם כ-4% ריבית חסרת סיכון. התעשייה תצטרך למצב את עצמה בסביבה של ריבית עולה ואינפלציה עולה.
- מידת הרגולציה צריכה להיות משמעותית יותר כך שאם התעשייה תפרוץ קדימה בהמשך ותתגבר על הקשיים, יהיו אפיקים חוקיים לעשות את הפריצה הזו.
- אנחנו מתנגדים לעצירת פעילות כלל. אנחנו רוצים לאפשר תעשיית קריפטו מוסדרת.
- אנחנו לא רואים בנכסי הקריפטו כניירות ערך קלאסיים אלא כמוצרים היברידיים. עם זאת, המהות שלהם היא השקעה פיננסית, ומכיוון שזו המהות הם צריכים להיכנס לעולם הפיקוח של רשות ניירות ערך ראשית עם כללי הגנת הצרכן ולאחר מכן עם הגנת המשקיע.
- תקרת הזכוכית של תעשיית הקריפטו נכון להיום היא מאוד נמוכה. בהינתן שאין הגנת צרכן והגנת משקיע התעשייה לא תוכל להתרומם. כשהרגולציה תהיה יותר קפדנית, תקרת הזכוכית של התעשייה תתרום.

דברי סיכום - יפעת ארן:

יש ב-FTX בנאליות של הונאה. המיזם לא התחיל כתרמית, אלא כמיזם אמיתי. אבל הסטנדרטים המינימליים הקיימים בתחום והתאבון של משקיעים לסיכון בסביבה של ריבית 0, גרמו לכך שכולם התעלמו מהבעיות בממשל התאגידי ומהעדר מערכות בקרה פנימיות. התוצאה היתה תנאים אופטימליים להתפתחות של מעילה והעברה של כספי לקוחות לצרכים של החברה הקשורה, אלמדה ריסרצ'. גם התקשורת חיבקה את SBF במקום להצביע על הדגלים האדומים. אין פה שום דבר מפתיע מבחינת בעיות של ממשל תאגידי ורגולציה פיננסית, ובכל זאת כולם קנו את הסיפור של היזם הגאון, עד שהריבית התהפכה.

You are viewing Shmuel Abramzon's screen

View Options

View

על מה אנחנו מדברים?

מבט על שוק הנכסים הדיגיטליים

<p>\$0.8T</p> <p>היקף שוק הנכסים הדיגיטליים (כסף לדעבר 2022)</p>	<p>נכסים מובילים</p> <p>\$170B</p> <p>70% מהמסחר</p> <p>ארגומנט: Theether, Libra</p>	<p>מטבעות עצמאיים</p> <p>\$0.8T</p> <p>67% ממנובר 2021</p> <p>ארגומנט: מאקרו, מאי</p>	<p>200K</p> <p>ישראלים מודחקים במטבעות דיגיטליים</p>
<p>יישומים נוספים</p> <p>NFT DEFI WEB 3.0</p>	<p>מטבעות מדינתיים</p> <p>CBDC</p>		

Tal Zarsky	Yifat Aran	Moran Ofri	Nizan Packin
Wajlan Kezel	Judge Dr. Muhammad	Ron Tsarfaty-Bij2C	Salten, Reuven
Merav Kaplan (Israel's	Shmuel Abramzon	Itamar A. Cohen	Hananel Kvalinsky
LILY	Eytan Lederer	Sarit	Eldar Haber
Youval Bousack	iPhone (23)	Abraham Tzur	Omri Kesev
SK	Yoram Lichtenstein	Zahava Moerdler	aiham
Ran Shalom	ofry chemouil	Orly Schiff	Hovav Alster
Abraham's iPho...	iPhone	Yuval Ben Avrah...	Eli salzberger (2)

Unmute Stop Video Participants 49 Chat 1 Share Screen Record Reactions Apps Whiteboards Leave