

הסדר הרישום הכפול ושאלת הדין החל (לאחר ההחלטות בעניין Verifone, ת"צ 3912-01-08)

מאת

דנה ליבנה זמר, עו"ד • אורי וולובלסקי, עו"ד*

א. מבוא

למעלה מעשור חלף מאז שאומץ הסדר הרישום הכפול ועוגן בחקיקה הישראלית במסגרת חוק ניירות ערך,¹ באופן המאפשר, בין היתר, לחברות ישראליות או לחברות זרות, שניירות הערך שלהן נרשמו תחילה למסחר בבורסות מסויימות בחו"ל (בעיקר בארה"ב),² לרשום את ניירות הערך שלהן למסחר גם בבורסה בישראל, תוך מתן הקלות לחברות כאמור באשר למסמכי הרישום בישראל ובאשר לחובות הדיווח והגילוי הנדרשות בבורסה בישראל. על פי ההסדר, תאגיד המבקש לרשום ניירות ערך למסחר בתל אביב יעשה שימוש במסמכי הדיווח אשר הוכנו ופורסמו משכבר על פי הדין הזר בבורסה בחו"ל, כתחליף נאות למסמכי הגילוי הנדרשים על פי הדין בישראל, הן לעניין רישום ניירות הערך בבורסה בישראל והן לעניין חובות הדיווח השוטף של התאגיד.³

בבסיס הסדר הרישום הכפול ניצבו שתי הנחות יסוד אשר צידדו באימוצו. הנחת היסוד הראשונה עניינה היתרונות הטמונים בהסדר הרישום הכפול לחברות ישראליות בכלל ולשוק ההון הישראלי בפרט. אודות היתרונות הגלומים בהסדר

* עו"ד דנה ליבנה-זמר, שותפה, ועו"ד אורי וולובלסקי, ממשרד יורם ל. כהן, אשלגי, אשל ושות', עורכי דין.

1. חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, ס"ח 541 (להלן: "חוק ניירות ערך"). חוק ניירות ערך (תיקון מס' 21), התש"ס-2000, ס"ח 252 (להלן: "הסדר הרישום הכפול" או "ההסדר").

2. התוספת השנייה לחוק ניירות ערך מונה שורה של בורסות עליהן הוחל הסדר הרישום הכפול עם אישורו של ההסדר. תוספת זו כוללת את הבורסות הראשיות בארה"ב וזאת, על בסיס הנחת המוצא שהדין האמריקאי מעניק הגנה נאותה למשקיע הסביר על פי סטנדרטים גבוהים. התוספת השלישית כוללת את הבורסות עליהן החליט שר האוצר להחיל את הסדר הרישום הכפול מכוח סמכותו על פי סעיף 35 לחוק ניירות ערך, לאחר שהתייעץ עם הרשות לניירות ערך (או על פי הצעתה) ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, וזאת בכפוף לתנאים הקבועים בסעיף 35.

3. הרישום הראשוני לבורסה בתל-אביב מתבצע באמצעות "מסמך רישום". במסגרת ההקלות שניתנו על פי ההסדר לחברות הנסחרות בבורסות בארה"ב, נדרשות חברות כאמור לצרף למסמך הרישום את הדו"ח התקופתי האחרון שהוגש בארה"ב ועותק מהדיווחים שפורסמו מאז פרסום הדו"ח התקופתי, והכל ללא צורך בתרגום לעברית, וכן ככל שפורסם תשקיף במהלך השנה שקדמה לשנת הדו"ח התקופתי או במועד המאוחר למועד הדו"ח התקופתי - יצורף גם תשקיף זה למסמך הרישום. ראו הבורסה לניירות ערך, תמצית הכללים לרישום כפול, <http://www.tase.co.il/TASE/Listings/DualListing/Learn+More>.

נכתבו משכבר תילי תילים ועל כן, די אם נאזכר את רצונו של המחוקק, בין היתר, להבטיח את התפתחותו של שוק ההון הישראלי ואת רצונו לבלום את תופעת התאגדותם של יזמים ישראלים במסגרת חברות זרות.⁴ בבסיס הנחת היסוד השנייה עמדה התפיסה המחשבתית, כי הבורסות הזרות והדין הזר החל על חברה הנסחרת באחת מן הבורסות המנויות בתוספת השנייה והשלישית לחוק, עליהן יחול הסדר הרישום הכפול, מעניקות הגנה ראויה למשקיעים ישראלים ועל כן, אימוצו של ההסדר לא יחשוף את המשקיע הישראלי לסיכונים ללא יכולת לקבל סעד ראוי.⁵

תקפותה של הנחת היסוד השנייה, אשר נידונה לאחרונה בשתי החלטות שניתנו בעניין **שטרן נ' Verifone**,⁶ שם החליטה כבוד השופטת הילה גרסטל לעכב את ההליכים בישראל כנגד חברה אמריקאית עד להשלמת ההליכים שהתנהלו כנגד החברה בארה"ב, ולהחיל את הדין האמריקאי על החברה שנרשמה ברישום כפול, היא הנושא שיעמוד בבסיס מאמר זה, וזאת על רקע מספר פסקי דין חשובים שניתנו בשנה האחרונה בארה"ב וביניהם פסק הדין של בית המשפט העליון בעניין

4. עמיר ליכט "רישום כפול של ניירות ערך" משפטים 561, 562 (2002). המחבר מצביע על עתידו של שוק ההון הישראלי בכלל ועל הבטחת קיומה של בורסה בישראל בפרט, כמו גם על בלימת התופעה של התאגדות יזמים ישראלים במסגרת חברות זרות כשיקולים בהחלטה לאמץ את הסדר הרישום הכפול. ראו גם ניתוח ההיבטים השונים לרישום הכפול (דוגמת הטעמים המימוניים והעסקיים). שם, בעמ' 563-572. ראו גם מוטי ימין ואמיר וסרמן **דיני תאגידים** 360 (2006). המחברים מציינים, כי לרישום הכפול תהיה השפעה חיובית על ערך החברה, כפועל יוצא מחשיפת החברה למאגר לקוחות גדול יותר ונגישות רבה יותר למקורות הון במחיר אופטימלי וכן פריצת מחסום הבין-לאומיות באמצעות התמודדות עם הגורמים הזרים הפיננסיים הרלוונטיים במהלך הרישום למסחר ובעקבותיו. ראו גם פרק ב' **לדו"ח הוועדה לרישום כפול של ניירות ערך** (1998) (להלן: "**ועדת ברודט**"), אשר המלצותיה היוו את הבסיס לאימוצו של הסדר הרישום הכפול. ראו גם רונית הראל בן-זאב, "רישום כפול בבורסה בתל-אביב: שלב נוסף בגלובליזציה של שוק ההון הישראלי" (הבורסה לניירות ערך, יוני 2011), http://www.tase.co.il/NR/rdonlyres/3683C43C-811A-46C5-A991-7BE37BDCCA81/0/Presentation_DualListings_HEB.ppt (נבדק לאחרונה 6.11.2011), המציגת יתרונות נוספים להסדר הרישום הכפול וביניהם וכניסתן של קרנות השקעה למדדי ת"א-25, ת"א 100 ותל-תק; גיוס הון בת"א; אפקט המגרש הביתי - החברות ידועות ומוכרות בישראל; מסחר ברצף מ-09:45 עד 23:00 (שעון ישראל); ומימוש אופציות על ידי העובדים - בנוחות ובעלויות נמוכות.
5. הרציונל בדבר אפשרות הענקת הגנה נאותה למשקיע הישראלי בפורומים משפטיים המתנהלים במדינות אחרות בא לידי ביטוי גם בפסק הדין שניתן בה"פ (מחוזי ת"א) 408/00 **Tower Air Inc. נ' רשם החברות** (28.5.2000), אתר תאגידים: www.taagidim.co.il, בו בית המשפט התבקש להכיר בצו הקפאת הליכים שניתן במדינת דלאוור בארה"ב בעניינה של חברת Tower Air (חברה רשומה בארה"ב), שם התבצעה עיקר פעילותה ושם היו עיקר נכסיה. בית המשפט, שדחה את בקשת הפירוק שהוגשה בישראל, יישם את מבחן "מירב האינטרסים" וקבע, בנסיבות העניין, כי ניהול הליכים בינלאומיים מקיפים בארה"ב הוא האמצעי היחיד הטומן בחובו את הסיכוי להבראת החברה והחזר חובותיה. בית המשפט היתנה את החלטתו במינוי עורך דין שייצג את האינטרסים של התובעים הישראליים וביכולתם של בעלי המניות הישראליים לאכוף את פסק הדין שניתן בארה"ב בישראל. כפי שיודגם בחלק הרביעי למאמר זה, פסקי הדין שניתנו בשנה האחרונה בארה"ב מונעים, הלכה למעשה, מתובעים ישראליים את האפשרות להגיש תביעות פרטיות בארה"ב בגין נזק כלכלי הנובע מהפרת חובות הדיווח בהן מחויבות חברות ציבוריות (או להצטרף לתביעה של משקיעים אמריקאיים) ומשכך, האפשרות כי תובעים ישראליים יבקשו לאכוף פסקי דין בישראל, בנושאים הקשורים להפרת חובות הדיווח, שניתנו לטובתם בארה"ב, איננה מעשית. על כן, לא ניתן להשליך מהחלטה שניתנה בעניין **Tower Air** לסוגיית הרישום הכפול.
6. ת"צ (מחוזי פ"ת) 08-01-3912 **Verifone Holdings, Inc. נ' שטרן**, אתר תאגידים: www.taagidim.co.il; ת"צ (מחוזי מרכז) 08-01-3912 **שטרן נ' Verifone Holdings, Inc.** (להלן: "**ההחלטה הראשונה**"); ת"צ (מחוזי מרכז) 08-01-3912 **שטרן נ' Verifone Holdings, Inc.** (להלן: "**ההחלטה השנייה**"). www.taagidim.co.il (25.8.11).

Morrison⁷ ופסק הדין שניתן בעקבותיו בעניין **Perrigo**⁸ אשר לדעתנו, יש בהם כדי לערער על תקפותה של הנחת יסוד זו.

בחלק הראשון נסקור בקצרה את מהות הסדר הרישום הכפול, היקפו והתנאים לתחולתו. החלק השני יוקדש לסקירת ההחלטות שניתנו בעניין **שטרן** ופסקי הדין שניתנו בעניין **Morrison** ו-**Vivendi**⁹ המוזכרים בו, וזאת לצורך הבנת הבסיס המשפטי עליו התבססה כבוד השופטת הילה גרסטל עת שהחליטה, כאמור, להחיל את הדין האמריקאי על החברה האמריקאית שנרשמה ברישום כפול. הדיון בחלק הראשון ובחלק השני יהווה את הבסיס העיוני לניתוח בחלק השלישי, אשר יבחן את טיבה והיקפה של ההגנה הניתנת כיום למשקיע הישראלי הרוכש ניירות ערך של חברה עליה חל הסדר הרישום הכפול ואשר יציע פתרון חלופי לזה שאומץ בהחלטות בעניין **שטרן**.

