

**לפני המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי**

ת"א 16214-09-21

לפני כב' סגן הנשיא, השופט חאלד כבוב

בתל אביב – יפו

1. סרגון נטוורקס בע"מ
2. עירא פלטי
3. זהר זיסאפל
4. יוסף עצמון
5. יעל לנגר
6. יאיר אורגלר
7. אבי פתיר

כולם ע"י ב"כ עוה"ד הלל איש-שלום ו/או עופר לריש ו/או נתי אגמון ו/או לידר  
קופרשמידט טל  
ממשרד שבלת ושות', עורכי דין  
מרח' ברקוביץ 4 (מגדל המוזיאון), תל אביב 6423806  
טל' 03-7778333 ; פקס' 03-7778444

**המבקשים**

- נ ג ד -

**יהושע חזן**

ע"י ב"כ עו"ד יורי נחושטן ו/או עדי יוגב ואח'  
ממשרד גרוס ושות', עורכי דין  
ממרכז עזריאלי 1, הבנין העגול, קומה 37, תל אביב 6701101  
טל' 03-6074580 ; פקס' 03-6074590

**המשיב**

**מתייצב להליך:**

**היועץ המשפטי לממשלה**

על ידי ב"כ עו"ד ליאב וינבאום מפרקליטות מחוז תל-אביב (אזרחי)  
מדרך מנחם בגין 154, בית קרדון, תל-אביב, 6492107, ת"ד 33051  
טל' 073-3924888 ; פקס' 02-6468005

**עמדה מטעם היועץ המשפטי לממשלה**

בהמשך להודעתו על התייצבותו להליך שבכותרת, מתכבד היועץ המשפטי לממשלה להגיש לבית המשפט הנכבד  
את עמדתו בנוגע לסוגיה שהתעוררה במסגרת ההליך שבכותרת, כדלקמן.  
יצוין כי העמדה להלן גובשה בשיתוף עם רשות ניירות ערך (להלן: "הרשות").

## א. פתח דבר

1. עסקינן בבקשה לדיון חוזר בהחלטה שניתנה על ידי המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב (כבוד השופט מגן אלטוביה) בת"צ 7363-01-15 חזן נ' **נטוורקס בע"מ** ביום 27.5.2021 (להלן: "**ההחלטה**"), במסגרתה אושרה בקשה לניהול תובענה כייצוגית (להלן: "**בקשת האישור**") אשר הוגשה בחודש ינואר 2015 על ידי המשיב דכאן נגד חברת סרגון נטוורקס בע"מ (להלן: "**סרגון**" או "**החברה**") ומנהליה. בתקופה הרלבנטית לתובענה, סרגון היתה חברה ציבורית דואלית אשר מניותיה נסחרו הן בבורסה בישראל והן בבורסת נאסד"ק בניו-יורק, מכוח הסדר הרישום הכפול הקבוע בפרק ה'3 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "**הסדר הרישום הכפול**" ו"**חוק ניירות ערך**" או "**החוק**", בהתאמה). יצוין כי ההליך התנהל מבלי שנמסרה עליו הודעה ליועץ המשפטי לממשלה.
2. בתמצית, עניינה של בקשת האישור בטענה כי סרגון ומנהליה פרסמו פרטים מטעים ומצגי שווא ביחס לביצועי החברה, וזאת על מנת לגייס כספים מציבור המשקיעים באופן העולה כדי הטעייה בדיווח ו"תרמית על השוק". לטענת המשיב הדין החל על התובענה הוא הדין הישראלי, ובהתאם לכך הוא ביסס את טענותיו על פי דין זה בעילות של הפרת הוראות חוק ניירות ערך, וטען בין היתר לתרמית, מצג שווא רשלני והפרת חובה חקוקה.
3. השאלה המקדמית שנידונה בבית המשפט הנכבד היא מהו הדין החל ביחס לאחריות האזרחית של חברות חוץ וחברות בכלל הרשומות בהסדר הרישום כפול, ביחס לדיווחיהן (להלן ביחד גם: "**תאגידי רישום כפול**" או "**חברות דואליות**"). בית המשפט הנכבד קבע בהחלטה, כי כללי האחריות האזרחיים אשר צריכים לחול על החברה יהיו כללי האחריות על פי הדין הישראלי ולא כללי האחריות על פי הדין הזר, ולדבריו "**המחוקק ביקש להקל על חברות ישראליות (גם זרות) לרשום את מניותיהן למסחר בבורסה, אולם לא שלל את תחולת הדין הישראלי בכל הנוגע להפרת הדין על ידי תאגיד חוץ המדווח לפי הוראות פרק ה'3 לחוק ניירות ערך...**" (סעיף 12 להחלטת כבוד השופט אלטוביה מיום 27.5.2021).
4. החלטה זו סוטה מפסיקות בתי המשפט המחוזיים אשר דנו בשאלה שנידונה בענייננו והחליטו באופן עקבי, בשלוש החלטות שונות, כי על חברות רישום כפול המדווחות לפי כללי הגילוי של הדין הזר, יחולו כללי האחריות של הדין הזר. ההחלטה אף עומדת בסתירה להכרעת בית המשפט העליון בשאלה זו, אשר קיבל את הכרעת בתי המשפט המחוזיים בשני הליכים שהגיעו לפתחו ונדונו במאוחד.<sup>1</sup> זאת ועוד, מעבר לכך שההחלטה מנוגדת לפסיקות קודמות של בתי המשפט, היא גם מנוגדת לתכלית הסדר הרישום הכפול, מכרסמת בו ויוצרת אי-ודאות רבה ואי בהירות בשאלת הדין החל על חברות החוסות תחת הסדר זה.
5. לתשובה לשאלה שעל הפרק, אשר במוקד הבקשה לדיון חוזר דנא, עשויה להיות גם השפעה רוחבית על פעילותה של הבורסה בישראל, המהווה בסיס כלכלי חשוב למשק הישראלי, כמו גם על ציבור המשקיעים בישראל. משכך, היועץ המשפטי לממשלה מצא לנכון להגיש את עמדתו ביחס לסוגיה זו (עמדה אשר גובשה, כאמור, בשיתוף עם

<sup>1</sup> רע"א 8737/17 גבריאלי דמתי נ' Mannkind Corporation, ע"א 2889/18 דויד כהן נ' טאוור סמיקונדקטור בע"מ (נבו 16.10.2018).

הרשות).

6. יצוין, כי הרשות הגישה עמדה מטעמה בת"א (מחוזי מר') 22300-05-15 **הייט נ' Verifone Holdings, Inc.** (להלן: **"עניין וריפון"**) וכן בע"א 2889/18 **כהן נ' טאואר סמיקונדקטור בע"מ** (להלן: **"עניין טאואר"**), אשר עסקו בשאלה דומה. שתי העמדות שהוגשו מטעם הרשות בענין עומדות.

7. בתמצית, עמדת היועץ המשפטי לממשלה היא כי כללי האחריות האזרחית החלים על חברות רישום כפול בקשר עם הגילוי שהן מוסרות לפי הדין הזר הם כללי האחריות האזרחית של הדין הזר. להלן נפרט עמדה זו תוך שילוב עיקרי הדברים כפי שהוצגו בעמדות שהוגשו מטעמה של הרשות בהליכים האמורים.

8. יובהר, כי אין בעמדה זו התייחסות למחלוקות העובדתיות שבין הצדדים בהליך דנן, כמו גם לשאלות משפטיות אחרות המתעוררות במסגרתו, והיא מתמקדת בסוגיה המשפטית הקונקרטית שעל הפרק הנוגעת לכללי האחריות האזרחיים החלים על חברות ברישום כפול. מובן כי אין באי-נקיטת עמדה על ידי היועץ המשפטי לממשלה בנושא כלשהו כדי ללמד על עמדתו בנוגע אליו.

9. סדר הטיעון של היועץ המשפטי לממשלה בעמדה זו יהיה כדלקמן: **בפרק השני** תוצג בקצרה החלטת בית המשפט הנכבד בעניין שבכותרת; **בפרק השלישי** יוצג בקצרה הסדר הרישום הכפול והרקע למיסודו; **בפרק הרביעי** יבחן ההסדר החקיקתי, לשונו ותכליתו ותובהר עמדת היועץ המשפטי לממשלה ביחס לדין החל בנוגע לאחריות האזרחית של חברה דואלית; **בפרק החמישי** תוצגנה פסיקת בתי המשפט המחוזיים ופסיקת בית המשפט העליון ביחס להחלת כללי האחריות של הדין הזר על חברות דואליות; **ובפרק השישי** יוצג בקצרה תיקון החקיקה שמקדמת הרשות בנוגע לסוגיה שעל הפרק, בהמשך להמלצת בית המשפט העליון בעניין **טאואר**,<sup>2</sup> שנועד להבהיר את המצב המשפטי.

## **ב. החלטת בית המשפט בענייננו**

10. כאמור, עניין לנו בהחלטת בית המשפט הנכבד מיום 27.5.2021, במסגרתה התקבלה בקשת האישור, אשר הוגשה בחודש ינואר 2015 על ידי המשיב דכאן נגד סרגון ומנהליה. בתקופה הרלבנטית לתובענה סרגון היתה חברה ציבורית דואלית אשר מניותיה נסחרו הן בבורסה בישראל והן בבורסת נאסד"ק בניו-יורק, מכוח הסדר הרישום הכפול.

11. בתמצית, עניינה של בקשת האישור בטענה כי סרגון ומנהליה פרסמו פרטים מטעים ומצגי שווא ביחס לביצועי החברה, וזאת על מנת לגייס כספים מציבור המשקיעים באופן העולה כדי הטעייה בדיווח ו"תרמית על השוק". לטענת המשיב הדין החל על התובענה הוא הדין הישראלי, ובהתאם לכך ביסס את טענותיו על פי דין זה בעילות של הפרת הוראות חוק ניירות ערך, וטען בין היתר לתרמית, מצג שווא רשלני והפרת חובה חקוקה.

12. השאלה המקדמית שנידונה בבית המשפט הנכבד היא **מהו הדין החל ביחס לאחריות האזרחית של חברות חוץ**

<sup>2</sup> רע"א 8737/17 **גבריאלי דמתי נ' Mannkind Corporation**, ע"א 2889/18 **דויד כהן נ' טאואר סמיקונדקטור בע"מ** (נבו 16.10.2018).

**וחברות רישום כפול.** בית המשפט הנכבד קבע בהחלטה כי אין לשלול את תחולת הדין הישראלי בכל הנוגע להפרת הדין על ידי חברת רישום כפול המדווחת לפי הוראות פרק 3 לחוק ניירות ערך, בעילות שבחוק ניירות ערך, להן טען המשיב בתביעתו (סעיפים 31, 32, 33, 34, 1א44, 52, 52יד ו-54 לחוק).

13. להלן עיקרי הנימוקים שעמדו בבסיס החלטתו של כבוד השופט אלטוביה :

א. משלא נמצאו הוראות אחריות כלליות או קונקרטיות בחוק ניירות ערך, המוציאות או שוללות את תחולתן על תאגיד זר המדווח לפי הוראות פרק ה'3, למעט סעיף 35לא(ב) בו נקבע כי פרק ו לחוק לא יחול על תאגיד זר (פרט לסעיפים 36ג, 38 ו-38א), הרי שלא ניתן לשלול את תחולת הדין הישראלי בכל הנוגע להפרות הנטענות בענייננו. בנוסף, כשם שבחר המחוקק להוציא הוראות חוק קונקרטיות מתחולתן על תאגיד זר בסעיף 35לא(ב) לחוק, יש להניח שהיה פועל באופן דומה אם היה מוצא לנכון להוציא הוראות חוק נוספות מתחולתן על תאגיד זר.

