

Omnicare: issuer's belief and opinions made with care

על הפרשה החשובה ביותר שניתנה בבית המשפט העליון בארצות-הברית בשנת 2015 - בשולי הפסיקה

עו"ד ורד שיידמן*

א. הקדמה

שנת העבודה של הקהילה המשפטית התאגידית העולמית נושאת עימה, בדרך כלל, בשורה חדשה אחת לפחות, שבה מקודמים נושאים תאגידיים בוערים, או מגיע הקץ לנוהג פסול אשר מיטיב עם פרט על חשבון ציבור שלם של משקיעים. בשנת 2015, דומה כי הבשורה הזאת נמסרה על ידי בית המשפט העליון בארצות-הברית, עת בית המשפט נתן את התייחסותו להבעת עמדות והצהרות של נושאי משרה בחברה בטופסי רישומה של החברה המבקשת להנפיק את מניותיה לציבור. בעשותו כן, קשר בית המשפט העליון את גורלן של הצהרות מסוג של הבעת עמדה או דעה, עם דיני הגילוי הנאות הנאכפים מכוח עקרונות השקיפות הקבועים בחוקי ניירות הערך.

דיני ניירות הערך האמריקאיים קובעים חובות גילוי נאות כלפי חברות שמניותיהן נסחרות בזירות מסחר רשומות. חובות אלו כוללות את החובה לבצע גילוי של פרטים מהותיים באופן מלא ואוסרות על מסירת פרטים כוזבים ומצגים כוזבים, אשר יש בהם כדי להטעות את המשקיע הסביר (Misrepresentation). כמו כן, חובות הגילוי קובעות את החובה שלא להסתיר פרטים מהותיים מהמשקיעים, אשר יש בהם כדי להטות את התמונה הכוללת שנמסרה למשקיעים (Omission).¹

* הכותבת היא העורכת הראשית של GCL – Global Comparative Law. תודתי נתונה לעורכת הדיון סגל לזרוביץ, על הערותיה החשובות למאמר זה.

1. החוקים הרלוונטיים ביחס לחובות הגילוי הנאות בארצות-הברית, הינם Securities Act of 1933 (להלן: "חוק ניירות ערך") ו-Securities Exchange Act of 1934 (להלן: "חוק המסחר בניירות ערך"). הסעיף העיקרי אשר דן בחובות הגילוי הנאות, הוא סעיף 10(b) לחוק המסחר בניירות ערך משנת 1934, אשר מכוחו, פרסמה הרשות לניירות ערך הנחיה הידועה גם ככלל 10b-5. סעיף וכלל זה, הם אשר מעגנים את האיסור החוקי לבצע תרמית בניירות ערך. ניתן למצוא את חוקים אלה ואת ההנחיה, גם באתר GCL – Global Comparative Law: www.gcl.co.il. מלבד הסעיפים הכלליים האוסרים על מסירת מצגים כוזבים, פרק 11 לחוק ניירות ערך, שהוא הסעיף העיקרי נשוא פרשת Omnicare, הוא הסעיף הקובע את חובת הגילוי הנאות בטופסי רישום חברה למסחר ולצד זה, אף את האיסור הספציפי להטעות את ציבור המשקיעים במסמכים אלה.

לצד איסורים קפדניים אלה, ומתוקף תפקידה וסמכותה להוציא אל הפועל ולאכוף את דיני ניירות הערך האמריקאיים, קבעה הרשות לניירות ערך בארצות-הברית (SEC) מספר פטורים או חריגים לתחולת החובה לגילוי נאות של חברות ציבוריות, וכן את האיסור להסתיר או להשמיט פרטים מהותיים שיש בהם כדי לפגוע במצג הכולל אשר נמסר או לגרוע ממנו. פטורים אלה מכונים "נמלי מבטחים" (SafeHarbors).²

פרשת **Omnicare**³ ניתנה בבית המשפט העליון בארצות-הברית ביום 24 במרץ 2015, במסגרת ערעור על הכרעתה של ערכאת הערעורים הפדרלית השישית. ההחלטה שניתנה בבית המשפט העליון בארצות-הברית, נסבה סביב שאלה משפטית עיקרית אחת - עד כמה יש לחייב נושא משרה בחברה לעמוד מאחורי הצהרותיו, גם כאשר הצהרות אלו הינן בגדר הבעת עמדה או דעה? בפרשת **Omnicare** בית המשפט העליון ביקש לבחון, האם יש מקום להחריג או לצמצם את תחולת פרק 11 לחוק ניירות ערך, אשר קובע אחריות קשיחה יחסית ביחס למצגים מטעים ולהשמטות של פרטים מהותיים על גבי טופסי הרישום של החברה המוגשים לרשות לניירות ערך. עד להכרעה בפרשת **Omnicare**, ניתן לומר באופן כללי, כי מצגים בטופסי הרישום של חברה למסחר, אשר היו בבחינת הבעת עמדה או דעה אישית, לא הקימו חבות ואחריות כלפי נותניהם, במסגרת האיסור להציג מצגים כוזבים או במסגרת האיסור להשמיט פרטים מהותיים.