השלכותיו של פסק הדין שניתן בעניין **Morrison** בכלל ואימוצו הקפדני של מבחן ה-transaction test על ידי בתי המשפט בערכאות הנמוכות בארה"ב,¹⁰ עדיין נלמדים הן על ידי רשות ניירות ערך האמריקאית (Securities and Exchange Commission) להלן: "SEC") ובתי-המחוקקים בארה"ב ולמעשה, על ידי גופים רגולטורים בכל העולם.

עם זאת, ברור כבר עתה, כי המציאות המשפטית שהייתה קיימת ערב מתן פסק הדין בעניין **Morrison** השתנתה באופן מהותי מקצה אחד למשנהו, והרצון לכבד את סמכותו של בית המשפט הזר על בסיס אחווה בינלאומית, נגוזה. המציאות המשתנה לנגד עינינו במערכת הדינים בארה"ב מחייבת מחשבה מחודשת הן בקרב הכנסת, האמונה על אימוצו של הסדר הרישום הכפול, ובמידה לא פחותה על ידי בתי המשפט אשר בכוחם לפרש את הוראות הסדר הרישום, כך שתתאפשר החלת הוראותיו המהותיות של חוק ניירות ערך¹¹ על חברות דואליות. אין בדברים אלה בכדי להצביע על הצורך באימוץ קו מחשבה נוקשה המצדד בהגבלת יכולתן של חברות אמריקאיות הנסחרות בבורסות אמריקאיות להירשם למסחר בתל-אביב (תחת הסדר הרישום הכפול) אלא, הצפת בעיה קונקרטית מהותית המחייבת את התייחסותם של הגורמים השונים.

המאמר מציע להחיל, בדומה לנהוג במדינות אחרות בעולם, את הוראותיו המהותיות של חוק ניירות ערך, על דיווחים של חברות דואליות. לדעתנו, אימוץ מערכת הדינים המהותית של חוק ניירות ערך ימנע ואקום משפטי, יעודד אחידות ויציבות שיפוטית, יבטיח הגנה סבירה למשקיע הישראלי, תוך הימנעות מהטלת אחריות רחבה מזו אותה חברות דואליות נדרשות לצפות עת שהן רושמות את ניירות הערך שלהן למסחר בבורסה בתל-אביב.

⁷ *Morrison v. Nat'l Australia Bank*, 130 S.Ct 2869 (2010).

⁸ *Clal Fin. Batucha Inv. Mgmt., Ltd. v. Perrigo Co.*, No 09 Civ. 2255 (TPG) (S.D.N.Y. Sep. 28, 2011).

⁹ *Vivendi Universal, S.A. Sec. Litig.*, 765 F. Supp. 2d 512 (S.D.N.Y. Fed. 17, 2011).

¹⁰ ראו דיון בפסק דין **Morrison** ובאימוצו של מבחן ה-transaction test בחלקב' להלן.

¹¹ הוראות הסדר הרישום הכפול מעוגנות בפרק ה-3 לחוק ניירות ערך.

אנו מקווים, כי יהיה בדברים המוצגים במאמר זה כדי לחזק את השיח המשפטי בעניין הצורך להתאים את הוראותיו של הסדר הרישום הכפול, בצורה מידתית ונכונה, להשלכותיו של פסק דין Morrison ואימוץ ה-transaction test על ידי בתי המשפט בערכאות השונות בארה"ב.

ב. הסדר הרישום הכפול - הגנה חקיקתית למשקיע הישראלי הבודד

כאמור, הסדר הרישום הכפול עוגן במסגרת פרק ה'3 לחוק ניירות ערך. ההסדר, כפי שאוזכר בפרק המבוא, מאפשר לחברות ישראליות ולתאגידי חוץ הנסחרים בבורסות מסויימות מחוץ לישראל, לרשום את ניירות הערך שלהן למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב, בהתבסס על הדיווחים שמסרה החברה לבורסה בחו"ל, וזאת תוך מתן הגנה ראויה למשקיעים.¹²

אין בסקירה בחלק זה בכדי להציג ניתוח מקיף של הסדר הרישום הכפול ואנו נתמקד בסקירת ההוראות הרלוונטיות בפרק ה'3 שמטרתן להעניק הגנה למשקיע הישראלי הרוכש מניות של חברה דואלית.

עיון בהוראות פרק ה'3 לחוק ניירות ערך מלמד על קיומם של שלושה סוגים של מנגנונים אשר מטרתם להעניק הגנה למשקיע הרוכש ניירות ערך של חברה הרשומה ברישום כפול.

המנגנון הראשון (הבסיסי) הוא הגבלת תחולתו של הסדר הרישום הכפול, כפי שתואר בחלק המבוא, רק לחברות שנסחרות בבורסות הרשומות בתוספת השנייה והשלישית לחוק ניירות ערך,¹³ כאשר על חברות דואליות יחולו אותן חובות הדיווח (הן מבחינת המהות והן מבחינת ההיקף) בהן מחויבת החברה הזרה בבורסה מחוץ לישראל.¹⁴ מעניין לציין, כי הוראה נוספת, המחילה באופן מפורש את הוראות חוק ניירות ערך לעניין אחריות אזרחית ופלילית על חברות דואליות, נמחקה במסגרת תיקון מס' 23 לחוק ניירות ערך.¹⁵ עם זאת, הוראות חוק ניירות ערך לעניין הגבלת השימוש במידע פנים ועבירת התרמית ממשיכות לחול גם לאחר התיקון.¹⁶

12. חוק ניירות ערך מגדיר בסעיף 1 "תאגיד חוץ": "תאגיד שהואגד בישראל וניירות ערך שלו רשומים למסחר בבורסה בחו"ל". התקנות חלות על חברות שהתאגדו מחוץ לישראל מכוח סעיף 35(ב) הקובע, כי "ההוראות לפי פרק זה החלות על תאגיד חוץ שניירות הערך שלו רשומים למסחר בבורסה בחו"ל המנויה בתוספת השלישית, יחולו בשינויים המחויבים, על תאגיד שהואגד מחוץ לישראל, שניירות הערך שלו רשומים למסחר בבורסה מחוץ לישראל או עתידים להירשם בבורסה כאמור". בד"עבד, על פי נתוני הבורסה, מתוך 47 חברות דואליות הרשומות למסחר בבורסה בת"א, 8 חברות הן חברות שהתאגדו תחילה מחוץ לישראל (בעיקר בארה"ב) ומאוחר יותר נרשמו - על בסיס הרישום הכפול - למסחר גם בישראל.

13. סעיפים 35 ו-35א לחוק ניירות ערך.

14. סעיף 35א(א) קובע, כי תאגיד זר מחויב למסור לרשות לניירות ערך ידיעות ומסמכים הכלולים במסמך הרישום או הנדרשים לפי הדין הזר. סעיף 35ב(ב) קובע כי הרשות לניירות ערך רשאית לחייב תאגיד זר, בכפוף לתנאים הקבועים בסעיף, לפרסם דיווח מיידי המתקן מסמך רשום.

15. חוק ניירות ערך (תיקון מס' 23), התשס"ד-2004, ס"ח 1946 (להלן: "תיקון 23 לחוק ניירות ערך").

16. הוראות פרק ח'1 וסעיף 54 לחוק ניירות ערך.

המנגנון השני עוסק בהגנה הקיימת למשקיע הישראלי ברכישת ניירות ערך של חברה דואלית ועניינו החלת כללי ממשל תאגידי על חברות ישראליות דואליות. חשיבותו של מנגנון זה רבה, וזאת לאור תיקוני חקיקה שנעשו בשנים האחרונות בעקבות המלצותיה של ועדת גושן.¹⁷ כך לדוגמה, בניסיון ליצור איזון ראוי בין כוחם של בעלי השליטה לזה של בעלי מניות המיעוט בחברה ציבורית, נקבע, כי עסקה בין החברה לבין בעל שליטה או עסקה עם צד ג', שלבעל השליטה יש בה עניין אישי, תאושר בהתקיים אחד מהתנאים המפורטים להלן: (א) אישור **רוב** בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי בעסקה (במקום שלישי עובר לתיקון);¹⁸ או (ב) סך קולות המתנגדים מקרב בעלי מניות שאינם בעלי עניין אישי בעסקה לא עלה על שיעור של 2% (במקום 1% עובר לתיקון)¹⁹ דוגמה נוספת הינה חיזוק מעמדה של ועדת הביקורת על ידי קביעה, כי רוב חברי הוועדה יהיו בלתי תלויים וכן כי יו"ר הוועדה יהיה דירקטור חיצוני.²⁰

המנגנון השלישי נועד להוזיל את עלויות ההתדיינות למשקיע הישראלי אשר יכול לתבוע חברות דואליות בגין פגם בדיווחיהן לבורסה ולרשות ניירות ערך, בבית משפט ישראלי או לחילופין להגיש תלונה לרשות לניירות ערך בישראל. כפי שהוסבר לעיל, הדין שיחול על החברות הדואליות במקרים אלה, להבדיל משאלת מקום ההתדיינות, יהיה, ככלל, הדין של המדינה בה החברה התאגדה לראשונה, למעט במקרים המצומצמים המוזכרים לעיל, שבהם יחול הדין הישראלי.

ג. ההחלטות בעניין שטרן - החלה באופן בלעדי של הדין הזר על חברה דואלית

בהחלטה הראשונה בעניין **שטרן**, נידונה בקשתו של המבקש - בעל מניות ישראלי - לאשר תובענה כייצוגית כנגד חברה אמריקאית בגין פגמים שנפלו בדוחות הכספיים של החברה אשר הובילו, לטענתו, לעיוות שער המניה. במועד הגשת הבקשה לאישור תובענה כייצוגית נסחרו מניותיה של החברה האמריקאית Verifone Holdings Inc. הן בבורסה בניו-יורק והן בבורסה בתל-אביב. החברה האמריקאית הגישה בקשה לדחיית התובענה על הסף או לחילופין לעיכוב ביצוע ההליכים המשפטיים כנגדה עד לבירור התביעות שהוגשו בארה"ב על-ידי משקיעים אמריקאיים, וזאת על בסיס שורה של טיעונים וביניהם הטענה, כי התובענה בישראל מבוססת על תשתית עובדתית הוזהר לזו של התובענות בארה"ב, וכי קיים דמיון בין העילות והסעדים בשתי התובענות. לגישתה של החברה האמריקאית, גישה שאומצה על ידי בית המשפט, הדין האמריקאי הוא הדין החל על בירורה של התביעה, שכן מירב הזיקות

17. דו"ח הוועדה: לבחינת קוד ממשל תאגידי (Corporate Governance) בישראל (רשות לניירות ערך, 12 בדצמבר 2006). בנוסף, כלל הדו"ח המלצות נוספות ובכלל זה הקמתו של בית משפט כלכלי מומחה. גם המלצה זו התקבלה עת שחוק בתי המשפט [נוסח משולב], התשמ"ד-1984, ס"ח 1123 תוקן והוקמה מחלקה כלכלית כחלק מבית המשפט המחוזי בתל אביב.