ב. מדברי ההסבר להצעת חקיקת הרישום הכפול עולה כי אופן עידוד החברות הנסחרות בחו"ל להיסחר גם בבורסה בישראל, נקבע בדרך של הקלה ברישום למסחר בבורסה בישראל. לפיכך, אין מדובר בהסדר שנועד לבטל אחריות של החברות האמורות על פי הוראות הדין, אלא לקבוע הקלות ברישום למסחר, ומכאן שההתייחסות לדין הזר מוגבלת לדרישות הרישום.

ג. אף בהינתן תכליותיו של הסדר הרישום הכפול והרצון לעודד רישום למסחר בארץ הרי שהחלת כללי האחריות על פי הדין הזר אינה בהכרח מקלה על החברות הישראליות הנסחרות בחו"ל, וממילא ספק אם היא מעודדת אותן להירשם למסחר גם בבורסה בישראל. הנמקה זו ניתנה מתוך הנחה ששר האוצר לא היה מאשר בורסה שדיני האחריות במדינה בה היא פועלת אינם מספקים לציבור המשקיעים בישראל את ההגנה של דיני האחריות בישראל, בהתאם לקבוע בסעיף 35יט לחוק ניירות ערך.

ד. ניהול הליך משפטי בישראל בין מתדיינים ישראליים, לפי דיני האחריות של הדין הזר, מייקר את עלות המשפט לתובע ולתאגיד החוץ בשל החובה לצרף חוות דעת מומחה לדין הזר.

ה. אימוץ דין זר לתוך הדין הישראלי הוא מעשה המצריך קביעה מפורשת של המחוקק הנכון לקבוע כי הדין הישראלי נסוג במקרים מסוימים ותחתיו מוחל הדין הזר.

14. יצוין כי במסגרת ההחלטה, התייחס בית המשפט הנכבד לפסיקות קודמות של בתי המשפט בסוגיית תחולת הדין הזר על חברות ברישום כפול – כמו גם לעמדת הרשות כפי שהוגשה בהליכים קודמים, תוך שביקש למצוא בסיס לאבחון בין המקרים. כך לדוגמא, ייצר בית המשפט הנכבד הבחנה ביחס לקביעת בית המשפט **בעניין טאואר** בכך שהיא התייחסה לעניין האחריות להפרת חובות הדיווח השוטף הקבועות בפרק ו' לחוק ניירות ערך, וכאמור סעיף 35לא(ב) לחוק ניירות ערך מוציא את תחולת פרק ו' על תאגיד זר באופן מפורש, מה שאין בענייננו.

15. כפי שיובא להלן בהרחבה, לעמדת היועץ המשפטי לממשלה החלטה זו של בית המשפט הנכבד אינה עולה בקנה אחד עם תכלית הסדר הרישום הכפול, וצפויה ליצור כפילויות וסתירות בדין החל על חברות הרישום הכפול, לפגוע

בוודאות המשפטית ולכרסם בהסדר הרישום הכפול באופן שעלול לפגוע בו באופן ממשי. בנוסף, החלטה זו מנוגדת לפסיקות קודמות של בתי המשפט, וזאת כאשר אין בהנמקות שפורטו בה הצדקה לסטייה כאמור.

## **ג. הסדר הרישום הכפול – רקע**

### **1.1. תכלית הסדר הרישום הכפול וההנחות שבבסיסו**

16. הסדר הרישום הכפול מעוגן בפרק ה'3 לחוק ניירות ערך, אשר נכנס לתוקף בשנת 2000.
17. הסדר הרישום הכפול נחקק על רקע תהליכי גלובליזציה ופנייתן של חברות ישראליות רבות, בעיקר מתחום הטכנולוגיה, לגיוס הון בבורסות בארצות הברית, במקום להירשם למסחר ולגייס הון בבורסה בתל אביב. ועדת ברודט שמונתה לבחון האם יש מקום לתת הקלות ברישום למסחר של ניירות ערך ובדיווחים של חברות שנרשמו למסחר בבורסה מחוץ לישראל, קבעה בשנת 1998 כי "נדידה" זו הותירה שוק מקומי שאינו אטרקטיבי למשקיעים ומאופיין בסחירות נמוכה והביאה לכך שהבורסה בתל אביב לא יכלה למלא ביעילות את תפקידה כמכשיר לגיוס הון (רשות ניירות ערך **דין וחשבון הוועדה לרישום כפול של ניירות ערך 7** (התשנ"ח) (להלן: **"דו"ח הוועדה"**)).
18. בהתאם, מטרת הסדר הרישום הכפול, שנחקק בשנת 2000, הייתה להרחיב את מספר ומגוון החברות הנסחרות בבורסה בתל אביב, להביא לכך שחברות משמעותיות במשק יסחרו (גם) בה ולהגדיל את נפחי המסחר בבורסה. זאת על ידי עידוד חברות ישראליות שכבר נרשמו למסחר בחו"ל להירשם למסחר גם בתל אביב. העידוד התבטא בהקלה ניכרת של הנטל הכרוך ברישום למסחר של ניירות הערך של אותן חברות בבורסה בתל אביב, בעיקר בדרך של מתן אפשרות לחברות שיכללו בהסדר להירשם באמצעות מסמך רישום מקל בהרבה לעומת תשקיף, וכן לדווח לפי הוראות הדין הזר. כך יחולו עליהן דרישות הגילוי של מערכת דינים אחת, ולא של שתי מערכות דינים בו-זמנית.
19. התכלית של עידוד ופיתוח שוק ההון הישראלי עמדה במפורש בבסיס המלצות ועדת ברודט, והשינויים שחלו בהסדר במהלך חקיקתו אף חידדו את חשיבות התכלית האמורה. מדוח הוועדה ניתן ללמוד אודות העקרונות שעמדו בבסיס המלצות הוועדה, אשר מלמדות על גישה זו:

**"הוראות הדין המקומי אינן מציעות גישה לחברות זרות לשוק המקומי ואינן מתאימות עוד במתכונתן הנוכחית לחברות אשר פרצו את גבולות הארץ והגיעו כבר לשווקים עולמיים. עמידת הרשויות מן הצד תוך התבצרות בהוראות דין אלה עלולה להותיר את ישראל ושוק ההון שלה מוגנים היטב מפלישות זרות, אך מבודדים הן מחברות והן ממשקיעים מן העולם" (דו"ח הוועדה, בעמוד 14).**

20. ההנחה הייתה כי חברות בודדות, אם בכלל, יסכימו ליישם במקביל הוראות של דיני ניירות ערך משתי מדינות שונות. המורכבות של דיני ניירות הערך, וההבדלים הבלתי נמנעים בשיטות המשפט השונות – לרבות שפת הדיווח, מועדי הדיווח ותכני הדיווח, כפי שהם באים לידי ביטוי בחקיקה, בפסיקה ובאכיפת הרשויות – הופכים את הניסיון לקיים שתי מערכות דינים בו-זמנית למורכב וקשה ביותר. מכאן ההקלות שניתנו בהסדר הרישום הכפול.
21. תכלית נוספת של הסדר הרישום הכפול הייתה הגנה על ציבור המשקיעים. בהקשר זה ההנחה הייתה כי הגנת ציבור המשקיעים בישראל תושג באמצעות הכללתן בהסדר של בורסות מהשורה הראשונה בעולם, לגביהן מתקיימים

מספר "מעגלים" הפועלים להגנה על ציבור המשקיעים בישראל, שהעיקריים שבהם הם איכות דרישות הגילוי בבורסה הזרה, איכות הפיקוח הזר ומשמעת השוק בבורסה הזרה. בנוסף להסתמכות על הגנת המשקיעים בבורסה הזרה, נקבעו במסגרת הסדר הרישום הכפול מספר מנגנוני הגנה נוספים, כגון דרישת היתר לתשקיף לצורך גיוס כספים בידי חברת רישום כפול (להבדיל מרישום למסחר של ניירות ערך), הסמכה לקבוע בתקנות הוראות גילוי נוספות וסמכויות פיקוח מסוימות לרשות ניירות ערך.

22. באמצע את הסדר הרישום הכפול, השלים המחוקק עם פערים בין מתכונת הדיווח של חברות הנסחרות בישראל בלבד ובין מתכונת הדיווח של חברות הנסחרות בבורסה ראשית אחרת. בכך אמר המחוקק את דברו ביחס לחשיבות הכלכלית הרבה ובדבר הצורך שיש לשוק ההון ולציבור המשקיעים בישראל בהסדר הרישום הכפול.

23. בצד המשקיעים בישראל, הסדר הרישום הכפול מקנה נגישות גבוהה יותר להשקעה בחברות מובילות, מגוון את אפיקי ההשקעה בניירות הערך, מגביר את הנזילות בהשקעה בחברות, משפיע לחיוב על ערך ניירות הערך ומפחית את עלויות ההשקעה. זאת כאשר, כאמור לעיל, ההסדר יוחד לבורסות שהוכרע מפורשות בעניין שהכללתן בהסדר לא יהיה בה כדי לפגוע בהגנה על ציבור המשקיעים. בצד החברות, הסדר הרישום הכפול מעניק זמינות הון רחבה יותר והגדלת בסיס המשקיעים, נגישות למשקיעים מקומיים שעשויים להיות בעלי עניין מיוחד בחברות ודרך להתגבר על תנודתיות וחולשה באחד השווקים. כל אלו לצד יתרונות הסחירות שצוינו לעיל, וזאת מבלי שהרישום הכפול יהיה כרוך בתשומות ניכרות.

## 2.ג. הוראות מרכזיות בהסדר הרישום הכפול

24. ההסדר נוגע רק לבורסות המנויות בתוספת השנייה והשלישית לחוק ניירות ערך (להלן: "בורסות רישום כפול"). התוספת השנייה כוללת כיום את הבורסה של ניו-יורק ובורסת הנאסד"ק שהיו תחת הסדר הרישום הכפול מראשיתו,<sup>3</sup> והתוספת השלישית נועדה לאפשר הוספת בורסות להסדר בכפוף לכך שיימצא כי כלליהן והדין החל על תאגידים שהואגדו בישראל, שניירות הערך שלהם רשומים למסחר בהן, מביטיחים די הצורך את עניינו של ציבור המשקיעים בישראל.<sup>4</sup> הבורסות העיקריות שנוספו במשך השנים להסדר הרישום הכפול בתוספת השלישית הן בורסת לונדון שנוספה בשנת 2005, ובורסות הונג-קונג, סינגפור וטורונטו שנוספו בשנת 2018.<sup>5</sup> ההבדל המרכזי בין הבורסות המנויות בתוספת השנייה והשלישית היא שביחס לבורסות המנויות בתוספת השלישית, לשר האוצר, בהתייעצות עם הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, סמכות ליתן הוראות גילוי נוספות, מעבר להוראות הגילוי שנעשות לפי הדין הזר.<sup>6</sup>

25. הוספת בורסה לתוספת השלישית נעשית באישור שר האוצר, על פי הצעת הרשות או בהתייעצות עמה, ובאישור

<sup>3</sup> בתוספת הראשונה מנויות הבורסות הבאות: (1) NYSE American (2) New York Stock Exchange (NYSE) (3) National Association of Securities Dealers Automated Quotation Global Select Market ו-(4) NASDAQ Global Market.