במאמר זה, נבחן את אירועי פרשת **Omnicare** ואת הגדרתה של הצהרה עובדתית והשוואתה להצהרה שהיא בבחינת הבעת עמדה או דעה; נעמוד על משמעותה של הלכת **Omnicare** ונבחן, האם זוהי הלכה מוגבלת (פסק הדין ניתן ביחס להצהרות הנמסרות במסמכי רישום חברה למסחר לפי פרק 11 לחוק ניירות ערך), או שמא עשויות להיות לה גם השלכות על הצהרותיה של חברה ציבורית הנמסרות במסגרות אחרות; לבסוף, נבחן כבחינה ראשונית בלבד, מה הספיקו לעשות הערכאות הנמוכות יותר עם הלכת **Omnicare**.

2. כך לשם הדוגמה, נקבע נמל מבטחים ביחס להצהרות צופות פני עתיד של מנפיקת ניירות ערך. הרשות לניירות ערך קבעה פטור ביחס להצהרות צופות פני עתיד, בהתקיים תנאים מסויימים. נמל מבטחים זה מנשיאה באחריות לפי סעיף 10(b) לחוק המסחר בניירות ערך, ביחס להצהרות של חברה מנפיקה, שהן בבחינת הצהרות צופות פני עתיד. הדיון בתחולתם של פטורים כאלה או אחרים, שנקבעו על ידי הרשות לניירות ערך בארצות-הברית, לא עלה במסגרת פרשת **Omnicare**, אולם שאלת נמלי המבטחים עשויה להפוך לשאלה מעניינת במסגרת בחינת יישומם של נמלי מבטחים, דוגמת נמל המבטחים מסוג הצהרות צופות פני עתיד, בעקבות העקרונות שנקבעו בהלכת **Omnicare**, אם הרשות לניירות ערך תחליט לפרש את פסק הדין באופן תכליתי, ולא דווקא באופן מילולי, כחל אך ורק על הצהרות הנמסרות בטופסי רישום חברה למסחר. שאלת רוחב תחולתה של הלכת **Omnicare** תידון באופן חלקי בלבד במאמר זה.

3. **Omnicare, Inc., ET AL. v. Laborers District Council Construction Industry Pension Fund ET AL.**, No. 13-435 (נדון ביום 3 בנובמבר 2014, וניתן ביום 24 במרץ 2015) (פורסם באתר GCL - Global Comparative Law : www.gcl.co.il).

ב. מצג שווא ואי-גילוי נאות - הדין הכללי בארצות-הברית

על פי דיני ניירות הערך בארצות-הברית, מכירה של מניות חברה לציבור כפופה להגשתם של מספר טפסים לרשות לניירות ערך בארצות-הברית - ה-SEC (להלן: "הרשות"), כאשר הטופס הראשון מביניהם הוא טופס הרישום (registration statement), ולאחריו מוגש גם תסקיף מפורט המשקף את מצב החברה ערב הנפקתה. על פי דיני ניירות הערך בארצות-הברית,⁴ לרבות הנחיות הרשות מכוחם, אם טופס הרישום כולל הצהרה כוזבת של פרט מהותי או משמיט פרט מהותי, אשר נדרש על מנת שהמצג החלקי שנמסר לא יהפוך למצג כוזב, אזי מי שרכש נייר ערך יכול לתבוע את נזקיו מהמנפיקה.

בפרשת **Omnicare**, בית המשפט העליון נדרש לבחון את השאלה - כיצד יש ליישם את האיסורים הללו ביחס להבעת דעה או עמדה של נושא משרה בחברה בטופסי הרישום שלה, ערב הנפקתה לציבור?

חוק ניירות הערך האמריקאי⁵ מגן על משקיעים, בכך שהוא מחייב חברות המנפיקות ניירות ערך לציבור (להלן: "המנפיקות"), לבצע גילוי מלא ונאות של מידע הרלוונטי להנפקה הציבורית. תכליתו של חוק זה מיושמת בפועל, על ידי דרישות הרישום. דרישות הרישום מהוות את הבסיס ואת הליבה של חובות הגילוי הנאות בארצות-הברית. מבלי להתייחס כרגע לחריגים, מנפיקה זכאית להציע את מניותיה לציבור רק לאחר שהגישה טופס רישום מטעמה. על טופס זה לכלול פרטים מפורשים הנוגעים לחברה עצמה ולמניות המוצעות למכירה. מעבר לדרישות אלו, המנפיקה רשאית לכלול פרטים נוספים, הן של עובדה והן של דעה או עמדה.