18. סעיף 275(א)(3) לחוק החברות, התשנ"ט-1999, ס"ח התשנ"ט 1711 (להלן: "**חוק החברות**").

19. סעיף 275(א)(3)(ב) לחוק החברות.

20. חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011, ס"ח 2281.

העובדתיות, הכלכליות והמשפטיות של החברה האמריקאית הן לארה"ב.²¹ לגישתה של החברה האמריקאית, הסדר "הרישום הכפול", מכוחו נרשמו ניירות הערך של החברה למסחר בבורסה בתל-אביב, מעניק לחברה פטור מחובת הדיווח לפי הדין הישראלי (וממילא לא חלים עליה חובות הדיווח הקבועים בחוק ניירות ערך) ומחייב את החברה בדיווחים לפי הדין הזר בלבד.

מאידך טען שטרן, כי להבדיל מהתובענות שהוגשו בארה"ב, המבוססות על עילות התרמית והרשלנות, התובענה בישראל מבוססת על אחריות סטוטורית בגין פרט מטעה בדיווח השוטף, ואין בה כל יסוד של תרמית.²² בנוסף, לגישתו של שטרן, מירב הזיקות קושרות את הסכסוך לישראל.²³ לשיטתו של שטרן, הסדר "הרישום הכפול" מעניק הקלות טכניות לחברות זרות המבקשות להירשם בבורסה בתל-אביב, עת שהוא מאפשר לאותן חברות להגיש את אותם הדוחות שפרסמו בבורסה מחוץ לישראל. עם זאת, לגישתו של שטרן, המחוקק הישראלי לא התכוון להותיר את אחריות תאגיד חוץ, בכל הנוגע לדיווחיו, לדין הזר בלבד.²⁴

21. בית המשפט מציון, בין היתר, את העובדה שהמבקשת מאוגדת בארה"ב, שם גם מרכז פעילותה, שם יושבים מטה החברה והרוב המכריע של חברי הנהלת החברה. בנוסף, רוב מניותיה של החברה נסחרות בבורסה של ניו-יורק ועל כן, שם גם נקבע שווי מניותיה (העומד במוקד התובענה). ראו פסקה 4 להחלטה הראשונה.

22. כך גם לא מתקיימת זהות בין הצדדים בהליך בארה"ב ובישראל, שכן שטרן איננו מתיימר לייצג את בעלי המניות של החברה האמריקאית, שרכשו את המניות בבורסה בניו-יורק, ואילו התובעים בארה"ב לא מבקשים לייצג את בעלי המניות של החברה האמריקאית שרכשו את המניות בישראל (פסקה 3 להחלטה הראשונה).

23. כך לדוגמה, רכישת המניות בגינן מוגשת התביעה בוצעה על ידו בישראל, המצגים השגויים אודות תוצאות פעילות החברה האמריקאית ניתנו בישראל (במסגרת פרסום הדוחות בבורסה בישראל), הדוחות הכספיים של החברה פורסמו בישראל, הנזק הנטען אירע בבורסה בישראל והמשיב הוא אזרח ישראלי.

24. פסקה 3 להחלטה הראשונה. יש לסייג את קביעתו של בית המשפט בעניין שטרן בדבר תחולתו הגורפת של הדין הזר לעניין הדיווחים המוטלים על חברות ברישום כפול. חברה ישראלית הנרשמת למסחר בארה"ב עשויה ליהנות ממעמד של Foreign Private Issuer (מעמד הנקבע לפי מבחנים מהותיים הקשורים, בין השאר, למקום ניהול העסקים של החברה, למקום המושב של הדירקטורים והמנהלים וכיוצא בזאת, בהתאם לסעיף 4-3b ל-48 Stat. 895 (codified as-1934, ch. 404, Securities Exchange Act, 1934, amended at 15 U.S.C. 78n(a) (West 2010)) (amended by PL 111-203, 124 Stat. 1376 (July 21, 2010) (להלן: "Securities Exchange Act"). ראו יצחק גיין קלינהנדר ועופר חנוך "ארבע שנים לחוק הרישום הכפול - רשמים מנקודת מבט מעשית" תאגידים א/3, 28, 36 (2004). מעניין לציין, כי דיווח מיידי של מנפיק פרטי זר בארה"ב המתבצע באמצעות הגשת טופס K-6 (להלן: "הטופס"). הוראות הטופס קובעות, ביחס למידע אותו יש לכלול בדו"ח, כי מנפיק פרטי זר נדרש לדווח בהתאם לדין המקומי החל עליו במקום בו התאגד או במקום מושבו:

"subject to General Instruction D herein, an issuer furnishing a report on this form shall furnish whatever information, not required to be furnished on Form 40-F [...], such issuer (i) makes or is required to make public pursuant to the law of the jurisdiction of its domicile or in which it is incorporated or organize [...] The Information required to be furnished pursuant to (i) [...] is that which is material with respect to the issuer and its subsidiaries concerning: changes in business; changes in management or control; acquisitions or dispositions of assets; bankruptcy or receivership;"

ראו סעיף B, פסקה ראשונה (הכוללת דוגמאות נוספות למידע אותו יש למסור). דוגמה זו מהווה הוכחה לכך, שאף הדין הזר, במקרים של חברות דואליות, מפנה לעיתים חזרה, אף בשאלות של מהות הדיווח ותוכנו, לדין החל במקום ההתאגדות של המנפיק הפרטי הזר (במקרה דן, הדין הישראלי).

בית המשפט המחוזי (מרכז) קיבל את עמדתה של החברה האמריקאית ומצא, כי הסדר הרישום הכפול יוצר מסלול מיוחד לרישום ולגילוי מסמכים כאשר חברות אשר עליהן חל ההסדר חייבות לפרסם דיווחים לפי הדין החל על הבורסה בחו"ל שם הן נסחרות, והן פטורות מהגשת מסמכים נוספים על פי הדין הישראלי. בית המשפט קבע, כי כוונתו של המחוקק הישראלי הייתה לאמץ במסגרת הסדר הרישום הכפול את דרישות הדין הזר הן בהיבט הטכני, הקובע את אופן הגשת הדיווחים, והן בהיבט המהותי, העוסק באחריות של תאגיד זואלי.²⁵ בהיבט הטכני, קובעות תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים של תאגיד חוץ),²⁶ כי הדיווחים בהם מחויבות חברות זרות²⁷ יהיו בהתאם לדיווחים אותם חייב התאגיד לפרסם לפי הדין הזר, והם יהיו תחליף לדוחות אשר על תאגיד לפרסם על פי הדין הישראלי.²⁸ בהיבט המהותי, מפנה בית המשפט לאמור בסעיף ההגדרות לחוק ניירות ערך, שלפיו "הדין הזר" - המוזכר בחלק מהוראות פרק ה'3 - הינו "הדין החל על תאגיד חוץ בשל רישום ניירות ערך שלו למסחר בבורסה בחו"ל, לרבות כללי אותה הבורסה בחו"ל".²⁹ בנוסף, מאזכר בית המשפט הוראות ספציפיות בפרק ה'3 התומכות, לגישתו, בהחלת הדין המהותי הזר על חברות הרשומות ברישום כפול, וביניהן: סעיף 35 לחוק ניירות ערך המתיר לשר האוצר להוסיף בורסה לרשימת הבורסות שבתוספת השלישית (עליהן חל הסדר הרישום הכפול) אם מצא, שכלליה מבטיחים את עניינו של ציבור המשקיעים הישראלי;³⁰ הוראות סעיף 35כד(א) לחוק ניירות ערך מסמיכות את רשות ניירות ערך לפנות אל גוף המופקד על פיקוח או על אכיפה של הדין הזר, וזאת בטרם ייפנו לתאגיד עצמו - מכך לומד בית המשפט על העדפת הפיקוח הזר;³¹ וסעיף 35כז לחוק ניירות ערך מתיר לבית המשפט לעכב הליכים בנסיבות בהן קיים "הליך תלוי ועומד במקום אחר", וזאת על בסיס כיבוד סמכות בית המשפט הזר על בסיס אחווה בינלאומית.³² שיקול נוסף שמצדד, לגישתו של בית המשפט, בהחלת הדין הזר המהותי הינו העובדה, שהמשקיעים בחברה דואלית עשויים להימצא בכמה מדינות שונות ומן הראוי כי ההליך ינוהל במקרה נתון מול פורום אחד ועל פי דין אחד.³³

אלא שבכך לא תם הדיון בעניין שטרן, וזאת לאור בקשה שהוגשה על ידי שטרן לבחינה מחודשת של הבקשה לעיכוב הליכים לאור פסק הדין שניתן בעניין Morrison. בעניין Morrison נידונה בארה"ב תביעתם של שלושה בעלי מניות

-
25. שם, סעיף 6 "דיון והכרעה".
26. תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים של תאגיד חוץ), התשס"א-2000, ק"ת 6063 בעמ' 52 (להלן: "התקנות").
27. החובות מכוח התקנות מוטלות על "תאגיד" המוגדר בסעיף ההגדרות כ"תאגיד חוץ".
28. תקנה 3 לתקנות קובעת, כי "התאגיד יגיש מסמך דיווח הכולל את שם התאגיד [...] ואת הדוח לתקופה של שנה שבהגשתו או בפרסומו הוא חייב על פי הדין הזר [...] או את הדוח לתקופה של רבעון אשר בפרסומו או בהגשתו הוא חייב על פי הדין הזר".
29. סעיף 1 לחוק ניירות ערך.
30. פסקה 6 "דיון והכרעה" להחלטה הראשונה.
31. שם.
32. שם.
33. שם. לניתוח ביקורתי של ההחלטה הראשונה ובכלל זה, הצגת המודל התומך בהחלת הוראותיו המהותיות של חוק ניירות ערך הישראלי על דיווחיהן של חברות דואליות, ראו חלק ד' להלן.

(מתוכם שניים בעלי אזרחות אוסטרלית) אשר רכשו בבורסה מחוץ לארה"ב מניות של חברת National Australia Bank ("NAB"), חברה אוסטרלית שהחזיקה בפעילות עסקית משמעותית בארה"ב באמצעות חברה-בת בשם HomeSide Lending ("Homeside"). בשנת 2001 נאלצה NAB להודות כי Homeside חישבה בצורה שגויה את הערך של המשכנתאות שהעניקה לבעלי דירות בארה"ב, אשר גרם ל-NAB לבצע הפחתה בערך הנכסים שברשותה ומאוחר יותר, אף לבצע הפחתה נוספת. כתוצאה מהפחתות אלה, ירד ערך המניה של NAB בשיעור דרמטי.³⁴

טענת התובעים הייתה, כי הוראות סעיפים 10b ו-20a ל-Securities Exchange Act³⁵ ותקנה 10(b)(5) הופרו.