<sup>4</sup> בתוספת השלישית מנויות הבורסות הבאות: (1) "הרשימה המשנית בנאסד"ק" (2) "בורסת לונדון" (3) "רשימה משנית בבורסת לונדון" (4) "בורסת הונג קונג" (5) "בורסת סינגפור" ו-(6) "בורסת טורונטו".

<sup>5</sup> ראו הגדרת "בורסה בחו"ל" בסעיף 1 לחוק, סעיף 35 לחוק והתוספות השנייה והשלישית לחוק.

<sup>6</sup> ראו סעיף 35 לאג (ג) לחוק ניירות ערך.

ועדת הכספים של הכנסת. כך גם מחיקה של בורסה מהתוספות השניה והשלישית, אם נמצא שעקב שינוי מהותי, אין כלליה והדין החל על תאגידים שהואגדו בישראל, שניירות הערך שלהם רשומים למסחר בה, מבטיחים עוד די הצורך את ענייניו של ציבור המשקיעים בישראל.

26. ההסדר מאפשר לחברה שהואגדה בישראל וניירות הערך שלה רשומים למסחר בבורסת רישום כפול ("תאגיד חוץ" כהגדרתו בסעיף 1 לחוק) לרשום את ניירות הערך שלה למסחר בבורסה בתל אביב. להבדיל מחברה רגילה הנדרשת לפרסם תשקיף בהיתר הרשות לצורך רישום למסחר כאמור, תאגיד חוץ נדרש להגיש "מסמך רישום" לצורך הרישום למסחר. תוכן מסמך הרישום קבוע בתקנות ניירות ערך (פרטי מסמך רישום, מבנהו וצורתו), התשס"א-2000, והוא כולל בעיקר פרטים מזהים על התאגיד ועל הבורסה הזרה בה הוא רשום למסחר ותיאור של ניירות הערך שירשמו למסחר.

27. לאחר שרשם את ניירות הערך שלו למסחר בבורסה בתל אביב במסגרת הסדר הרישום הכפול, חלות ככלל על תאגיד החוץ חובות הדיווח לפי הדין הזר חלקי חובות הדיווח החלות על תאגיד מדווח רגיל (סעיף 35 לא לחוק). "הדין הזר" מוגדר בסעיף 1 לחוק כ"דין החל על תאגיד חוץ בשל רישום ניירות ערך שלו למסחר בבורסה בחו"ל, לרבות כללי אותה הבורסה בחו"ל". החוק מסמך לקבוע בתקנות דרישות גילוי נוספות לתאגיד החוץ. לגבי תאגיד חוץ בבורסה המנויה בתוספת השניה מדובר בגילוי מצומצם בהיקפו (סעיף 35 לא(ג) לחוק) ולגבי הבורסות המנויות בתוספת השלישית ישנה סמכות רחבה יותר. מכוח הסמכה זו נקבעו תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים של תאגיד חוץ), התשס"א-2000 (להלן: "תקנות הדיווח של חברות רישום כפול"), בהן נקבע למעשה כי תאגיד חוץ יגיש בישראל מסמכי דיווח שהם עותקים של הדיווחים שהגיש או פרסם בחו"ל.

28. במסגרת הוראות פרק ה'3 לחוק ניירות ערך ניתנו לרשות סמכויות פיקוח מסוימות, אם כי מצומצמות במהותן, על עמידתן של החברות בהוראות הגילוי הזר. כך, למשל, נקבע כי הרשות מוסמכת לדרוש מחברת רישום כפול דיווח מידי אשר היא הייתה חייבת בהגשתו לפי הדין הזר, וכן להורות לחברת רישום כפול להוציא דיווח מידי מתקן אם הרשות נוכחה שהדיווח שהוגש אינו כנדרש (בהתאם לדין הזר), כאשר הרשות רשאית לפנות "אל הגוף המופקד על פיקוח או אכיפה של הדין הזר בכל הנוגע לעניין זה" וזאת טרם הפניה לחברה.

29. בפועל, השימוש בסמכויות אלו מצומצם, וזאת במודע ומתוך הכרה בכך שהסדר הרישום הכפול מבוסס על התפיסה שהחברות מפוקחות על ידי רגולטור זר, המתמחה בפיקוח על קיום הדין הזר, וכי הטלת משטר פיקוחי כפול יהווה נטל שיאיין את מטרות הסדר הרישום הכפול והתכלית שלשמו הוא נוצר – עידוד ופיתוח שוק ההון הישראלי.

30. הוראה חשובה נוספת במסגרת הסדר הרישום הכפול קבועה בסעיף 35 לחוק בו מוענקת לתאגיד חוץ אפשרות להימחק ממסחר בבורסה בתל אביב ביוזמתו, ובלבד שהודיע על כוונתו לעשות כן בהתראה של שלושה חודשים לפחות, ובתנאי שניירות הערך שלו ממשיכים להיסחר בבורסה הזרה. אפשרות זו מקנה לתאגיד הרישום הכפול יכולת להימחק ממסחר בישראל באופן מהיר, ללא צורך באישורם של מחזיקי ניירות הערך בישראל.

### ג. הרחבות של הסדר הרישום הכפול למצבים נוספים

31. מטרתו הבסיסית של הסדר הרישום הכפול היתה לעודד רישום למסחר בבורסה בתל אביב של מניות של חברות ישראליות שהונפקו ונרשמו למסחר בבורסות המובילות בחו"ל. ואולם, בהסדר ניתנה אפשרות להרחיב את תחולתו למצבים נוספים :

א. **תאגידים הרשומים כבר למסחר בבורסה בתל-אביב** – סעיף 35 לחוק מתיר לתאגידים שניירות הערך שלהם רשומים למסחר בבורסה בתל-אביב ומדווחים כרגיל (לפי פרק ו' לחוק) להפוך לתאגידי רישום כפול (המדווחים לפי פרק ה' לחוק). לדוגמא, תאגיד שהנפיק מניות בישראל ולאחר מספר שנים הנפיק מניות גם בבורסה של ניו-יורק, ומבקש לעבור לדווח גם בישראל לפי הדין האמריקני. בדומה, הסעיף מאפשר לתאגיד לעבור ממתכונת דיווח לפי הסדר הרישום הכפול למתכונת דיווח רגילה (וכך לצאת מהסדר הרישום הכפול). בסעיף 35 לחוק קבועים התנאים למעבר ממתכונת דיווח אחת לאחרת.

ב. **תאגידים המבקשים להנפיק ניירות ערך בישראל אשר ייסחרו בשתי הבורסות** – לשם ביצוע הנפקה לציבור של ניירות ערך, להבדיל מרישום ניירות ערך קיימים של התאגיד, נדרש פרסום תשקיף שהרשות נתנה לו היתר. במהלך כזה מגייס התאגיד כספים מהציבור כנגד הנפקת ניירות ערך. בסעיף 35 לחוק נקבע, כי הרשות רשאית לפטור תאגיד הנכלל בהסדר הרישום הכפול, או שייכלל בו מיד לאחר פרסום התשקיף, מהוראות הנוגעות לגילוי בתשקיף, וכן להתנות את מתן הפטור בתנאים. מכוח סעיף זה התירה הרשות לתאגידים הרשומים למסחר בבורסה בחו"ל להנפיק ניירות ערך בישראל בהתבסס בעיקר על הגילוי הניתן מכוח הדין הזר, לצד דרישות גילוי ספציפיות שנגעו להנפקת ניירות הערך, כגון תיאור של ניירות הערך המונפקים, לוחות הזמנים של ההנפקה וכדומה.

ג. **תאגידים המבקשים להנפיק ניירות ערך בישראל אשר ייסחרו בבורסה בתל-אביב בלבד** – בדומה לאמור לעיל, תאגיד רישום כפול רשאי לבקש להנפיק ניירות ערך שייסחרו בבורסה בתל-אביב בלבד, בנוסף לניירות הערך שלו הנסחרים בשתי הבורסות. לדוגמא, תאגיד רישום כפול שמניותיו נסחרות בשתי הבורסות, רשאי לבקש להנפיק אגרות חוב לציבור בישראל בלבד אשר יסחרו לאחר מכן בבורסה בתל אביב בלבד. מהלך זה של הנפקת ניירות ערך מחייב פרסום תשקיף, והרשות עשתה בעבר שימוש בסמכותה לפי סעיף 35 לחוק על מנת להעניק פטורים מגילוי בנוגע לתשקיף, תוך קביעת תנאים למתן הפטור. בהקשר זה פרסמה הרשות בחודש אפריל 2013 את החלטה מספר 1-2013, שעניינה מודל טיפול ומתן פטור לחברות רישום כפול שמנפיקות אגרות חוב רק בישראל (להלן: **"המודל ההיברידי"**). במסגרת המודל ההיברידי נקבע כי מקום בו חברת רישום כפול מנפיקה אגרות חוב בישראל בלבד, יחולו עליה הוראות גילוי מסוימות מכוח תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970, בהתקיים הנסיבות כמפורט בהחלטה.

**תאגידים שלא הואגדו בישראל** – כאמור, תכליתו העיקרית של הסדר הרישום הכפול היתה להביא לרישום למסחר בבורסה בתל אביב תאגידים ישראליים שהנפיקו ורשמו מניותיהם למסחר בחו"ל. מכאן גם הגדרת "תאגיד חוץ" כתאגיד שהואגד בישראל. סעיף 35(ה) לחוק מתיר לרשות להחליט כי הוראות הסדר הרישום



הכפול, כולן או מקצתן, יחולו גם על תאגיד שהואגד מחוץ לישראל, ולהתנות את החלטתה בתנאים שתקבע. מכאן שהסדר הרישום הכפול יכול לכלול וכולל בפועל גם תאגידים זרים שניירות הערך שלהם נסחרים בבורסות הרלבנטיות בחו"ל (לשם הפשטות כל סוגי התאגידים הרשומים למסחר בבורסה במסגרת הסדר הרישום הכפול נקראים בעמדה זו "תאגידי רישום כפול", "חברות רישום כפול" או "חברות זואליות").

32. כל תאגידי הרישום הכפול מדווחים בהתאם להוראות הגילוי של הדין הזר. המכנה המשותף לשלוש ההרחבות האחרונות מבין ארבע ההרחבות שצוינו לעיל הוא כי במקרים אלה עשויות לחול על תאגיד הרישום הכפול גם דרישות גילוי מקומיות, מכוח החלטת הרשות, בנוסף לדרישות הגילוי המקיפות החלות על התאגיד מכוח הדין הזר. לדוגמא, חברת רישום כפול המנפיקה אגרות חוב שתסחרנה בישראל בלבד, ואשר מגובות בבטוחות, נדרשת על-ידי הרשות לתת גילוי מלא אודות הבטוחות בהתאם לדין הישראלי. גילוי זה, במועד התשקיף וכל עוד אגרות החוב מוחזקות בידי הציבור, הוא תנאי בהיתר הרשות לפרסום התשקיף מכוח סעיף 35כט לחוק. התוצאה תהיה כי בנוסף לגילוי של חברת רישום כפול שניתן לפי הדין הזר, יהיו גם רכיבי גילוי מקומיים לפי הדין הישראלי. בדומה, ככל שתקנות הדיווח של חברות רישום כפול יחייבו בעתיד תוספת גילוי מקומית, תידרש חברת הרישום הכפול למסור אותה בנוסף לגילוי לפי הדין הזר.

33. **סיכומו של דבר:** הסדר הרישום הכפול עוצב ונחקק מתוך כוונה לאפשר לחברות שניירות הערך שלהן רשומים למסחר בבורסות זרות להירשם למסחר גם בישראל עם רמת "חिकוד" מינימלית עם הדין הישראלי, ותוך שמירה על הדין הזר כדין העיקרי החל על התאגיד. לאור האמור, בהיבט חובות הגילוי, נסוג הדין הישראלי באופן כמעט מלא מפני הדין הזר. תוספות גילוי מכוח הדין הישראלי ידרשו בעיקר כמעטפת לגילוי הניתן מכוח הדין הזר, או במצבים בהם לא מדובר רק ברישום למסחר של ניירות ערך של תאגיד ישראלי הרשומים למסחר בבורסה בחו"ל. עוד יובהר, כי האמור נוגע להיבטי גילוי ולא להיבטים אחרים, כגון איסור השימוש במידע פנים ותרמית במסחר בניירות ערך, בעניינם יחול הדין הישראלי במלואו, כאשר עבירות אלו נעשות בבורסה בתל אביב.

34. נכון לחודש דצמבר 2021 נסחרות בבורסה בתל אביב 53 חברות במסגרת הסדר הרישום הכפול. עליהן נמנות כמה מהחברות המובילות בבורסה ובמשק הישראלי. **חברות הרישום הכפול מהוות כיום קרוב ל-30% משווי השוק של כלל החברות הנסחרות בבורסה וחלקן דומה במחזורי המסחר בבורסה.** קרוב לשני שליש מחברות הרישום הכפול לא נסחרו בבורסה לפני הסדר הרישום הכפול, והצטרפו אליה במסגרתו. נתונים אלה מצביעים על חשיבותו העצומה של הסדר הרישום הכפול עבור הבורסה, שוק ההון וציבור המשקיעים בישראל. כפי שפורט לעיל, הסדר הרישום הכפול מבוסס על ההנחה כי חובות הגילוי שיחולו על החברות החוסות תחתיו יהיו בעיקרן חובות מכוח הדין הזר, ולא יושתו עליהן חובות נוספות מכוח הדין המקומי. הנחה זו עמדה גם בבסיס החלטתן של חברות להצטרף להסדר הרישום הכפול, ונסיגה ממנה עלולה בהסתברות גבוהה להוביל להחלטה לצאת ממנו, ובכך לגרום לאובדן של חלק ניכר מהחברות המובילות בשוק ההון הישראלי ולפגיעה במאמצים שננקטו, במשך שנים, לפיתוח שוק הון גלובאלי.

#### ד. אחריות אזרחית לדיווחיה של חברת רישום כפול

35. כאמור, הטענה בעניינה של סרגון היא כי מיד עם פרסום הדוחות הכספיים של החברה התברר כי המצגים בפרסומי סרגון עליהם התבססה ההנפקה היו מצגי שווא "הלוקים בהסתרה מכוונת או רשלנית ובבחינת פרטים מטעים שפרסמה המשיבה לכלל ציבור המשקיעים", וכתוצאה מכך נגרם נזק לבעלי המניות שלה בישראל. אין חולק כי בתקופה הרלבנטית חלו על סרגון כחברה דואלית הוראות הגילוי של הדין הזר וכי דיווחיה נעשו בהתאם לדין זה. המחלוקת היא בשאלה האם לצד הוראות גילוי אלה חלים כללי האחריות המקומיים של חוק ניירות ערך או שגם כללי האחריות נגזרים מהדין הזר.

36. **מהם כללי אחריות, להבדיל מכללי גילוי? כללי גילוי קובעים את תכני הגילוי והמועדים להגשתו. כללי אחריות אזרחית, לעומת זאת, נועדו להקנות למשקיעים עילת תביעה בגין הפרת הוראות הגילוי.** עילה זו ממומשת בדרך כלל בהליך של תובענה ייצוגית. כללי אחריות אזרחית עוסקים בנושאים כגון הגדרת הגורמים האחראים לגילוי, סטנדרט האחריות החל עליהם, מהן הנסיבות המקימות אחריות וזכות לפיצוי, גובה הפיצוי, הגנות מפני הטלת אחריות וכדומה.

37. חוק ניירות ערך קובע הוראות מיוחדות בנוגע לאחריות האזרחית לתשקיפים ולדיווח השוטף של תאגידים, הקבועות בסעיפים 31 עד 35, 38 ו-38 לחוק. בחוק ניירות ערך ובדינים אחרים ישנן הוראות נוספות הנוגעות לאחריות אזרחית. לדוגמה, סעיפים 52א עד 52ד לחוק ניירות ערך קובעים הסדרי אחריות נוספים בגין הפרת הוראות החוק. השאלה העקרונית שנדונה בעניינה של סרגון היא האם חלות עליה הוראות האחריות האזרחית של חוק ניירות ערך בנוגע לגילוי שמסרה לפי הדין הזר, או שמא חלות עליה הוראות אחריות אזרחית לפי הדין הזר. נבחן עתה את לשונו ותכליתו של הסדר הרישום הכפול בנוגע לשאלה זו.

#### **ד.1 לשון החוק**

38. עמדת היועץ המשפטי לממשלה היא כי לשון החוק עצמה אינה נותנת תשובה ברורה לשאלה שעל הפרק.

39. בדוח ועדת ברודט הובאה התייחסות מצומצמת בלבד לנושא האחריות האזרחית של חברות רישום כפול. בדוח הוצע כי "האחריות הפלילית והאזרחית שתחול בכל הנוגע למסמך הרישום תהא זו החלה על פי הדין בארץ על דוח שוטף המוגש לרשות על ידי חברות שניירות הערך שלהן נסחרים בבורסה בתל-אביב בלבד. אין הועדה רואה לנכון לשנות מרמת האחריות במסגרתה נכתב והוגש הדוח השנתי על ידי החברה מלכתחילה. כך תחול אחריות שווה על כל הדוחות התקופתיים אשר תגיש חברה שברישום כפול במסגרת דיווחיה גם לאחר הרישום למסחר." (דו"ח הוועדה, בעמוד 22). ובעניין האחריות האזרחית לדיווח השוטף לא נכללה המלצה מפורשת וההתייחסות היתה לגילוי בלבד: "הועדה מציעה כי יתקבלו בארץ דיווחי החברות הנסחרות בחו"ל במתכונת בה הם מוגשים בארה"ב ובשפה האנגלית." (שם, בעמ' 27).

40. בהסדר המקורי בעניין הרישום הכפול שנחקק בשנת 2000 נכלל סעיף 35כח לחוק ניירות ערך שבוטל לאחר מכן בשנת 2004 (להלן: "סעיף 35כח"). בסעיף זה נקבע, בין היתר, כי "תאגיד שניירות הערך שלו נרשמו למסחר על פי

מסמך רישום, או שהוא מדווח על פי פרק זה, אחראי כלפי מחזיק בניירות הערך לנזק שנגרם לו כתוצאה מכך שהתאגיד הפר הוראות מהוראות פרק זה או תקנות לפיו, ויחולו הוראות סעיפים 52 ו-52יד, בשינויים המחויבים".

41. בדברי ההסבר לסעיף זה נכתב כי "מוצע להקל ולא לקבוע לעניין מסמך רישום את אותה האחריות הקיימת לפי תשקיף. הסיבה לכך היא שמדובר בניירות ערך שכבר נסחרים בבורסות בחו"ל, אשר הכללים החלים ביחס אליהם מבטיחים די הצורך את עניינו של ציבור המשקיעים בישראל. כן מוצע כי האחריות הן למסמך הרישום והן לדיווחים השוטפים של תאגיד חו"ל תהא מקבילה לאחריות החלה על הדיווח השוטף של תאגידים לפי הדין הישראלי (סעיפים 52 ו-52יד לחוק)" (הצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 21) (רישום כפול), התש"ס-2000, ה"ח 2887, בעמוד 443 (להלן: "הצעת החוק לכינון הסדר הרישום הכפול")).

42. סעיף 35 ודברי ההסבר האמורים תומכים לכאורה בטענה כי הסדר הרישום הכפול ביקש בזמנו להחיל גם את כללי האחריות הישראלים על תביעות אזרחיות בגין הפרת חובות דיווח. האחריות האזרחית שחלה על הדיווח השוטף היתה קבועה באותה העת בסעיף 52 לא לחוק ניירות ערך אשר קבע (ועודנו קובע) את האחריות האזרחית הכללית להפרת הוראות חוק ניירות ערך.

43. ואולם, גם סעיף זה הותיר אפשרויות פרשניות שונות. לפי פרשנות אפשרית אחת, שהוצגה על-ידי פרופ' עמיר ליכט, יש לנקוט ב"גישה מעורבת", המשלבת בין תחולת הדין הזר לתחולת הדין הישראלי, כך שתמהיל השילוב בין שני הדינים יקבע בדרך של פרשנות בפסיקת בתי המשפט (עמיר ליכט "רישום כפול של ניירות ערך" משפטים לב 561, 604–610 (התשס"ב) (להלן: "ליכט")). לפי פרשנות אפשרית שניה, שהוצגה על-ידי קלינהנדלר וחנוך, החוק יצר מנגנון בו חובות הדיווח ותוכן הדיווח הינם אמריקניים, אך האחריות בגין אי קיומן של החובות האמורות הינה ישראלית (יצחק גיין) קלינהנדלר ועופר חנוך "ארבע שנים לחוק הרישום הכפול - רשמים מנקודת מבט מעשית" תאגידים א/3, 28, 29 (2004)). לפי פרשנות אפשרית שלישית, שהוצגה על-ידי ימין ווסרמן<sup>7</sup> בספרם, יש להבחין בין הפרת הוראות שאינן קשורות בדין הזר אלא חלות על חברת הרישום הכפול מכוח הדין הישראלי, כגון אי פרסום מסמך הרישום במועד שנקבע לכך, ובין הפרת הוראות גילוי של הדין הזר, אשר אומצו לצורך הגילוי בישראל, כגון הכללת פרט מטעה בדוח שהוגש במסגרת מסמך הרישום או בדיווחי חברת הרישום הכפול. במקרה הראשון צריך ויכול לחול רק הדין הישראלי. במקרה השני צריך לחול הדין הזר. (מוטי ימין ואמיר ווסרמן תאגידים וניירות ערך 374 (2006) (להלן: "ימין ווסרמן")). פרשנות זו הוצעה לאחר שבוטל סעיף 35כה, אולם היא היתה אפשרית גם שעה שהיה בתוקף.

44. בשנת 2004 נחקק תיקון 23 לחוק ניירות ערך שהתבסס על מסקנות ועדת ברנע, אשר בחנה את דרישות הגילוי החלות על חברות בתשקיף ובדיווח השוטף. אחת ממטרותיו של תיקון זה היתה להשוות ככל האפשר את כללי האחריות האזרחית לגילוי בתשקיף לכללי האחריות האזרחית לגילוי בדיווח השוטף של חברות (וזאת, ללא קשר

<sup>7</sup> יצוין כי אמיר ווסרמן מכהן כיום כיועץ המשפטי של הרשות.

לאחריות האזרחית החלה על תאגידי הרישום הכפול). במסגרת התיקון נוספו מספר סעיפים שאינם נוגעים לענייננו וכן נוסף סעיף 38 לחוק ניירות ערך שכותרתו "אחריות לנזק בשל פרט מטעה בדוח, בהודעה או במסמך", והוא מחיל על דיווחי חברות את כללי האחריות האזרחית החלים על תשקיף, "לפי העניין ובשינויים המחויבים".