לצד העובדה, כי שלוש הערכאות הפדרליות שנדרשו לשאלה סירבו לאשר תביעה של משקיעים שרכשו מניות מחוץ לארה"ב, פסקי הדין שניתנו על ידי אותן ערכאות משקפים התלבטות שיפוטית בשאלת הנימוקים לסירוב האמור. הערכאה הראשונה שנדרשה לנושא קבעה, כי בית המשפט נעדר סמכות שיפוט בנוגע לרוכשים שאינם אמריקאיים.³⁶ ערכאת הערעור אשררה את החלטת הערכאה הראשונה אך בניגוד לערכאה הראשונה, יישמה את מבחן ה-conduct and effects-ה, כי בכדי שלבית

34. עניין Morrison, לעיל ה"ש 7, בעמ' 2876.

35. סעיפים אלו ל-Securities Exchange Act, דנים במעשי הונאה המבוצעים כנגד משקיעים. סעיף 10(b) קובע כי:

"It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange [...] (b) to use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement [...] any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors".

סעיף 20(a) קובע כי:

"Any person who violates any provision of this title or the rules or regulations hereunder by purchasing or selling a security while in possession of a material, nonpublic information shall be liable in an action in any court or competent jurisdiction to any person who, contemporaneously with the purchase or sale of securities that is the subject of such violation, has purchased (where such violation is based on a sale of securities) or sold (where such violation is based in a purchase of securities) securities of the same class."

תקנה 10(b)(5) קובעת כי:

"It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange, (a) to employ any device, scheme, or artifice to defraud; (b) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading; or (c) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security."

36. Nat'l Austl. Bank Sec. Litg., 2006 U.S. Dist. LEXIS 94162 (S.D.N.Y., Oct. 25, 2006).

המשפט האמריקאי תהיה סמכות שיפוט, נדרש כי תהיה ביכולתם של התובעים להצביע על מעשים ספציפיים שנקטו בארה"ב, שהיה בהם בכדי לתרום למעשה ההונאה, וכי אותם מעשים או מחדלים גרמו, באופן ישיר, להפסדים למשקיעים הזרים מחוץ לארה"ב.³⁷ במקרה זה, לגישתה של ערכאת הערעור, לפעולות שנקטו על ידי NAB באוסטרליה היה משקל מכריע להצלחת מעשה ההונאה, ואילו לעיוותים בדוחות הכספיים של Homeside (אשר בוצעו בפלורידה) הייתה תרומה שולית בלבד לנזק שנגרם למשקיעים.³⁸ מוסיפה ערכאת הערעור וקובעת, כי תפקידה של חברת NAB היה לפקח על הפעילויות של חברות הבת (ובכלל זה על פעילותה של חברת Homeside) ולדווח לבעלי המניות על ביצועיה הכלכליים של החברה. לסיום, מוסיפה ערכאת הערעור ומייחסת משקל לעובדה, כי NAB (ולא Homeside) היא החברה הציבורית וכי עורכי הדין ורואי החשבון של החברה נושאים באחריות המלאה לדיווחים הציבוריים וליחסיהם עם המשקיעים. על כן, פסקה ערכאת הערעור, כי בית המשפט נעדר סמכות עניינית לדון בתביעה.

מעניינת במיוחד עמדתו של בית המשפט העליון אשר אמנם אשררה, כאמור, את החלטת ערכאות הערעור, אך סתתה ממבחן ה-conduct and effects ההיסטורי ואימצה תחתיו את מבחן ה-transactional test, שבבסיסו שני תנאים מצטברים הנדרשים להתקיים על מנת שהוראות ה-Securities Exchange Act יחולו: (א) החובה כי הרכישה תהיה של נייר ערך (או נייר סחיר אחר) **הרשומים למסחר בבורסה אמריקאית**; ו-(ב) **פעולת הרכישה תתבצע בתוך שטחה של ארה"ב**.³⁹ בית המשפט נימק את אימוצו של מבחן זה בכך שהמחוקק האמריקאי לא התכוון להעניק למשקיעים זרים התובעים חברות אמריקאיות וחברות שאינן אמריקאיות זכות לתבוע בארה"ב בכל הנוגע לניירות ערך הנסחרים גם בבורסה בחו"ל ומשכך, אין לחוק האמריקאי תחולה אקסטרטוריאלית, שכן תחולה כזו מחייבת התייחסות מפורשת של הקונגרס אשר, כאמור, לא התקיימה לעניין חוק זה.⁴⁰ משמעות אימוצו של מבחן זה הינה סגירה, הלכה למעשה, של הדלת (לתביעה בארה"ב) בפני משקיעים שרכשו ניירות ערך של חברות ציבוריות ואשר אינם עומדים בשני התנאים המצטברים, כאמור לעיל.

37. Morrison v. Nat'l Austl. Bank Ltd., 547 F.3d 167 (2008). ראו דוגמה נוספת ליישום מבחן ה-conduct and effects בפסק הדין שניתן בעניין Eur. & Overseas Commodity Traders v. Banque Paribas London, 147 F.3d 118, 125 (2d Cir. 1998).

38. שם, בעמ' 176.

39. שם, בעמ' 2884. לסקירת התפתחות הפסיקה האמריקאית לעניין החלת הוראות ה-Securities Exchange Act על התדיינות משפטיות שמקורה ברכישה של מניות שהתבצעה מחוץ לארה"ב ראו: Wulf A. Kaal & Richard W. Painter, The Aftermath of Morrison v. National Australia Bank & Elliott Associates v. Porsche, 1 EUROPEAN COMPANY & FINANCIAL L. REV. 77 (2011).

40. לעניין זה יפים דבריו של בית המשפט בעניין Morrison הקובע, כי:

"Section 10(b) reaches the use of a manipulative or deceptive device or contrivance only in connection with the purchase or sale of a security listed on an American Stock Exchange, and the purchase or sale of any other security in the United States. This Case involves no securities listed on a domestic exchange, and all aspects of the purchases complained of by those petitioners who still have live claims occurred outside the United States. Petitioners have therefore failed to state a claim on which relief can be granted."

עניין Morrison, לעיל הי"ש 7, בעמ' 2888.

בית המשפט בעניין **שטרן**, שנדרש לבחון את השלכות פסק הדין בעניין **Morrison** במסגרת ההחלטה השנייה, לא ראה מקום להפוך את החלטתו הראשונה עת שאיבחן, בצדק, את הנסיבות העובדתיות של פסק דין **Morrison** בקובעו, כי על חברת Verifone Holdings Inc, בשונה ובמובחן מחברת NAB, חל הסדר הרישום הכפול.⁴¹ יחד עם זאת, בית המשפט פירש, ולדעתנו שלא בצדק, את התנאים שנקבעו ב-transaction test כחלופיים ולא מצטברים.⁴² לטעמנו, יש קושי בקביעתו של בית המשפט, כי העובדה שניירות הערך של חברת Verifone Holdings Inc היו רשומים למסחר בבורסה בתל אביב ושבורסה זו בוצעה פעולת הרכישה של ניירות הערך של החברה אין חשיבות לשאלת תחולתו של הדין האמריקאי. מחד, בית המשפט בעניין **שטרן** קובע כי הוראותיו של הדין הזר יחולו באופן גורף על חברות דואליות. מאידך, בית המשפט איננו מכיר בעובדה כי על פי הוראותיו של הדין הזר אותו בית המשפט מבקש לאמץ, אין לתובעים דוגמת שטרן זכות לברר תובענות לעניין הפרת הוראות ה- Securities Exchange Act וזאת לאור קביעת בית המשפט בעניין **Morrison** ואימוצו של מבחן ה-transaction test⁴³

עיון בהחלטה השנייה מצביע על נימוקים נוספים שהביאו להחלטת בית המשפט שלא להפוך את החלטתו הראשונה לעכב הליכים עד לסיום ההליכים המתנהלים במקביל בארה"ב. כך לדוגמה, קבע בית המשפט, כי לא ייתכן שכל אימת שישתנה הדין הזר, יגרור הדבר שינוי בחקיקה הישראלית וכי שעה שהמחוקק הישראלי העדיף את הדין הזר על הדין הישראלי, לא ניתן לקבוע שהלכה חדשה שנקבעה בבית המשפט העליון האמריקאי (הלכת **Morrison**) תגרור שינוי של הדין הישראלי, שכאמור קבע שהדין הזר הוא שיחול.⁴⁴ לגישתו של בית המשפט, כפי שעולה מעיון בלשון ההחלטה השנייה, הפתרון שאומץ על ידי המחוקק הישראלי למקרים בהם הדין הזר שונה ואיננו מספק הגנה ראויה למשקיע הישראלי, טמון בסעיף 35 לחוק, המאפשר לשר האוצר למחוק בורסה מן הרשימה המצויה בתוספת השלישית לחוק.⁴⁵

41. פסקה 4 "דיון והכרעה" להחלטה השנייה.

42. שם.

43. שם.

44. שם. לדעתנו, יש לסייג את קביעתו של בית המשפט המציע, הלכה למעשה, למתוח קו הפרדה דמיוני בין שינויים בדין האמריקאי לבין השפעתם על הדין הישראלי, וזאת משלוש סיבות. הסיבה הראשונה נעוצה בסתירה הפנימית בין קביעתו של בית המשפט, כי המחוקק הישראלי אימץ את הדין הזר (לרבות הדין המהותי) בכל הנוגע לחברות דואליות, ובין אי נכונותו של בית המשפט להכיר בהלכת **Morrison** האמריקאית אשר שינתה באופן מהותי את תחולת הוראות ה- Securities Exchange Act ביחס לרכישה של מניות שבוצעה מחוץ לארה"ב. הסיבה השנייה, עניינה בעובדה, שמשמעות ההחלטה בפסק הדין בעניין **Morrison** הינה שינוי מהותי לרעה ביכולתם של משקיעים ישראלים לקבל סעד בארה"ב (ראו פירוט בחלק ד' לעיל). מדובר אם כך, בשינוי קרדינלי ולא בשינוי שולי של זכויות התובעים. הסיבה השלישית עניינה, כפי שיפורט ביתר הרחבה בחלק ד' להלן, ביכולתו של בית המשפט לפרש את הוראות הסדר הרישום הכפול, כך שהוראותיו המהותיות של חוק ניירות ערך יחולו על תביעות המוגשות בארץ (בכפוף למגבלות המפורטות בחלק זה) ומכאן, ייתכן כי כלל לא נדרש שינוי חקיקתי בעקבות פסק הדין בעניין **Morrison**.

45. שם. ספק לנו, אם ראוי לנקוט בסנקציה של מחיקת בורסה, בפרט לאור העובדה שרשימת הבורסות בתוספת השנייה והשלישית הינה רשימה קצרה ומוגבלת. לפיכך, אם מצא המחוקק כי הדין בארה"ב אינו ראוי להגנת המשקיעים בישראל, החלטה על מחיקת בורסות תביא, פרקטית, לסיימו ולגניזתו של הסדר הרישום הכפול בפועל.

לצד פסק הדין בעניין **Morrison**, בית המשפט בהחלטה השנייה מפנה גם לפסק הדין שניתן בעניין **Vivendi Universal, S.A.**⁴⁶ כדוגמה לפסק דין בו באה לידי ביטוי המחלוקת בדבר הפרשנות ויישום ה-transaction test. שם נתבעה החברה בגין מצגי שווא, שהיה בהם בכדי לעוות את מחיר המניה, וטענת התובעים הייתה, כי התנהגותם של הנתבעים (החברה, המנכ"ל וסמנכ"ל הכספים) היוותה הפרה של הוראות סעיפים 10b ו-20a ל-Securities Exchange Act. בעניין **Vivendi**, מניות החברה נסחרו בבורסה בפריז ואילו ה-ADR (American Depositary Receipt) של החברה נסחרו בבורסה בניו-יורק.⁴⁷

הערכאה הראשונה, אשר פסק דינה ניתן כרונולוגית לפני פסק הדין בעניין **Morrison**, יישמה את מבחן ה-conduct and effects ומצאה קשר ישיר בין פעולות הנתבעים בארה"ב, מעשיהם ו/או מחדליהם, להפסדים למשקיעים מחו"ל.⁴⁸ בהתאם, בית המשפט אישר את התובענה שהוגשה על ידי אזרחים מארה"ב, צרפת, אנגליה והולנד אשר רכשו את מניות החברה או את ה-ADR, כתובענה ייצוגית.⁴⁹

פסק הדין של ערכאת הערעור, אשר כרונולוגית ניתן לאחר פסק דין **Morrison**, יישם את ה-transaction test. בעניין **Vivendi**, נדרשה החברה, כתנאי לקבלת ההיתר למכירה של ה-ADR בארה"ב, לבצע רישום (שלא למטרת מסחר) של מניות החברה בבורסה בניו-יורק (במספר מניות השווה למספר ה-ADR אותם הציעה).

לגישתו של התובע בעניין **Vivendi**, העובדה כי המניות היו רשומות בבורסה בניו יורק (listed), די בה כדי ליצור תחולה להוראות ה-Securities Exchange Act ומשכך, יש לאשר את התובענה כייצוגית. בית המשפט דחה את טענת התובע בקובעו, כי רישום של מניה הן בבורסה אמריקאית והן בבורסה זרה אינו יכול ליצור, יש מאין, תחולה לסעיף 10(b) ל-Securities Exchange Act. לצד ההחלטה ליישם את ה-transaction test כלשונו, מעניינת לא פחות העובדה כי בית המשפט כלל לא נתן משקל לזהות התובע/הרוכש של המניות (אמריקאי בנסיבות העניין) אלא יישם את התנאי השני של המבחן (המחייב כאמור כי פעולת הרכישה/מכירה תהיה 'מקומית'), באופן גורף, תוך קביעה כי אלמנט זה מתייחס למיקום הגיאוגרפי של הבורסה בה בוצעה הרכישה ולא לזהותו של מבצע הרכישה.⁵⁰ ה-transaction test יושם על ידי בית המשפט בעניין **Vivendi** אף על פי שבית המשפט מביע את הסתייגותו מתחולתו הרחבה של המבחן.⁵¹

ד. הסדר הרישום הכפול וההגנה על המשקיע הישראלי - לאן

עד כה התמקד הדיון בסקירת ההוראות הרלוונטיות בחוק ניירות ערך אשר נועדו להעניק הגנה למשקיע הישראלי המשקיע בחברה דואלית וכן בסקירת ההחלטות

46. עניין **Vivendi Universal, S.A.**, לעיל ה"ש 9.

47. שם, בעמ' 521.

48. שם, בעמ' 522.

49. שם.

50. ראו ניתוח ויישום פסק דין **Morrison**, שם בעמ' 526-529.

51. עניין **Vivendi Universal, S.A.**, לעיל ה"ש 9, בעמ' 530.

שניתנו בעניין שטרן, אשר קראו תיגר בפני בית המשפט עת שנדרש לאזן בין הצורך להגן על המשקיע הישראלי לבין הפירוש שיש להעניק להוראות פרק ה'3 לחוק ניירות ערך. אלא שהדיון עד כה סיפק תשובה חלקית בלבד לשאלה, מהי ההגנה הניתנת כיום למשקיע ישראלי הרוכש מניות של חברה דואלית ובהנחה שאכן נפגמה ההגנה הניתנת למשקיעים ישראלים לאור אימוצו של ה-transaction test בהתאם להחלטה בעניין Morrison - האם עיכוב ההליכים עד לבירור התובענות בארה"ב ואפשרות בירור התובענה על פי הדין הזר בישראל הם הפיתרון הראוי בנסיבות העניין. כמו כן נשאלת השאלה, האם הפתרון מרחיק הלכת המוזכר אגב אורחא בהחלטה השנייה, בדבר סמכותו של שר האוצר למחוק בורסה אשר איננה מעניקה הגנה ראויה למשקיע הישראלי,⁵² הוא חלופה ראויה שנכון היה לאמץ בנסיבות העניין, או שמא ראוי היה כי בית המשפט בעניין שטרן יאמץ פתרונות אחרים.

כפי שיוצג להלן, פסיקה מאוחרת לפסק דין Morrison אימצה, יישמה והרחיבה את השימוש ב-transaction test לגבי נסיבות עובדתיות נוספות מעבר לאלו שהיו קיימות בפרשת Morrison. ראיה לאימוצו הגורף של ה-transaction test ניתן למצוא בהחלטה של ה-SEC לזיום מחקר על מנת להבין את ההשלכות של אימוץ ה-transaction test, ובכלל זה בחינת האפשרות שאימוצו של המבחן יוביל להפחתת ההון הזר הזורם לארה"ב על ידי משקיעים לא אמריקאיים.⁵³ במסגרת המחקר האמור, ה-SEC אפשרה לציבור, לרבות לגופים רגולטוריים, להביע את עמדתו בנושא.⁵⁴

52. משמעות החלטה כאמור שתקבל על ידי שר האוצר תהיה מחיקה של כלל הבורסות המנויות בתוספת השנייה (ארבע במספר) ובפועל, בהתאם למצב הדברים הקיים נכון למועד כתיבת שורות אלה, עיקור מתוכן ושליטתו של כל הסדר הרישום הכפול.

53. החלטת ה-SEC לזיום את המחקר נעשתה בהתאם לסמכות על פי סעיף 929Y ל-Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010) ("Dodd Frank Act") הקובע, כי ה-SEC רשאית:

"solicit public comment and thereafter conduct a study to determine the extent to which private rights of action under the antifraud provisions of the Securities Exchange Act of 1934 should be extended to cover: (1) conduct within the United States that constitutes a significant step in the furtherance of the violation, even if the securities transaction occurs outside the United States and involves only foreign investors; and (2) conduct occurring outside the United States that has a foreseeable substantial effect within the United States."

מטרתו העיקרית של המחקר הינה לבחון, האם יש להותיר את ההחלטה בעניין Morrison על כנה (כאשר משמעות הדבר היא המשך החלתו של ה-transaction test) או שמא, על ה-SEC להמליץ על שינוי חקיקתי אשר יאפשר לתובעים פרטיים פוטנציאליים (או לכל הפחות לתובעים מוסדיים) אפשרות לתבוע בארה"ב, ובכך לצמצם את השפעותיו של ה-transaction test. המחקר יבחן גם את השפעותיו של תיקון חקיקתי, אשר יגביל את תחולתו של ה-transaction test, על אחווה בינלאומית בין בתי משפט במדינות שונות, וכן את העלויות והיתרונות הכלכליים הכרוכים במתן אפשרות למשקיע פרטי להגיש תביעה בארה"ב. ראו:

Securities and Exchange Commission, Study on Extraterritorial Private Rights of Action: Request for Comments (Release No. 34.63174; File No. 4-617), <http://www.sec.gov/rules/other/2010/34-63174.pdf>.

54. רשות ניירות ערך הישראלית הביעה את עמדתה, כי ה-transaction test איננו צריך לחול על הסדר הרישום הכפול הישראלי וכי למשקיעים ישראלים, שהשקיעו בחברות דואליות (על ידי רכישת מניות מחוץ לארה"ב), צריכה לעמוד זכות התביעה הפרטית בארה"ב וזאת לאור טיבו של ההסדר, לאור הרצון לשמר את הכלל: "מקום התדיינות אחד ודין אחד", וכן לאור הסכנה כי ה-transaction test יפגע

ההחלטה המתארת בצורה הטובה ביותר את הקושי היישומי בהחלטות שניתנו בעניין שטרן היא ההחלטה שניתנה בעניין Perrigo.⁵⁵ שם נידונה בקשתה של הנתבעת, חברה שמניותיה נסחרו באופן דואלי - הן בבורסת הנאסד"ק והן בבורסה בתל-אביב - למחוק מכתב התביעה (אשר הוגש בגין הפרת הוראות סעיפים 10(b) ו-20(a) ל-Securities Exchange Act) תובעים שרכשו את מניות החברה בבורסה בתל-אביב, וזאת בשלב מאוחר יחסית בהתנהלות ההליכים. בהסתמכו על ה-transaction test, בית המשפט קיבל את טענת הנתבעת והורה על מחיקת התובעים הישראליים (שכאמור רכשו את המניות בבורסה בתל-אביב) והחלפתם ברוכשים שיוכלו להראות, כי רכשו את המניות בבורסת הנאסד"ק.⁵⁶ פסק הדין סייג את הישארותה של חברת הראל ביטוח, שהייתה בין הרוכשים של מניית Perrigo, ביכולתה להוכיח, כי רכישת המניות בוצעה על ידה בבורסת הנאסד"ק. לגישתנו, חשיבותו של פסק הדין הינה ראשונה במעלה, שכן הוא מוכיח, הלכה למעשה, את אי-יכולתו של שטרן להצטרף לאחת מעילות התביעה המתנהלות בניו-יורק כנגד חברת Verifone.