45. במסגרת תיקון 23 בוטל גם סעיף 35 לחוק. היה זה סעיף האחריות האזרחית היחיד בהסדר הרישום הכפול, ועם ביטולו נותר ההסדר ללא התייחסות מפורשת לסוגיה. הסדר הרישום הכפול כולל עדיין את סעיף 35 לחוק, אולם פועלו של סעיף זה הינו במישור הדיוני ועניינו עיכוב הליכים בתובענה שהוגשה באותה עילה בישראל ובחו"ל.

46. בד בבד המשיך לחול על חברות הרישום הכפול סעיף 35 לחוק הקובע את חובות הדיווח שלהן. סעיף זה קובע כי "על תאגיד חוץ כאמור בסעיף קטן (א), לא יחולו הוראות פרק ו' ותקנות לפי סעיף 56(ד)(2) ו-(3), למעט סעיפים 36, 38 ו-38א שיחולו בשינויים המחויבים." על פי לשונו המפורשת של סעיף זה לא חלה על חברת רישום כפול הוראת סעיף 38 לחוק, שעניינה אחריות אזרחית לדיווח, שכן סעיף זה כלול בפרק ו' לחוק שתחולתו הוחרגה והוא אינו נמנה על הסעיפים בפרק ו' שנקבע כי יחולו חרף ההחרגה.

47. בהחלטה בעניין טאואר בבית המשפט המחוזי הסיק כבוד השופט כבוב מלשונו של סעיף זה, לצד פרשנות תכליתית של הסדר הרישום הכפול, כי יחולו כללי האחריות של הדין הזר:

"סעיף 35 לא(ב) לחוק ניירות ערך קובע כאמור הנחיה מפורשת באשר לאי-תחולת הדין הישראלי בעניין האחריות. לדידי, עולה מכך במשתמע, כי הוראות הדין הזר הן שתחולנה לעניין כללי האחריות (להרחבה ראו: פרשנות החקיקה, בעמ' 109-112). כלומר, מהוראת סעיף 35 לא(ב) לחוק הקובעת כי כללי האחריות בחוק ניירות ערך לעניין דיווח שוטף לא יחולו על הדיווח השוטף של חברות דואליות – ניתן להסיק כי כללי הדין הזר הם אלו שיחולו. זאת, מכיוון שכאמור, דין מסוים בהכרח חל בעניין האחריות להפרת חובות הדיווח השוטף של חברות דואליות. מסקנה זו מגשימה את תכלית הסדר הרישום הכפול, ועל כך להלן." (ת"צ (כלכלית ת"א) 44775-02-16 כהן נ' טאואר סמיקונדקטור בע"מ, פסקה 61 (נבו 7.11.2017)).

48. כבוד השופטת רונן הגיעה בפרשת מנקיינד, שעסקה באותה הסוגיה, למסקנה דומה לזו של כבוד השופט כבוב, לפיה סעיף 38 אינו חל על חברות רישום כפול, אולם הוסיפה כי עשוי להיות מקור אחריות אחר שאינו כלול בפרק ו', כגון סעיף 52 לחוק. על כן, אי תחולתו של סעיף 38 לחוק אינה סוף פסוק בשאלת האחריות האזרחית לדיווחיה של חברת רישום כפול. (ראו ת"צ 28811-02-16 (כלכלית ת"א) דמתי נ' מנקיינד קורפוריישן, פסקאות 39-36 (נבו 12.10.2017) (להלן: "עניין דמתי").

לנוכח ההיסטוריה החקיקתית ולשון החוק כיום, על פניו לשון החוק עצמה אינה נותנת תשובה ברורה לשאלה שעל הפרק. הנוסח המקורי של החוק הפנה לכללי האחריות הישראלים, אך ניתן היה ליצוק להפניה זו משמעויות שונות. הנוסח הנוכחי של החוק שולל במפורש את תחולת סעיף 38 לחוק, אך בהעדר אמירה מפורשת כי יחול הדין הזר בסוגיית האחריות האזרחית ניתן ליצוק משמעויות שונות גם לשלילה זו ביחס לתחולתן של הוראות האחריות הכלליות של חוק ניירות ערך שאינן ממוקמות בפרק ו' לחוק. עם זאת, וכפי שיתואר בהרחבה בהמשך, לעמדת היועץ המשפטי לממשלה, הגישה הפרשנית הראויה בקשר עם דיווחיה של חברת רישום כפול היא כי כללי האחריות

סוגיה זו.

**2.4. התכלית החקיקתית**

49. פרופ' אהרון ברק עמד על כלליה של שיטת הפרשנות התכליתית, המקובלת כיום בפרשנות חקיקה, אשר לה שלושה מרכיבים: לשון הנורמה, מטרתה ובמקרים הקשים – שיקול דעת שיפוטי (אהרון ברק, **פרשנות במשפט** כרך שני – פרשנות החקיקה 80 (1993)).

50. כלל יסוד לעניין פרשנות חקיקה הוא שיש לפרש את לשון החקיקה לפי תכליתה. מבין המשמעויות הלשוניות השונות שהטקסט החקיקתי סובל, יש לבחור את זו המגשימה את התכלית המונחת ביסוד החוק. תכלית החקיקה מורכבת מהתכלית הסובייקטיבית ומהתכלית האובייקטיבית: התכלית הסובייקטיבית היא המטרות, הערכים והמדיניות אשר ביקש להגשים המחוקק, אותם ניתן ללמוד מדבר החקיקה עצמו, ההיסטוריה החקיקתית, והרקע החברתי והמשפטי לחקיקה. התכלית האובייקטיבית היא המטרות, הערכים והעקרונות שנועד דבר החקיקה להגשים בחברה דמוקרטית מודרנית (שם, בעמוד 201). אם מספר משמעויות מגשימות את תכלית החוק, יש לבחור באותה משמעות אשר מגשימה באופן המלא ביותר את תכליתה של החקיקה. זהו "עקרון העל" של הפרשנות (שם, בעמוד 85).

51. על שיטת הפרשנות התכליתית, המורכבת מהכללים המפורטים לעיל, נכתב רבות בפסיקת בית המשפט הנכבד. כך למשל כדבריו של כבוד השופט פוגלמן בבג"ץ 3943/13 אלמגור נ' שר הביטחון (נבו 11.2.2016):

**"נזכיר בקצרה מושכלות יסוד בפרשנות החקיקה, היפים גם לפרשנותה של חקיקת משנה כבענייננו. השלב הראשון במסע הפרשני הוא בחינת מרכיב הלשון. בשלב זה עלינו לחלץ את המשמעויות שיש להן עיגון לשוני במילות החוק ולהותיר בידנו רק אותן משמעויות שהלשון יכולה לסבול... אם לאחר סינון זה נותרת יותר ממשמעות אפשרית אחת, על בית המשפט לבחור את הפרשנות המגשימה את תכלית החקיקה..., המורכבת הן מהתכלית הסובייקטיבית, כפי שזו נלמדת מההיסטוריה החקיקתית ומ'כוונת המחוקק' ביחס למטרה המוצהרת שביקש להשיג באמצעות דבר החקיקה; הן מהתכלית האובייקטיבית, המורכבת מ'המטרות, הערכים והעקרונות שנועד להגשים דבר חקיקה בחברה דמוקרטית ומודרנית'..."**

52. לעמדת היועץ המשפטי לממשלה, בבסיסו של הסדר הרישום הכפול מונחת תכלית ברורה ומוצהרת – למשוך לרישום בבורסה בתל אביב חברות (בעיקר ישראליות) הרשומות בבורסות אחרות, אותן בחן המחוקק ומצא כי הדינים החלים על החברות הרשומות בהן מגנים באופן נאות גם על ציבור המשקיעים בישראל. על מנת להשיג תכלית זו ביקש המחוקק להקל על אותן חברות כך שדרישות הסדר הרישום הכפול לא ירתיעו אותן מרישום בבורסה בישראל. ההנחה בבסיס הסדר הרישום הכפול הייתה כי הוא יצליח למשוך חברות לבורסה בתל אביב רק אם העלויות והחשיפות הנוספות שיוטלו על החברות, אגב הרישום למסחר של ניירות הערך שלהן בישראל, יהיו נמוכות מהיתרונות שרישום כזה יקנה להן.

53. תכלית זו באה לידי ביטוי בדברי ההסבר להצעת החוק לכינון הסדר הרישום הכפול:

"תהליכי הגלובליזציה המשפיעים על שוקי ההון בעולם, לא פסחו גם על החברות בארץ. חברות, בעיקר בתחומי הטכנולוגיה, מרביתן מתחום ההיי-טק, פנו במספר גדל והולך לגייס הון בחו"ל... הצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 21) (רישום כפול) התש"ס-2000, המתפרסמת בזה נועדה לעודד חברות ישראליות שנרשמו למסחר בחו"ל (בשלב ראשון – בארה"ב), לרשום את ניירות הערך שלהן למסחר גם בבורסה בישראל. ההצעה מאפשרת מתכונות מיוחדות לרישום למסחר בבורסה ולדיווח של חברות שנרשמו למסחר בבורסה בחו"ל שנמצא כי דיני ניירות הערך החלים על חברות הנסחרות בהן מספקים הגנה ראויה למשקיעים... הרישום ייעשה על פי מסמך רישום השונה מתשקיף, הן מבחינת תוכנו והן לענין האחריות לגביו. דרך זו גם תחסוך לחברה עלויות ישירות ועקיפות הכרוכות בהכנת מסמכים ודיווחים לפי שתי מערכות דינים שונות." (הצעת החוק לכינון הסדר הרישום הכפול, בעמוד 440).

54. התכלית האמורה באה לידי ביטוי גם בדבריה של יושבת ראש הרשות דאז, עורכת הדין מירי כץ, שנאמרו בוועדת המשנה לנושא שוק ההון מיום 4.7.2000, לפיהם הסדר הרישום הכפול "הוא ייחודי בקטע הזה שהוא לראשונה מאמץ לישראל הסתמכות על שיטת משפט זרה כדי להקל על חברות בעיקר ישראליות - בהמשך יתכן שגם אחרות תרצנה לבוא הנה - שנרשמו למסחר בבורסות הגדולות בארצות-הברית כאשר הרעיון הוא להקל על החברות מצד אחד ולהקטין כמעט לאפס את העלות שיש להן לבוא ולהירשם במקביל גם בבורסה בישראל. מצד שני הוא מעניק הגנה למשקיעים בישראל בכך שמצד אחד החברות מסתמכות על אותם מסמכים שהם פרסמו בארצות-הברית ומצד שני המשקיעים - אם מאיזושהי סיבה תתגלה תקלה הן במסחר והן במסמכים שפרסמה החברה - תעמוד למשקיעים היכולת לתבוע את החברה בישראל, אמנם לפי הדין הזר, אבל בבית-משפט בישראל" [ההדגשות הוספו – ל.ו.].

55. גם מלומדים עמדו על הצורך לפרש את הסדר הרישום הכפול באופן זהיר ומחושב, שמתיישב עם תכליתו למשוך לבורסה בתל אביב חברות נוספות. הם הדגישו את הצורך לתת תשומת לב מיוחדת להשלכות הפרשנות על האטרקטיביות של הסדר הרישום הכפול, ועל נכונותם של המנפיקים הזרים "להשתתף במשחק" ולהירשם למסחר גם בבורסה בתל אביב. כך למשל, פרופ' עמיר ליכט ציין כי "איוון האינטרסים שמבטא הסדר הרישום הכפול מחייב גם את בתי המשפט בבואם להחיל את הוראותיו. בפרט יידרשו בתי המשפט לקיים את רוח החוק ולפסוק באופן שלא יכביד את הנטל על המנפיקים ולא ירחיב את החובות המוטלות עליהם מתוך כוונה להיטיב לכאורה עם ציבור המשקיעים. את הוויתור שעשה המחוקק בגזרה זו יש לכבד..." (ליכט, בעמוד 569) [הדגשות לא במקור – ל.ו.].