דוגמה נוספת להחלת ה-transaction test על חברות דואליות ניתן למצוא בפסק הדין שניתן בעניין UBS,⁵⁷ שם נידונה תביעתם הייצוגית של בעלי מניות מוסדיים אמריקאיים אשר רכשו מניות הבנק השוויצרי UBS אשר מניותיו נסחרו בבורסת בשוויץ, טוקיו וניו-יורק. בדומה לטענת התובעים בפרשת Vivendi, גם במקרה זה ביקשו התובעים להבדיל את מסכת העובדות מזו שבעניין Morrison וזאת לאור העובדה, כי במקרה של UBS מניות החברה נסחרו באופן דואלי. בית המשפט דחה את טענת הרישום (listing) ופסק, כי אמת המידה לתחולת הוראות ה-Securities Exchange Act הינה המקום בו בוצעה פעולת הרכישה בנייר הערך ולא השאלה, באיזו בורסה נסחרים ניירות הערך.⁵⁸ בדומה לפסקי דין אחרים, גם במקרה זה מציין בית המשפט מפורשות את היעדר תחולתו האקסטרטוריאלי של ה-Securities Exchange Act.⁵⁹

ביתרונות הטמונים בהסדר הרישום הכפול. ראו Comment Letter: Comments by The Israel Securities Authority on the SEC-PAPER [Release No. 34-63174; File No 4-617] Study on Extraterritorial Private Rights of Action (Feb. 18, 2011). עמדת רשות ניירות הערך הישראלית איננה עולה בקנה אחד עם עמדתה של כבוד השופט גרסטל, כפי שבאה לידי ביטוי בשתי ההחלטות, שכן גם על פי עמדת רשות ניירות ערך, תנאיו של ה-transaction test הם מצטברים (ולא חלופיים), כפי שנקבע בהחלטות בעניין שטרן. כלומר, רשות ניירות ערך הישראלית מאשררת את העובדה כי נכון למועד כתיבת שורות אלה, מבחן ה-transaction test (על תנאיו המצטברים) הוא הדין החל כיום בארה"ב, ואלא אם כן יתבצע תיקון חקיקתי (בעקבות המחקר של ה-SEC) דין זה ימשיך לחול גם על ההסדר של הרישום הכפול.

55. עניין Perrigo, לעיל הי"ש 8. מבחינה כרונולוגית, ההחלטה בפסק הדין ניתנה, כאמור, לאחר פסק הדין בעניין Morrison ולאחר פסק הדין בעניין Verifone. לידיעתנו על החלטתו של בית המשפט בהליך זה לא הוגש ערעור.

56. עניין Perrigo, לעיל הי"ש 8.

57. UBS Sec. Litig., 2011 U.S. Dist. Lexis 106274 (S.D.N.Y. Sept. 13, 2011).

58. שם, פסקה 22 לפסק הדין.

59. שם, פסקה 10 לפסק הדין.

פסק הדין בעניין **Elliott Associates**⁶⁰ מהווה דוגמה נוספת לאי-יכולתם של תובעים שאינם עומדים בתנאי ה-transaction test, לקבל סעד על בסיס הפרת הוראות ה-Securities Exchange Act, גם כאשר חלק מהפעולות שהובילו לנזק התרחשו בארה"ב. התובעים, קבוצה של קרנות גידור בינלאומיות, האמינו כי מחיר מניית חברת פולקסוואגן יירד ועל כן, ביצעו מכירה בחסר (שורט) של מניות החברה, בין היתר באמצעות התקשרות בהסכמי Swap. לגישתם של התובעים, חברת פורשה ביצעה הטעיה של המשקיעים עת שרכשה כ-75% ממניותיה של חברת פולקסוואגן, בעוד שהצהירה באופן פומבי כי אין בכוונתה לבצע השתלטות על החברה.⁶¹ כתוצאה מפעולת הרכישה של המניות, נגרם לתובעים נזק של מיליארדי דולרים, שכן ערך המניה עלה ולא ירד כפי שהימרו התובעים. התובעים טענו, כי הוראות סעיפים 10(b) ו-20(a) ל-Securities Exchange Act חלות על התביעה, שכן ההכנות לחתימה על אותם הסכמי swap ואישורי המנהלים בדבר אותם הסכמים נערכו בתוך שטחה הטריטוריאלי של ארה"ב וכן משום שהחלטה להשקיע באופציות שורט בוצעה על ידי מנהלים של חברות הממוקמות בארה"ב.⁶² בית המשפט דחה את התביעה בקובעו, כי המניפולציה, לכאורה, שבוצעה על ידי הנתבעים בוצעה מחוץ לארה"ב וכן לאור העובדה כי הייתה מעורבת בה חברה גרמנית.⁶³

עיון בפסיקה האמריקאית מצביע על קיומו של חריג בו נמנע בית המשפט מלהחיל את ה-transaction test. בעניין **Credit Bancorp Ltd.**⁶⁴ פסק בית המשפט לטובת ה-SEC כנגד חברה שוויצרית אשר גייסה כספים, באמצעות מכירה של ניירות ערך למשקיעים תוך הבטחת תשואה של 4% לתקופה של 14 שנים. על פי הצהרת החברה, הכספים היו אמורים להיות מופקדים בקרן נאמנות, שעל בסיסה יינתן לחברה אשראי בנקאי אשר ישמש את החברה למימון הבטחתה למשקיעים. בפועל, הכספים הופקדו בבנקים שוויצרים ואמריקאיים ושימשו למימון סגנון החיים הראוותני של מנהלי הנתבעת. בקובעו כי הוראות סעיפים 10(b) ו-20(a) ל-Securities Exchange Act חלות בנסיבות העניין, למרות שפעולת רכישת ניירות הערך בוצעה מחוץ לארה"ב, פסק בית המשפט לטובת ה-SEC.⁶⁵

לדעתנו, פסק הדין בעניין **Credit Bancorp Ltd.** אינו מסמל סטייה מהכלל השיפוטי שאומץ ויושם בפסקי הדין שניתנו לאחר פסק דין **Morrison** ואת נכונותו של בית המשפט בפרשת **Credit Bancorp Ltd.** להפעיל את מבחן ה-conduct and effects ולא את מבחן ה-transaction test, יש לייחס לעובדה שמדובר בתביעת אכיפה שהוגשה על ידי ה-SEC ולא בתביעה אזרחית פרטית, דוגמת פסקי הדין האחרים, או לצורך

Elliott Assoc. v. Porsche Automobil Holding, 759 F. Supp. 2d 469 (2010) .60

שם, בעמ' 472 .61

שם, בעמ' 473 .62

שם, בעמ' 476 .63

S.E.C. v. Credit Bancorp Ltd., 738 F. Supp. 2d 376 (2010) .64

שם, בעמ' 392 .65

העניין - הצדדים להליך בהחלטות שניתנו בעניין שטרן.⁶⁶ מטרתו של ההליך בעניין Credit Bancorp Ltd. הייתה להעניש את הנתבעים בגין התנהגותם הפסולה ומשכך לא נדרשת, ההבחנה מי הנפגע והיכן ניירות הערך הרלוונטיים נסחרו.⁶⁷

המסקנה העולה מניתוח פסקי הדין שניתנו בארה"ב לאחר פסק דין Morrison (למעט פסק הדין בעניין Credit Bancorp Ltd.) הינה, כי בתי המשפט נמנעים, באופן עקבי ושיטתי, מהחלת הוראות ה-Securities Exchange Act על מצבים עובדתיים בהם רכישת ניירות הערך בוצעה שלא בהתאם ל-transaction test - דהיינו, רכישה של ניירות ערך שאינם רשומים למסחר בבורסה אמריקאית, וכי פעולת הרכישה התבצעה מחוץ לשטחה של ארה"ב. מסקנה זו מוצאת תימוכין בקרב מלומדים אמריקאיים הטוענים, כי יש בהחלת הוראות סעיף 10(b) על ניירות ערך הרשומים למסחר מחוץ לארה"ב משום חתירה תחת מערכת הדינים המקומית הקיימת במדינות אחרות והפיכת ארה"ב למעין 'אוטופיה דמיונית ומרוחקת' המעודדת, שלא לצורך, התדיינות משפטית בתוך ארה"ב.⁶⁸

נחזור כעת להחלטות שניתנו בעניין שטרן. ההחלטה השנייה מעוררת קושי משפטי ויישומי כאחד. כאמור, מסקנתו של בית המשפט בהחלטה השנייה הינה, כי פסק הדין בעניין Morrison ואימוצו של ה-transaction test אינם מצדיקים את ביטול עיכוב ההליכים בישראל, וכי על אף קביעתו של בית המשפט האמריקאי בעניין Morrison, ניתן להחיל את הדין הזר (האמריקאי בנסיבות העניין) על כל בירור עתידי של תביעה שתוגש על ידי שטרן כנגד Verifone. בית המשפט מבסס את החלטתו, בין היתר, על פירוש התנאים שנקבעו ב-transaction test כחלופיים ולא כמצטברים.⁶⁹ למצער, כפי שתואר לעיל, עיון בפסק הדין ובפסקי דין מאוחרים

66. מעניין לציון, כי סעיף 929P(b) ל-Dodd Frank Act - אשר תוקן בעקבות פסק דין Morrison, החיל מחדש את מבחן ה-conduct and effects בכל הנוגע לתביעות שמוגשות על ידי ממשלת ארה"ב או על ידי ה-SEC בגין מעשי הונאה העומדים כנגד הוראות ה-Securities Exchange Act כנגד נתבעים שאינם אמריקאיים:

"conduct within the United States [...] constitutes significant steps in furtherance of the violation, even if the securities transaction occurs outside the United States and involves only foreign investors" או "conduct occurring outside the United States [...] has a foreseeable substantial effect within the United State."

עם זאת, נכון למועד כתיבת שורות אלה טרם הוחל התיקון לעניין תביעות פרטיות.

67. "The Commission seeks \$18,128,599.40 in disgorgement from Rittweger. Rittweger has been ordered to pay this amount in restitution in the criminal case [...] Pursuant to Section 21(d)(3) of the Securities Exchange Act, the Commission may seek civil penalties for violations of the federal securities law". לעיל ה"ש 64.

68. *Kaal & Painter, The Aftermath of Morrison v. National Australia Bank & Elliott Associates v. Porsch*, לעיל ה"ש 39.

69. כזכור, המבחן מורכב משני תנאים שהם: (א) החובה כי הרכישה תהיה של נייר ערך (או נייר סחיר אחר) הרשום למסחר בבורסה אמריקאית; ו-(ב) כי פעולת הרכישה של נייר הערך האמור תבצע בתוך שטחה של ארה"ב. לפי קביעתה של כבוד השופטת גרסטל, די בתנאי (א) לעיל על מנת להקים תחולה להוראות ה-Securities Exchange Act: "ניירות הערך שכאמור רשומים בבורסה בארצות הברית חל עליהם סעיף 10(b) ומכוחו הדינים האמריקאיים ואין משמעות לשאלה באיזו בורסה בוצעה רכישה או מכירת ניירות הערך. משכך התחולה הטריטוריאלית של הדין האמריקאי נקבעת מעצם הרישום בבורסה בארצות הברית.", פסקה 4, להחלטה השנייה.