56. ההכרה בייחודיותו של הסדר הרישום הכפול, ובפרט קבלת הוראות הגילוי של הדין הזר חלף הוראות הגילוי של הדין הישראלי, מלווה את יישומו של ההסדר בשנים שחלפו מאז חוקק. כך לדוגמא, הרשות פרסמה בשנת 2013 עמדה משפטית בשאלה אם קיים פער בהיקף חובות הגילוי החלות על חברות ישראליות הרשומות ברישום כפול בהשוואה לחובות הגילוי החלות על חברות ישראליות הנסחרות בבורסה הזרה בלבד. בעמדה זו הודגשה עמדת המחוקק "ביחס לחשיבות הכלכלית הרבה והצורך שיש לשוק ההון ולציבור המשקיעים בישראל בהסדר הרישום הכפול". עוד הודגש בעמדה זו כי "הנחת היסוד של הסדר הרישום הכפול, אשר עוגנה גם בחקיקה הראשית, היא

כי חובות הגילוי שיחולו על חברות הרישום הכפול יהיו בעיקרן חובות הגילוי מכוח הדין הזר, ולא יושמו עליהן חובות נוספות מכוח הדין המקומי. הנחה זו עמדה גם בבסיס החלטתן של חברות להצטרף להסדר הרישום הכפול, ויש להמשיך ולקיימה"; וכי "לא צריך להתקיים הבדל בין חובות הדיווח החלות על חברות ישראליות אשר פרק ה'3' חל עליהן ובין חובות הדיווח החלות על חברות ישראליות הנסחרות בבורסות הזרות בלבד". הטעם להשוואת דרישות הגילוי כפי שהוסבר באותה עמדה הוא כי "הסדר הרישום הכפול נועד לעודד חברות הנסחרות בבורסות הזרות לבוא ולהירשם למסחר גם בבורסה לניירות ערך בת"א מבלי שיידרשו לגילוי נוסף רק בשל פעולה זו". (רשות ניירות ערך עמדה משפטית מספר 11-199: חובות הגילוי של חברות רישום כפול (2013))<sup>8</sup> [הדגשות לא במקור – ל.ו.].

57. בהתאם, לעמדת היועץ המשפטי לממשלה יש לפרש את ההסדר החקיקתי באופן שהולם את כוונת המחוקק להקל עם החברות ששוקלות לרשום את ניירות הערך שלהן למסחר גם בתל אביב ולהחיל את כללי האחריות לפי הדין הזר החל על הבורסה הנוגעת לעניין, וזאת לפי התפיסה שהובילה לחקיקת הסדר הרישום הכפול, על ההגנות הכלולות בו למשקיעים בניירות ערך.

58. כאמור לעיל, הוספת בורסה לתוספת השלישית ולמסגרת הסדר הרישום הכפול נעשית באישור שר האוצר, על פי הצעת הרשות או בהתייעצות עמה, ובאישור ועדת הכספים של הכנסת. הוספתן של בורסות נעשית רק ככל שנמצא כי כלליהן והדין החל על תאגידים שנסחרים בהן, מבטיחים די הצורך את עניינו של ציבור המשקיעים בישראל. במסגרת זאת, נבחנים הרבדים השונים של הרגולציה ובכלל זאת היבטי גילוי ודיווח, כללי ממשל תאגידי, עסקאות בעלי עניין, כללי הנפקה, היבטי אכיפה, בקורות מסחר, מנדט הפיקוח, מערכת היחסים בין הרשויות השונות ועוד. ההחלטה בעניינן של הבורסות מתבצעת לאחר הערכת מכלול הפרמטרים והכרעה כי איכות הגילוי, איכות הפיקוח ומשמעת השוק במדינות הרלוונטיות מהווה הגנה מספקת לציבור המשקיעים בישראל.

59. אכן, הקמתה של רשות ניירות ערך נעשתה לצורך "שמירת עניינו של ציבור המשקיעים בניירות ערך" (סעיף 2 לחוק ניירות ערך), אך בכל הנוגע לפרשנות הסדר הרישום הכפול מטרה זו מצטרפת למטרה חשובה נוספת שהינה לגרום לחברות לבצע רישום כפול, באופן שיעודד את הבורסה המקומית ויגדיל את אפיקי ההשקעה העומדים לפני ציבור המשקיעים. התפיסה היא שבנוגע לחברות אלו עניינו של ציבור המשקיעים נשמר בעיקר על ידי כללי הדין הזר, הפיקוח הזר ומשמעת השוק בבורסה הזרה, וכי החיוב למלא אחר שתי מערכות דינים שונות יהיה בעייתי במידה כזו שרוב החברות יבקשו להימנע מרישום כפול.

60. אלו תכליותיו הכלליות של הסדר הרישום הכפול. ומה הן תכליותיו הספציפיות של ההסדר בהקשר של כללי האחריות האזרחית לדיווחיהן של חברות רישום כפול? לעמדת היועץ המשפטי לממשלה, תכלית אחת היא כי תחול אחריות לדיווחים, אך לפי כללי האחריות של הדין הזר, כך שמחד יוכלו משקיעים ישראלים לתבוע (בבית משפט בישראל) בגין נזקים שנגרמו להם כתוצאה מדיווחים מטעים, גם אם בהתאם לכללי אחריות זרים. ומאידך

<sup>8</sup> [http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile\\_7865.pdf](http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7865.pdf)

לא יחולו במקביל כללי אחריות של שתי שיטות משפט שונות, כך שלא יוטל נטל כפול על החברות, לא יושטו עליהן דרישות שונות ולא ייקבעו כללים סותרים (וידוגש – בנקודה זו אין חשיבות לשאלה האם הדין הזר "מקל" או "מחמיר" עם החברות). תכלית שנייה היא כי כללי האחריות לא יפגעו בתפישת הגילוי של הסדר הרישום הכפול, המבוססת כאמור על הוראות הגילוי של הדין הזר, כפי שיפורט להלן. תכלית שלישית היא כי תהיה לחברות ולמשקיעים ודאות משפטית בנוגע לכללי האחריות החלים בגין הדיווחים. שילוב תכליות אלו מוביל למסקנה כי יש להחיל את כללי האחריות האזרחית של הדין הזר ולא של הדין הישראלי.

61. המשיב טוען כי הדין החל על התובענה הייצוגית הוא הדין הישראלי.

62. לעמדת היועץ המשפטי לממשלה, גישתו של המשיב סותרת באופן חזיתי את תכליותיו של הסדר הרישום הכפול וקבלתה עלולה לגרום נזק של ממש. היועץ המשפטי לממשלה יסביר במה הדברים אמורים:

א. ראשית, גישת המשיב תוביל לכך שיחולו במקביל שתי מערכות דינים שונות לעניין כללי האחריות

החלים על דיווחי חברת רישום כפול. כתוצאה מכך, אותו דיווח יהיה כפוף למערכות דינים שונות. לדוגמא, חברת רישום כפול שפרסמה דיווח מיידי בהתאם לדין הזר תהיה חשופה לתביעה אזרחית של המשקיעים בבורסה בחו"ל לפי כללי האחריות האזרחית של הדין הזר, וחשופה לתביעה אזרחית של המשקיעים בבורסה בתל-אביב לפי כללי האחריות של הדין בישראל. זאת לגבי אותו אירוע ודיווח ממש.

ב. שנית, כללי האחריות אינם כללים טכניים, אלא כללים מהותיים העוסקים בשורה של עניינים

משמעותיים. כפי שצוין לעיל, כללי האחריות עוסקים בנושאים כגון הגדרת הגורמים האחראים לגילוי, סטנדרט האחריות החל עליהם, הנסיבות המקימות אחריות וזכות לפיצוי, גובה הפיצוי, הגנות מפני הטלת אחריות וכדומה. בכל אחד מעניינים אלה עשויות להיות קביעות שונות בכל אחת ממערכות הדינים. לשם המחשה, שלושת הרכיבים הבסיסיים הנדרשים להקמת אחריות אזרחית לפי סעיפים 31 עד 35, 38 ו-38ג לחוק ניירות ערך הינם פרט מטעה בתשקיף או בדיווח, נזק וקשר סיבתי. כל אחד מרכיבים אלה – כמו גם רכיבים נוספים בהסדר האחריות האזרחית – הינו עולם ומלואו. לדוגמא: ייתכן שוני בין המבחנים לקביעת קיומו של קשר סיבתי לפי חוק ניירות ערך למבחנים לפי הדין הזר; ייתכן שוני בין כללי ההוכחה של נזק וקביעת שיעורו לפי הדינים השונים; מעגל האחראים לדיווח יכול להיות שונה בין הדין הישראלי לדין הזר וכן ייתכן שוני בטיב ההגנות ובתנאיהן;

ג. שלישית, קשה מאוד לנתק בין כללי הגילוי ובין כללי האחריות, והם ניזונים זה מזה. חברה המבקשת

לעמוד בדרישות הדין חייבת להתייחס לכללי הגילוי ולכללי האחריות כאחד. לדוגמא, בארצות הברית קיימים כללי אחריות מיוחדים ביחס לפרסום הידוע בכינוי Press Release המקדים את הדיווח הכספי המלא, ונודעת לו חשיבות רבה עבור ציבור המשקיעים. קביעת כללי אחריות שונים לפי הדין הישראלי, על פרסום כאמור של חברה דואלית, עלולה ליצור סתירות ואי ודאות באשר לדין החל על החברה; או לדוגמא, הסטנדרטים שנקבעו בפסיקה הישראלית לגבי חובותיהם של נושאי משרה בחברה בנושא דיווחיה עשויים



להיות שונים מסטנדרטים שנקבעו בדין הזר לעניין זה. אין משמעות הדבר כי אחד הדינים טוב מן האחר או מחמיר מן האחר, אלא שעצם קיומם של הבדלים רבים ביניהם, ותחולתם של שני הדינים במקביל, היא שיוצרת מציאות משפטית קשה ביותר עבור החברות הנדרשות לקיימם.

ד. **רביעית, כללי האחריות מכתבים התנהלות של חברה בנוגע לדיווחיה.** בראש ובראשונה הם עשויים להכתיב את עיתוי ותוכן דיווחי החברה. לדוגמא, חברה המבקשת לפרסם תחזית לגבי התפתחות מהותית שהיא צופה בעסקיה, כבעניינו, תשקול פרסום גילוי בנדון בהתאם לכללי הגילוי וכללי האחריות החלים עליה. בישראל חלה הגנה בגין פרסום מידע צופה פני עתיד בכפוף לתנאים הקבועים בחוק (סעיף 32א לחוק החל בשינויים המחויבים גם לגבי הדיווח השוטף), ולכן החברה תפעל על פיו בהקשר זה. חברה הפועלת לפי דין זר תפעל בהקשר זה בהתאם לכללי הגילוי וכללי האחריות החלים מכוחו. הבדל בכללי האחריות יוביל אם כן להחלטות שונות, הן לגבי עצם הדיווח הן לגבי תכנון. בנוסף לכך, כללי האחריות עשויים להכתיב את הבדיקות שיבצעו החברה ורואי החשבון שלה כדי להחליט על תכני הדיווח. לדוגמא, אם כללי האחריות לפי דין מסוים מכתבים סטנדרט גבוה של בדיקת נאותות לפני דיווח, אזי החברה ורואי החשבון שלה יידרשו לקיים סטנדרט זה. לבסוף, כללי האחריות עשויים להכתיב את אופן התנהלות החברה בהיבטים נוספים הקשורים לדיווח. למשל, האם החברה רשאית לקיים כנסי משקיעים ומה ניתן למסור במסגרתם, האם החברה רשאית לפרסם מידע שלא באמצעות דיווח וכדומה.