שניתנו בעקבותיו, מצביע על העובדה כי תנאי המבחן מצטברים הם, ועל החלתו של המבחן על נסיבות עובדתיות נוספות, מעבר לאלו שתוארו בפרשת **Morrison** כדוגמת הנסיבות שהובילו להחלטה בעניין **Perrigo**, שם כאמור, נידונה בקשה של החברה האמריקאית (הנתבעת) למחוק תובעים ישראלים שרכשו את מניות החברה בבורסה בתל-אביב, ואשר גם שם יושם מבחן ה-transaction test על תנאי המצטברים ובית המשפט שם הורה על מחיקת אותם תובעים ישראלים שרכשו כאמור את מניות החברה בבורסה בתל-אביב.

על כן, גם החלופה המוזכרת בעקיפין בהחלטה הראשונה בדבר הצטרפותו של שטרן להליכים המתנהלים בארה"ב, והגשת בקשה לאכיפת פסק דין לטובתו בהתאם לחוק אכיפת פסקי חוץ,⁷⁰ איננה ישימה. פתרון דומה הינחה את בית המשפט בעניין **Tower**,⁷¹ אלא שאין אנו סבורים כי פתרון זה ניתן ליישום בנסיבותיו העובדתיות של עניין **שטרן**. בית המשפט בעניין **Tower** סייג את החלטתו להכיר בהליכי הפירוק שהתנהלו בארה"ב ועיכוב ההליכים בישראל בכך שבית המשפט האמריקאי ימנה עורך דין שישמש נציג של הנושים הישראלים, שיוכלו להצטרף להליכים בארה"ב ולהגיש תביעות חוב, להתעדכן בהתקדמות ההליכים ובסופו של ההליך - להגיש בקשה לאכיפת פסק הדין שיינתן בארה"ב, בישראל.⁷² בהתאם לניתוח שלעיל ויישום ה-transactional test, פתרון זה איננו ישים בנסיבות פסק הדין בעניין **Verifone**.

פתרון חלופי המוזכר בהחלטה השנייה הינו החלת הדין האמריקאי על ידי בית המשפט בישראל בבואו לברר תובענה עתידית של שטרן. פתרון זה, הנראה אטרקטיבי ממבט ראשון, איננו מתאים, לדעתנו, למקרה זה. לצד הבעייתיות המעשית ביכולת לנתח וליישם את הדין האמריקאי,⁷³ מתעוררת השאלה (שנותרת ללא מענה), כיצד יוכל בית המשפט בישראל להתמודד עם טענה (ודאית) של חברת **Verifone**, שעניינה אי-יכולתו של בית המשפט הישראלי ליישם את הוראות ה-**Securities Exchange Act**, כאשר בדין האמריקאי עצמו נקבע, כי הוראותיו אינן חלות על רכישות שבוצעו מחוץ לארה"ב ועל ניירות ערך שאינם נסחרים בבורסות אמריקאיות. כזכור, שטרן רכש מניות שנסחרות בבורסה בתל-אביב, מחוץ לשטחה של ארה"ב, ומשכך, הוא אינו עומד בתנאי המבחן ובית המשפט איננו רשאי להחיל את הוראות סעיפים 10(b) ו-20(a) ל-**Securities Exchange Act** על תביעה אפשרית שתוגש על ידו, אם וכאשר תידחה בקשתו להצטרף להליכים המתנהלים בארה"ב.

קריאה של פסק דין **שטרן** ופסק דין **Morrison** (ופסקי הדין שניתנו לאחריו) מצביעה על היווצרותו של ואקום משפטי, שבמסגרתו משקיע ישראלי הרוכש ניירות ערך בישראל של חברה דואלית חסר את היכולת להגיש תביעה כספית בגין נזקים כלכליים שנגרמו לו. על כן, ההתייחסות בהחלטה הראשונה ובהחלטה השנייה לשאלה, האם קיימים תובעים נוספים בארה"ב והאם התביעה מבוססת על אותה תשתית עובדתית, לא הייתה צריכה לקבל משקל בהחלטתו של בית המשפט בבואו

70. חוק אכיפת פסקי-חוץ, התשי"ח-1958, ס"ח תשי"ח עמ' 68.

71. עניין **Tower**, לעיל ה"ש 5.

72. שם, פסקה 7 לפסק הדין.

73. משמעות יישום הדין האמריקאי הינה, בראש ובראשונה, ייקור ניהול ההליכים לאור הצורך בהבאת מומחים לדין האמריקאי.

לאשר או לדחות את בקשתה של חברת Verifone לעיכוב הליכים. משנמחקה האפשרות ליצירת הרמוניה משפטית, בעקבות אימוצו של ה-transaction test, רצונו של בית המשפט להבטיח כיבוד סמכות בית המשפט הזר על בסיס אחווה בינלאומית והרצון, כי ההליך ינוהל במקרה נתון מול פורום אחד ועל פי דין אחד - אינם יכולים עוד לעמוד כשיקול בפני בית המשפט בהחלטתו.

לדעתנו, ניתן להימנע מהיווצרותו של וקום משפטי, כמתואר לעיל, על ידי אימוצו של הדין הישראלי המהותי במקרה של תביעה נגד חברה דואלית והחלתו כחלק מהסדר הרישום הכפול. את ה-transaction test יש לאמץ וליישם בישראל בהתאם לתנאים המצטברים שנקבעו בעניין Morrison. דהיינו, במידה שניירות הערך של חברה פלונית דואלית נרכשו בבורסה בתל-אביב ופעולת הרכישה נעשתה בישראל, אזי יחול הדין הישראלי על התביעה. לחילופין, אם פעולת הרכישה נעשתה מחוץ לישראל, במדינה בה ממוקמת הבורסה הזרה, אזי הליכי התביעה יתנהלו מחוץ לישראל ועל פי הדין הזר. יישום מבחן זה, העולה בקנה אחד עם הדין החל כיום בארה"ב, היה מוביל לדחיית בקשתה של חברת Verifone לעיכוב הליכים והחלת הוראות חוק ניירות הערך הישראלי על תביעתו של שטרן. אימוץ ה-transaction test, כאמור, יעודד אחדות ויציבות שיפטית בתביעות המתבררות בכל טריטוריה בה רשומים ניירות הערך – בישראל על פי הדין הישראלי ובארה"ב על פי הדין האמריקאי. כמו כן, אימוץ ה-transaction test יקבע את היקף האחריות של חברות דואליות על פי הדין שבהן רשומות ניירות הערך שלהן למסחר תוך שמירה על היקף חובת הדיווח על פי הדין הזר.

מטרתו של המחוקק הישראלי, כאשר חייב חברה דואלית למסור את אותם דיווחים שהחברה מחויבת למסור על פי הדין של המדינה בה היא נרשמה לראשונה, היתה להבטיח, כי בפני המשקיע הישראלי יעמוד היקף מידע זהה לזה העומד בפני המשקיע הזר. כאמור, גישה זו שונה מדבריו של בית המשפט בעניין שטרן, שם נקבע על ידי בית המשפט, כי כוונתו של המחוקק הישראלי הייתה לאמץ הן את הדין המהותי והן את הדין הפרוצדורלי הזר על חברות דואליות. דוגמה אחת לסדקים בעמדתו של בית המשפט בעניין שטרן ניתן למצוא באמור בסעיף 52א(א) לחוק ניירות ערך הקובע, כי: **"מנפיק אחראי כלפי המחזיק בניירות ערך שהנפיק לנזק שנגרם לו כתוצאה מכך שהמנפיק הפר הוראה של חוק זה או תקנות לפיו, או הוראה של שטר הנאמנות שלפיה חלה חובה על המנפיק כלפי הנאמן למחזיקים בתעודות התחייבות שהנפיק."**⁷⁴ כלומר, מכוח סעיף זה, חלה על חברה דואלית מפירה, מערכת הדינים המהותית של חוק ניירות ערך.⁷⁵ בניגוד להוראות אחרות של חוק ניירות ערך, אותן בחר המחוקק הישראלי שלא להחיל על חברות דואליות (כפי שמפורט בסעיף

74. סעיף 52א הוא חלק מהוראות פרק ח'2 לחוק ניירות ערך - "אחריות בשל הפרת הוראות". ראו דיון לשאלת תחולת הוראות ניירות ערך על חברות דואליות: ימין ווסרמן **דיני תאגידים**, לעיל ה"ש 4, בעמ' 374.

75. חובה נוספת אשר עשויה לחול על חברה דואלית, קבועה בסעיף 338 לחוק ניירות ערך, אשר עניינה אחריות לנזק בשל פרט מטעה בדוח, בהודעה או במסמך. בהקשר זה ראוי לציין כי השאלה האם הוראות סעיף 338 חלות על חברות דואליות טרם קיבלה מענה בפסיקה. לדיון בשאלת תחולת סעיף 338 על חברות דואליות ראו ימין ווסרמן **דיני תאגידים**, לעיל ה"ש 4, בעמ' 374.

35לא(ב)), המחוקק הישראלי נמנע מאזכורו המפורש של סעיף 52א(א) במסגרת סעיף 35לא(ב) כאמור. על כן, לגישתנו, בית המשפט איננו מנוע מלהחיל את החובה הכללית מכוח סעיף 52א(א) על חברה דואלית.

כמו כן, לדעתנו, הוראות חוק ניירות ערך, ובכלל זה הוראות פרק ה'3 לו, מנוסחות באופן רחב דיו המאפשר להחיל את הדין הישראלי המהותי על תביעות המוגשות בישראל על ידי משקיעים ישראלים, וזאת על בסיס ההנחה, כי במקומות בהם ביקש המחוקק להחיל את הדין הזר, הוא אימץ לשון מפורשת שאיננה משתמעת לשתי פנים, ואילו לעניין סעיף 35כז לחוק ניירות ערך, שכותרתו 'עיקוב הליכים בתובענה בישראל' נקבע, כי: **"הוגשה לבית משפט בישראל תובענה על פי כל דין"**. לגישתנו, המונח "על פי כל דין" יכול לכלול גם תובענה שמוגשת על פי דיני ניירות הערך הישראליים. לעומת זאת, במקרים אחרים בחר המחוקק בלשון מפורשת המאמצת את הדין הזר החל. כך לדוגמה, סעיף 39א לחוק ניירות ערך, שכותרתו 'החלת הוראות על חברה שהתאגדה מחוץ לישראל ומניותיה מוצעות לציבור בישראל' קובע, כי: **"הוראות לפי חוק החברות [...] ואולם רשאית הרשות לפטור אותה מהוראות ותקנות [...] אם נוכחה כי הדין מחוץ לישראל"**. לשון מפורשת ננקטה על ידי המחוקק גם בסעיף 35כז לחוק ניירות ערך בדבר 'מסמך רישום', שם נקבע בסעיף קטן (1) כי: **"לעניין תאגיד חוץ שניירות הערך שלו רשומים למסחר בבורסה בחו"ל [...]. מסמכים שחייב התאגיד לפרסם או להגיש על פי הדין הזר"**.⁷⁶

הקושי הנובע מהשלכותיו של פסק דין Morrison ומאימוצו של ה-transaction test איננו מנת חלקה של מדינת ישראל בלבד, וקיים חשש, שהמבחן ישפיע על רצונם של כלל המשקיעים הזרים להשקיע בחברות אמריקאיות.⁷⁷ כפי שיפורט להלן, הולנד וקנדה הן דוגמאות למדינות שבהן בתי המשפט התיירו את החלתו של הדין המקומי לאור אימוצו של ה-transaction test. דוגמאות אלו מחזקות את הפתרון המוצע בדבר החלת הדין הישראלי המהותי במקום הדין האמריקאי כאמצעי למילוי הואקום שנוצר בעקבות פסק הדין בעניין Morrison.