63. מכאן שכללי האחריות אינם באים לידי ביטוי רק כאשר מוגשת תביעה נגד החברה, אלא מכתבים את אופן התנהלותה השוטף של החברה.

64. מן האמור לעיל עולה, כי קבלת גישת המשיב תחיל על חברות הרישום הכפול שני משטרי אחריות שונים, תפר את העיקרון עליו מבוסס הסדר הרישום הכפול, תטיל נטל בלתי סביר על חברות הרישום הכפול בהתנהלותן השוטפת, ותיצור תמריץ שלא להשתתף בהסדר זה.

65. לעמדת היועץ המשפטי לממשלה, הגישה הפרשנית הראויה בקשר עם דיווחיה של חברת רישום כפול היא כי **כללי האחריות עוקבים אחרי כללי הגילוי:**

בתביעות אזרחיות בגין הפרת חובת גילוי של חברת רישום כפול לפי הדין הזר, צריכים לחול הן כללי הגילוי הזרים והן כללי האחריות הזרים, זאת ללא תלות בשאלת החוק הספציפי שעליו נסמכת עילת התביעה. כזו היא התובענה שבנדון, שעניינה הגילוי שנמסר על ידי סרגון לפי הדין הזר עובר לביצוע ההנפקה.

לעומת זאת, בתביעות אזרחיות בגין הפרת חובת גילוי של חברת רישום כפול לפי הדין הישראלי, צריכים לחול כללי האחריות לפי חוק ניירות ערך. כפי שפורט לעיל, ישנם מספר מצבים בהם חלות על חברות רישום כפול גם תוספות גילוי לפי הדין הישראלי, ובמקרים אלה צריכים לחול כללי האחריות הישראליים.

**לשם המחשה:** רוב חברות הרישום הכפול הן חברות ישראליות שרשמו למסחר את מניותיהן בבורסה בתל אביב בנוסף לרישומן בבורסה בחו"ל. בהתאם להסדר הרישום הכפול, חברות אלו מדווחות אך ורק לפי הדין הזר, ולכן

בנוגע לדיווחיהן יחולו כללי האחריות של הדין הזר. רק במקרה החריג בו נטען כי החברה הפרה הוראה מקומית של הסדר הרישום הכפול (כגון אי הגשת דיווח בישראל שהוגש על-ידה בחו"ל) יחולו כללי אחריות לפי הדין בישראל.

מיעוט מחברות הרישום הכפול חב בתוספות גילוי מקומיות. לדוגמא, חברת רישום כפול שהנפיקה אגרות חוב בישראל, בהתאם לפטור שקיבלה לפי סעיף 35כט לחוק, נדרשת למסור גילוי מלא לפי הדין הזר, בתוספת תיאור של אגרות החוב והבטוחות שלהן לפי הדין הישראלי. תוספת גילוי זו נדרשת כתנאי לקבלת הפטור לשם ההנפקה. במקרה בו נטען כי החברה הפרה את חובות הגילוי שלה לפי הדין הזר (למשל, כללה פרטים מטעים בדוחות הכספיים שלה) יחולו כללי האחריות של הדין הזר. במקרה בו נטען כי החברה הפרה את חובות הגילוי שלה לפי הדין הישראלי (למשל, כללה פרטים מטעים בתיאור אגרות חוב או הבטוחות שלהן) יחולו כללי האחריות לפי הדין בישראל.

#### 66. גישה פרשנית זו מקיימת את תכליותיו הכלליות של הסדר הרישום הכפול. בנוסף לכך, היא משיגה את תכליותיו

הספציפיות של הסדר זה בקשר עם כללי האחריות האזרחית לדיווחיהן של חברות רישום כפול. ראשית, בהתאם לגישה זו תחול אחריות לכל דיווחיה של חברת הרישום הכפול, לרבות במקרים החריגים בהם דיווחים אלה כוללים תוספות גילוי ישראליות. שנית, לא יחולו על חברת הרישום הכפול במקביל כללי אחריות של שתי שיטות משפט שונות. במצב דברים רגיל יחולו כללי האחריות של הדין הזר, ובמקרים החריגים יחולו כללי האחריות של הדין הישראלי. אולם, בכל מקרה לא יוטל נטל כפול או סותר על החברות, שכן לא יחולו כללי אחריות משני הדינים על אותו עניין. שלישית, כללי אחריות כאמור אינם פוגעים בתפישת הגילוי של הסדר הרישום הכפול, שכן לגילוי מכוח הדין הזר (שהנו הרוב המוחלט של מקרי הגילוי של חברות מכוח הסדר הרישום הכפול) נלווית אחריות מכוח הדין הזר. רביעית, לחברות ולמשקיעים תהיה ודאות משפטית בנוגע לכללי האחריות החלים בגין הדיווחים.

#### 67. גישה פרשנית זו, אשר הוצעה גם על-ידי ימין ווסרמן בספרם (ימין ווסרמן, בעמוד 374), מונעת תחולת יתר של כללי

אחריות או תחולת חסר של כללי אחריות (תוצאה שהיתה עלולה להתקבל מקום בו חברת רישום כפול הפרה הוראה מקומית, להבדיל מהוראת גילוי של הדין הזר). היא תואמת את הרוח והתכלית של הסדר הרישום הכפול המתבטאים, כאמור, בהנגשת הבורסה בתל אביב באמצעות הקטנת ה"חיכוך" בין הדין הישראלי לדין הזר, וזאת מתוך הנחה שהדין הזר עליו נסמך המחוקק במסגרת הסדר הרישום הכפול מגן על המשקיע הישראלי בצורה מספקת. עמדת היועץ המשפטי לממשלה לפיה יש להחיל את כללי האחריות הזרים בגין הפרת חובות הגילוי לפי הדין הזר תואמת את תפיסת היסוד הזו. בהתאם לתפיסה זו, הדין הישראלי סומך ידו על הדין החל על חברות שנסחרות בבורסות מסוימות בעולם בשלל היבטים. הדין הישראלי סומך ידו על כללי הגילוי שחלים על אותן חברות ועל משטר הפיקוח שחל בנוגע לאותן חברות, ולכן אין כל סיבה שהדין הישראלי לא ינהג כך גם ביחס לכללי האחריות שחלים בנוגע אליהן. יתכן שכללים אלה אינם מושלמים. יתכן גם שבחלקם הם מספקים הגנה מצומצמת מזו המעוגנת בדיני האחריות בישראל. אולם במהות הסדר הרישום הכפול עמדה תפיסה כי הדינים החלים על חברות בבורסות מסוימות – כמכלול שלם – מספקים הגנה נאותה למשקיעים ולכן ניתן להסתמך עליהם גם

68. אכן, עמדת היועץ המשפטי לממשלה עשויה להקשות במקצת על תביעות נגד חברות דואליות בישראל. ניהול הליך משפטי בישראל שבמסגרתו יהיה צורך להוכיח הפרה לפי כללי האחריות הזרים אינו פשוט, וככל הנראה גם יהיה כרוך בעלויות נוספות. אולם, יש לזכור כי בהליך כזה ממילא יהיה צורך להביא מומחה לדין הזר (על המורכבות והעלויות הכרוכות בכך) על מנת להוכיח את כללי הגילוי הזרים, ולכן ספק אם העלות הנוספת הכרוכה בהוכחת כללי האחריות הזרים היא כה גבוהה עד שיש בה להרתיע מהגשת תביעה. בנוסף, קיימים מקרים בהם עמדת היועץ המשפטי לממשלה לפיה הסדר האחריות שחל הוא ההסדר לפי הדין הזר, עשויה דווקא להקל על המשקיעים בישראל. כך למשל במקרה בו תביעה בגין כשל בדיווח של חברה דואלית, שהוגשה על ידי משקיעים בבורסה הזרה התקבלה, ונפסקו במסגרתה פיצויים למשקיעים. במקרה כזה ייתכן שלא יהיה על המשקיעים בישראל לקיים הליך משפטי מלא ונפרד על מנת להיות זכאים לפיצויים.

## ה. הפסיקה

69. **הסוגיה נדונה שלוש פעמים על-ידי בתי המשפט המחוזיים. מסקנתם בכל המקרים היתה כי על גילוי שוטף של חברות רישום כפול לפי הדין הזר חלים כללי האחריות לפי הדין הזר. ראו:**

החלטת כב' הנשיאה בדימוס השופטת גרסטל בבקשה לאישור ניהול תובענה כייצוגית נגד חברת וריפון במסגרת ת"צ (מחוזי מר') 3912-01-08 **שטרן נ' Verifone Holdings, Inc.** ("עניין וריפון הראשון"), מיום 11.9.2008, והחלטתה לדחות בקשה לעיון חוזר ולעיכוב הליכים מיום 25.8.2011 ;  
החלטת כבוד השופטת רונן **בעניין דמתי** מיום 12.10.2017 ;  
והחלטות כבוד השופט כבוב בעניין ת"צ (כלכלית ת"א) 44775-02-16 **כהן נ' טאואר סמי קונדקטור בע"מ** מיום 7.11.2017 ומיום 20.2.2018.

70. **בעניין וריפון הראשון** הוגשה תביעה בישראל, במקביל לתביעות שהוגשו בארצות הברית, נגד חברה זרה בגין טעות בדוחותיה הכספיים, אשר לטענת התובעים גרמה למניית החברה להיסחר במחיר גבוה ממחירה האמיתי. בעניין זה ניתנו על ידי כבוד השופטת גרסטל שתי החלטות שעוסקות בסוגיה שבנדון. האחת, החלטה שניתנה לפני החלטת בית המשפט העליון האמריקני, לפיה הדין החל על תובענה ייצוגית נגד חברות דואליות יהיה הדין האמריקני, וזאת הן בנוגע לכללי הגילוי והן בנוגע לכללי האחריות.<sup>9</sup> כב' הנשיאה בדימוס השופטת גרסטל ביססה את מהלך הפרשנות שלה על ראייה כוללת של תיקון הרישום הכפול, שמחייבת להשקפתה, את המסקנה כי כוונת המחוקק היתה לקבוע כי תובענות ייצוגיות כאלו תתבררנה, ככל הניתן, במקום שיפוט אחד (מקום השיפוט הזר) ולפי דין אחד (הדין הזר). בהחלטה זו נקבע כי הסדר הרישום הכפול נועד, בין היתר, "לרכז את כל ההליכים המשפטיים במקום אחד תחת דין אחד, הוא הדין האמריקאי" (עמוד 11 להחלטה זו). השנייה, החלטה שדחתה את הבקשה לעיון חוזר ולעיכוב

<sup>9</sup> ת"צ (מחוזי מר') 3912-01-08 **Verifone Holdings, Inc נ' שטרן** (נבו) 11.09.2008.

ההליכים (בקשה שהוגשה בעקבות החלטת בית המשפט העליון האמריקני) וחזרה על הקביעה "שהדין החל הוא הדין האמריקאי" (עמוד 8 להחלטה זו).<sup>10</sup> במסגרת החלטה זו, כבוד השופט גרסטל גם קבעה כי לדעתה "לפי המסגרת הנורמטיבית הקבועה בפרק ה'3 לחוק, חל הדין הזר על חברות הנסחרות במסגרת הרישום הכפול לא רק מהבחינה הטכנית, באשר לחובת הדיווח, אלא גם מהבחינה המהותית, שעניינה אחריות החברות כלפי ציבור משקיעיהן..." (עמוד 10 להחלטה זו).

71. בעניין דמתי נדונה בקשה לאישור ניהול תובענה כייצוגית שעניינה בטענה להפרת חובת הדיווח של החברה ושל נושאי משרה ובעלי תפקיד בה. כבוד השופטת רות רונן בחנה גם כן את שאלת תחולת כללי האחריות של הדין הזר על חברות הרישום הכפול וקבעה "כ... כי פרשנות תכליתית של הסדר הרישום הכפול מביאה למסקנה לפיה יש להעדיף כלל ברירת דין לפיו הדין הזר יחלוש על אחריותן של חברות דואליות ומי שפועל מטעמן ביחס להפרת חובת הדיווח. כלל כזה יאזן בצורה המיטבית בין המטרות השונות העומדות בבסיס ההסדר" (סעיף 75 להחלטה).<sup>11</sup>

72. בעניין טאואר נדונה בקשה לסילוק על הסף של בקשה לאישור ניהול תובענה כייצוגית נגד חברה ישראלית שדיווחה לפי פרק ה'3 לחוק ניירות ערך, אשר עניינה בטענות להטעיה בדיווחי החברה. כבוד השופט כבוב קבע בעניין זה כי הדין הקל ביחס לכללי האחריות האזרחיים על חברות רישום כפול המדווחות לפי הדין הזר הוא הדין הזר גם כן.<sup>12</sup> בנוסף, ציין כבוד השופט כבוב כי לעמדתו "הסתמכות על כללי הדין הזר לעניין האחריות להפרת חובת הדיווח השוטף המוטלות על החברה מגשימה את שתי תכליות הסדר הרישום הכפול, זו לצד זו, באופן נכון ומספק - הפחתת הנטל הרגולטורי והחשיפות האפשריות, באופן המעודד רישום למסחר בבורסה בישראל, לצד הבטחת הגנה מספקת על המשקיעים הישראלים..." (סעיף 68 להחלטה).

בפסקי הדין האמורים נערכה בחינה מקיפה של לשון הסעיפים הרלבנטיים והתכלית העומדת בבסיסו של הסדר הרישום הכפול. מטבע הדברים, יש הבדלים מסוימים בין פסקי הדין, אך היועץ המשפטי לממשלה סבור כי עמדת בתי המשפט המחוזיים היא העמדה הנכונה שיש לאמץ משום שהיא הולמת את תכלית הסדר הרישום הכפול ויוצרת איזון ראוי בין הגנת המשקיעים בישראל וביסוס תשתית חוקית שתאפשר לחברות לפעול תחת הסדר הרישום הכפול.

73. החלטות אלו יפות גם לנסיבותיו של המקרה דכאן והנמקותיו של בית המשפט הנכבד בהחלטה אינן מצדיקות לעמדת היועץ המשפטי לממשלה סטייה מהן. כפי שהוסבר לעיל, תכליתו של הסדר הרישום הכפול לעידוד החברות הנסחרות בחו"ל להירשם למסחר בארץ אינה "מסתיימת" בשלב הרישום למסחר, אלא נועדה להבטיח כי יהיה מדובר ברישום ארוך טווח. בנוסף, בבסיסה של ההחלטה להחיל על חברות ברישום כפול את הדין הזר מצויה ההנחה כי לא ניתן להתנהל במקביל תחת שתי מערכות דינים, ובוודאי שחברות לא יסכימו לעשות כן. בנקודה זו,

<sup>10</sup> ת"צ (מחוזי מ"ר) 3912-01-08 שטרן נ' Verifone Holding, Inc (נבו) (25.08.2011).

<sup>11</sup> ת"צ (כלכלית ת"א) 28811-02-16 דמתי נ' מנקיינד קורפוריישן (נבו) (12.10.2017).

<sup>12</sup> ת"צ (כלכלית ת"א) 44775-02-16 כהן נ' טאואר סמיקונדקטור בע"מ (נבו) (07.11.2017).

אין רלבנטיות אפוא לשאלה האם בהתייחס לעבירה כזו או אחרת מדובר בדיון מקל או מחמיר. הנפקות היא בכך שהכפיפות צריכה להיות למערכת אחת של דינים.

74. אשר להנמקה לפיה ניהול הליך משפטי בישראל בין מתדיינים ישראלים לפי דיני האחריות של הדין הזר תייקר את עלות המשפט לנוכח הצורך לצרף חוות דעת מומחה לדין הזר – הרי שכאמור ממילא היום נדרשים התובעים לצרף חוות דעת כאמור ביחס לכללי הגילוי. ספק אם החובה לצרף חוות דעת מומחה לדין הזר גם לעניין כללי האחריות תעלה כדי הכבדה משמעותית ונוספת, וממילא ודאי לא כזו שתצדיק פגיעה בתכליותיו של הסדר הרישום הכפול. החלופה היא, בסבירות גבוהה, לסחור בניירות הערך של החברות האלו בבורסה זרה, תחת הכללים של אותה בורסה ושל אותו תחום שיפוט. שהרי נקודת המוצא היא שבהיעדר הסדר הרישום הכפול, החברות הרשומות במסגרתו כיום לא היו נסחרות בבורסה בישראל.

75. **בעניין דמתי וכן בעניין טאואר** הוגשו בקשת רשות ערעור וערעור לבית המשפט העליון בהתאמה והדיון בהם אוחד. בהחלטת בית המשפט העליון מיום 16.10.2018, אשר ניתנה בעניינם של הליכים אלה, לאחר דיון ארוך בו נשמעו טענות הצדדים בבית המשפט וכן עמדת רשות ניירות ערך שהוצגה על-ידי פרקליטות המדינה, **קיבל בית המשפט העליון את עמדת בתי המשפט המחוזיים לגבי תחולת הדין הזר וקבע כי "צדקו בתי המשפט המחוזיים בפסקי הדין נושא בקשת הרשות לערער והערעור שבכותרת בפסיקתם לגבי תחולת הדין הזר", וכן הוסיף "מבלי לטעת מסמרות, כי יש מקום לשקול תיקון חקיקתי שיבהיר את מצב הדברים בסוגיה באופן מפורש".**<sup>13</sup>

76. לפיכך, **המסקנה המתבקשת היא כי החלטת בית המשפט הנכבד בהליך שבכותרת סוטה מהחלטות שניתנו בבתי המשפט המחוזיים ביחס לסוגיה שבענייננו, וכן עומדת בסתירה לאמירות בית המשפט העליון בסוגיה זו.**

### **1. תיקון חקיקה**

77. כאמור, במסגרת פסק הדין של בית המשפט העליון מיום 16.10.2018 בעניין דמתי ובעניין טאואר,<sup>14</sup> הכריע בית המשפט העליון כי צדקו בתי המשפט המחוזיים בהחלט כללי האחריות של הדין הזר על חברות ברישום כפול. בית המשפט הוסיף כי יש מקום לשקול תיקון חקיקתי שיבהיר באופן מפורש את מצב הדברים בסוגיה שבענייננו – קרי, כללי האחריות האזרחיים החלים על גילוי שניתן על ידי חברות רישום כפול בהתאם לדין הזר (פסקה 5 לפסק הדין).

78. משכך, ובהתאם להמלצת בית המשפט העליון, החלה הרשות לקדם תיקון חקיקה מבהיר שיעגן בחוק את העמדה כפי שהתקבלה בבתי המשפט עד כה, לפיה כללי האחריות החלים על גילוי הנמסר על ידי חברות רישום כפול עוקבים אחר כללי הגילוי. כלומר, בתביעות אזרחיות בגין הפרת חובת גילוי של חברת רישום כפול, כאשר הגילוי ניתן על פי הוראות הדין הזר, האחריות תהיה בהתאם לדין הזר. לעומת זאת, בתביעות אזרחיות בגין הפרת חובת גילוי ספציפית שחלה על חברת רישום כפול לפי הדין הישראלי, יחולו כללי האחריות של חוק ניירות ערך הישראלי.

79. בתיקון המוצע יובהר הדין החל בקשר עם תביעות של משקיעים בבתי משפט בישראל כלפי חברות רישום כפול.

<sup>13</sup> רע"א 8737/17 דמתי נ' Mannkind Corporation, ע"א 2889/18 כהן נ' טאואר סמיקונדקטור בע"מ (נבו) 16.10.2018.

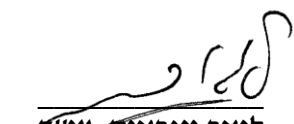
<sup>14</sup> שם.

הוא יתיר את זכות התביעה בעינה, אך בד בבד ימנע מצב בו כללי האחריות יפגעו בתפישת היסוד של הסדר הרישום הכפול, המבוסס על גילוי בהתאם להוראות הדין הזר. כאמור, התאמת כללי האחריות לכללי הגילוי מיועדת למנוע מצב בו יחולו במקביל כללי אחריות של שתי שיטות משפט שונות באופן שיטיל על חברות הרישום הכפול נטל כפול או כללים סותרים.

80. הצעת תיקון החקיקה פורסמה להערות הציבור בתחילת חודש פברואר 2021 ואושרה על ידי מליאת הרשות בחודש מאי 2021 לשם המשך קידום החקיקה, כלומר עוד לפני שהתקבלה החלטת בית המשפט בהליך שבכותרת. כפי שהוסבר לעיל וכן בהצעת תיקון החקיקה, מדובר בתיקון מבהיר בלבד, שאין בו כדי לשנות את מסקנת בתי המשפט בדבר אי תחולת דיני האחריות בישראל, אלא לעגנה בבירור. לשם השלמת המהלך יידרשו פרסום תזכיר חוק ממשלתי על-ידי שר האוצר, אישור ועדת שרים לענייני חקיקה, והבאת התיקון לאישור הכנסת.

## ז. סוף דבר

81. סוגיית כללי האחריות החלים על גילוי של חברות רישום כפול בהתאם לדין הזר נדונה בהרחבה על-ידי בתי המשפט המחוזיים ונקבע על-ידם כי יהיו אלה כללי האחריות של הדין הזר. יתרה מכך, פסיקת בתי המשפט המחוזיים אומצה על ידי בית המשפט העליון, באופן התואם את עמדת הרשות כפי שהוגשה לו וכן את עמדת היועץ המשפטי לממשלה כאמור לעיל. בעמדה הנוכחית מבקש היועץ המשפטי לממשלה להדגיש שוב את תכליתו של הסדר הרישום הכפול וחשיבותו, את הקושי הרב בעמדת המשיב וההשלכות הקשות שעשויות להיות לקבלת עמדתו, וכן את הפרשנות הראויה בנוגע לכללי האחריות לדיווח השוטף של חברות רישום כפול. היועץ המשפטי לממשלה הציג פרשנות התואמת את עמדת המאסדר הרלוונטי – הרשות, הנותנת לגישתו מענה ראוי ועקבי הן בקשר עם המקרים שנדונו עד כה בפסיקה, בהם דובר בטענות להפרת חובות גילוי לפי הדין הזר, והן בקשר עם מקרים חריגים יותר שעשויים להתעורר בעתיד, שעניינם בטענות להפרת חובות גילוי לפי הדין הישראלי.

  
ליאב וינבאום, עו"ד  
משנה לפרקליטת מחוז תל  
אביב (אזרחי)