אומנם, שלא בדומה למדינות אחרות, הולנד טרם מסרה את עמדת רשות ניירות ערך המקומית לשאלת השפעתו של ה-transaction test.⁷⁸ עם זאת, רמז לכיוון המחשבה

76. סעיף 1 לחוק ניירות ערך מגדיר את המונח "הדין זר" כ: **"הדין החל על תאגיד חוץ בשל רישום ניירות ערך שלו למסחר בבורסה בחו"ל, לרבות כללי אותה הבורסה בחו"ל"**. עניינו רואות כי ברצותו, ידע המחוקק הישראלי לעשות שימוש בהגדרה הרחבה של "הדין הזר" ואילו בכל הנוגע לסעיף 35כז (סמכותו של בית המשפט לעכב הליכים), העדיף המחוקק הישראלי את הביטוי "על פי כל דין", קרי גם תביעות המוגשות על פי הדין הישראלי. לגישתנו, אי השימוש במונח "הדין הזר" בהקשר לאמור בסעיף 35כז, מצביע על כוונתו של המחוקק להתיר את הגשתם של תובענות על פי הדין הישראלי ולא רק על פי הדין הזר.

77. Genevieve Beyea, *Morrison v. National Australia Bank and the Future of Extraterritorial Application of the U.S. Securities Law*, 72 OHIO ST. L.J. (Forthcoming 2011).

78. לעמדתה של רשות ניירות הגרמנית במכתב ל-SEC ראו: Comment Letter: Comments by Germany's Federal Government on the SEC-PAPER (Release No. 34-63174; File No. 4-617) Study on Extraterritorial Private Rights of Action (Feb. 18, 2011). רשות ניירות הערך הגרמנית מצדדת בהחלת הדין הגרמני המקומי על חברות דואליות, במקרים בהם קיים קשר משמעותי בין ההונאה לבין גרמניה, וזאת על בסיס מערכת הדיניים הגרמנית המספקת הגנה ראויה למשקיעים, ללא הבדל של זהות התובע.

המקומי ניתן לקבל מהחלטת הביניים שהתקבלה בתביעה (המתנהלת על פי הדין ההולנדי המקומי; טרם ניתנה החלטה) כנגד ⁷⁹Royal Dutch Shell אשר הנסיבות שהובילו להגשתה מעניינות לא פחות מהתביעה עצמה. בשנת 2008, בעלי מניות של חברת Fortis, חברה בלגית למתן שירותים פיננסיים, הגישו כנגד החברה, הדירקטורים והמנהלים של החברה, תביעה בארה"ב בגין הפרת הוראות ה- Securities Exchange Act בטענה לגבי הצגת מצגי שווא בנוגע לכלל התחייבויותיה של החברה והיקף החשיפה למשכנתאות הסאב-פריים. בשנת 2010 נדחתה התביעה על ידי בית המשפט בניו-יורק וזאת בהתבסס על ה-transaction test. בעקבות החלטתו של בית המשפט בניו-יורק לדחות את התובענה, הגישו החברות תביעה, בהתבסס על עילות תביעה זהות, בבית משפט בהולנד בשם קרנות פנסיה אירופאיות גדולות, בשם של משקיעים מאזורים שונים בעולם (בכלל זה מהמזרח התיכון ומאוסטרליה) וכן בשם של 2,000 משקיעים פרטיים.⁸⁰

קנדה מהווה, כאמור, מקרה בוחן נוסף לרעיון החלת הדין המקומי (במקום הדין האמריקאי) על חברות דואליות, שם הביעה רשות ניירות הערך הקנדית את תמיכתה ב-transaction test בקובעה, בין היתר, כי במקרים בהם מירב האינטרסים (או זהות הצדדים) מצדדים בהחלת הדין הקנדי המקומי, יש להחיל את הדין הקנדי המספק למשקיעים פרטיים הגנה ראויה, הדומה, אם כי לא זהה, לזו הניתנת על ידי חוק ניירות הערך האמריקאי.⁸¹ על רקע זה, החלטתו של בית המשפט הקנדי בעניין ⁸²IMAX איננה מפתיעה. הנתבעת היא חברה ציבורית העוסקת בפיתוח טכנולוגיות בידור, תוך התמחות בסרטים ובטכנולוגיות ויזואליות דיגיטליות, אשר מניותיה נסחרו בבורסות של ניו-יורק וטורנטו. בית המשפט העליון של מחוז אונטריו אישר, כי התביעה אשר הוגשה כנגד IMAX בשל מצגי שווא הנוגעים לדוחות הכספיים של החברה, אשר פורסמו על ידי החברה במסגרת דוחותיה, תידון כתביעה ייצוגית.⁸³ החלטתו זו של בית המשפט, ניתנה למרות האחוזה הגבוהה של תובעים לא אמריקאיים וקנדיים (80%-85%) וכן לאור העובדה, שמועד הגשת התביעה בקנדה, התנהלו במקביל תביעות זהות בארה"ב. טענות הנתבעת נדחו, בין היתר לאור קביעתו של בית המשפט, כי אין בקיומם של הליכים מקבילים בארה"ב בכדי למנוע את המשך ההתדיינות המשפטית בקנדה.

-
79. לסקירת ההתפתחות ההיסטורית של ההליכים והצעת הפשרה, שהתקבלה על ידי בית המשפט בהולנד, ראו: Kevin LaCroix, Plaintiffs' Lawyers Pursue Non-U.S. Securities Litigation Alternatives After Morrison, Jan. 11, 2011, <http://www.dandodiary.com/2011/01/articles/securities-litigation/plaintiffs-lawyers-pursue-nonus-securities-litigation-alternatives-after-morrison/> (נבדק לאחרונה ב-6.11.2011). שם. 80.
80. Comment Letter: Comments by The Canadian Bar Association on the SEC-PAPER [Release No. 34-63174; File No. 4-617] Study on Extraterritorial Private Rights of Action (Feb. 18, 2011). שם. 81.
81. Kevin LaCroix, In Landmark Rulings, Ontario Court Allows IMAX Securities Suit to Proceed, Certifies Class, Dec. 15, 2009, <http://www.dandodiary.com/2009/12/articles/securities-litigation/in-landmark-rulings-ontario-court-allows-imax-securities-suit-to-proceed-certifies-class/> (נבדק לאחרונה ב-6.11.2011). שם. 82.
82. שם. 83.

ה. סיכום

אנו סבורים, כי לאור אימוצו של ה-transaction test בפסק דין Morrison ויישומו העקבי בפסקי דין מאוחרים, נסתם הגולל על אפשרות משקיעים ישראלים לתבוע בארה"ב ועל שאיפתו של בית המשפט בעניין שטרן לכבד את סמכותו של בית המשפט הזר על בסיס אחווה בינלאומית. כפי שעולה בבירור מפסק הדין בעניין Perrigo, בעלי מניות ישראלים, שירכשו מניות של חברות אמריקאיות בבורסה בתל-אביב שלא בהתאם לתנאים שנקבעו ב-transaction test, לא יהיו זכאים לטעון טענותיהם ולקבל סעד ופיצוי מבתי משפט אמריקאיים.

לדעתנו, פתרון המהווה איזון ראוי בין המטרות השונות של הסדר הרישום הכפול מבוסס על קביעה, כי הדיווחים, בתוכם ובמהותם, יהיו לפי הדין הזר. הגורם המפקח יהיה רשות ניירות הערך הזרה, וזאת תוך שמירת סמכות ניירות הערך הישראלית כפי שמעוגנת בחוק ניירות ערך כיום.⁸⁴ יחד עם זאת, על מנת להבטיח כי למשקיע הישראלי תישמר הזכות לקבל סעד אזרחי בבית משפט ישראלי, ללא קשר לניהול תביעה בעילות/זיקות דומות בחו"ל על ידי משקיעים אחרים, לדעתנו יש "לייבא" את ה-transaction test וליישמו באותו אופן בו יושם בעניין Morrison - קרי, בחינת כל מקרה לפי נסיבותיו לעניין מקום ביצוע רכישת ניירות הערך של החברה (בבורסה בישראל) במסגרת הסדר הרישום הכפול וזאת, על פי הוראות חוק ניירות ערך הישראלי. יודגש, יש לתת את הדעת לאפשרות כי מערכות משפט שונות עשויות לפרש מושגי שסתום משפטיים, דוגמת "רכישת ניירות ערך",⁸⁵ בצורה שונה ובכך, עלולה להיווצר סיטואציה בעייתית בה תובע ישראלי אינו זכאי לקבלת סעד שכן בית משפט ישראלי עלול לפרש כי בנסיבות של תובע פלוני, אין מדובר ברכישה של ניירות ערך על פי הדין הישראלי. על מנת למנוע סיטואציה שכזו, אנו מציעים כי בד בבד עם אימוצו של מבחן ה-transaction test, יאומץ הכלל על פיו בעת בירור תביעות שהוגשו בישראל בהקשר לרכישת ניירות ערך של חברות דואליות, מושגי שסתום, דוגמת רכישת ניירות ערך, יפורשו בהתאם לדין הזר.

84. כך לדוגמה, סעיף 35כד(א) לחוק ניירות ערך מעגן את סמכותה של רשות ניירות ערך לחייב תאגיד חוץ למסור פירוט, ידיעות ומסמכים הכלולים במסמך הרישום או הנדרשים לפי הדין הזר וכן את סמכותה של הרשות להיוועץ עם גופי אכיפה זרים. סעיף 35כד(ב) לחוק ניירות ערך מתיר לרשות, בכפוף לתנאים הקבועים בתת הסעיף, להורות לתאגיד החוץ להגיש דוח מיידי המתקן מסמך רישום, אם נוכחה הרשות כי הפרטים במסמך הרישום שהוגש אינם כנדרש לפי הדין הזר.

85. סעיף 1 לחוק ניירות ערך מגדיר "רכישת ניירות ערך" כ-"לרבות רכישה דרך הקצאה שעה שהניירות מונפקים לראשונה".