פרק 11 לחוק ניירות ערך מבטיח את עמידתן של חברות מנפיקות בחובות הגילוי המוטלות עליהן, בין היתר, על ידי מתן זכות תביעה לרוכש נייר הערך נגד המנפיקה ונגד הדירקטורים ונושאי המשרה בה, לרבות החתמים, בגין מצג כוזב או השמטתו של פרט מהותי בטופס הרישום. פרק 11 האמור, קובע שתי דרכים לחייב מנפיקה בגין תוכנו של טופס הרישום שהגישה: הדרך האחת, שמה דגש על תוכן ההצהרה, והדרך השנייה, שמה דגש על מה שהושמט ממנה. בכל מקרה ובכל דרך שיבחר התובע, הוא אינו נדרש להוכיח, כי הנתבע פעל מתוך כוונה להונות או לרמות.⁶

4. ראו פרק 11 לחוק ניירות ערך.

5. ראו חוק ניירות ערך, ה"ש 1 לעיל.

6. **Herman & MacLean v. Huddleston**, 459 U. S. 375, 381-382. העובדה שהתובע אינו נדרש להוכיח כוונה בגין הפרת פרק 11, עמדה בלב אחת הביקורות של פרשת **Omnicare** משום שלכאורה, על פי ההלכה, תיידרש הוכחה של יסוד נפשי כלשהו, כאשר עסקינן בהצהרות של הבעת דעה או עמדה.

ג. האירועים והעובדות בפרשת Omnicare

פרשת Omnicare נולדה בעקבות טופס רישום שהמנפיקה-העותרת, חברת Omnicare (להלן: "Omnicare", "החברה"), הגישה במסגרת הנפקה ציבורית של מניותיה הרגילות. Omnicare הינה אחת החברות הגדולות בארצות-הברית המספקת שירותי רוקחות לבתי אבות. טופס הרישום של Omnicare כלל ניתוח בדבר השלכותיהם של מספר חוקים פדרליים ומדינתיים על המודל העסקי שלה, לרבות הנחות שנהגה לקבל מיצרני תרופות.

שתי הצהרות אשר היו רלוונטיות לאירועים נשוא פסק דין זה, התייחסו לעמדתה של Omnicare בקשר לעמידתה בדרישות הדין. בשתי ההצהרות נאמר:

- אנו מאמינים, כי ההסדרים החוזיים של החברה עם ספקים של שירותי בריאות ועם ספקי תרופות, וכן נוהלי הרוקחות של החברה, עומדים בדרישות הדינים המדינתיים והפדרליים.
- אנו מאמינים, כי ההסכמים החוזיים של החברה עם יצרני תרופות הם חוקיים, ומהווים הסדרים כלכליים תקפים אשר מוסיפים ערך למערך מתן שירותי הבריאות וללקוחות החברה.

להצהרות אלו התלוו שתי אזהרות:

באותו העמוד שבו הופיע המצג הראשון, דיווחה Omnicare על קיומם של הליכי אכיפה מדינתיים תלויים ועומדים נגד יצרני תרופות, בגין תשלומים שהציעו היצרנים לבתי מרקחת אשר זה מכבר נפטרו ממוצריהם. עוד הזהירה החברה, כי החוקים החלים בנסיבות אלו, עשויים להתפרש בעתיד באופן שאינו קונסיסטנטי עם הפרשנות שהעניקה החברה.

ביחס למצג השני, העירה החברה, כי הממשל הפדרלי כבר ביטא "חשש משמעותי" ביחס להנחות שניתנו על ידי חלק מהיצרנים לבתי המרקחת והחברה אף הזהירה כי עסקיהם של בתי המרקחת עלולים לספוג נזק אם היצרנים יחדלו מלהעניק הנחות אלו.

ד. עילות תביעתה של התובעת

התובעות בתיק זה הינן משקיעות, קרנות פנסיה, אשר רכשו את מניות החברה במסגרת הנפקתה לציבור (להלן: "התובעות", "הקרנות").

בתביעתן, טענו הקרנות, כי שתי ההצהרות הללו ביחס לעמידת החברה בתנאי החוקים השונים, הקימו לטובתן עילת תביעה מכוח פרק 11 האמור. בצטטן תביעות נגד החברה שהתבררו ונדונו במערכת הפדרלית, טענו התובעות, כי

קבלת ההנחות שהציעו מספר יצרני תרופות, היוותה תשלומי שוחד בניגוד לדין. בהתאם לכך, נטען בתביעה, כי Omnicare הציגה מצגים כוזבים בקשר לעמידתה בתנאי החוק, וכי בנוסף על כך, מסרה פרטים חלקיים בלבד, בעוד שהפרטים שהסתירה היו פרטים מהותיים, שהיה בהם כדי לשנות את התמונה כולה לו נמסרו כראוי לציבור המשקיעים.

לבסוף, טענו הקרנות, כי איש מנושאי המשרה או מהדירקטורים בחברה לא חשב, וכלשון פסק הדין - לא היה בעל יסוד סביר להניח ("possessed reasonable grounds"), כי העמדות והדעות שנמסרו במסמכי הרישום, היו נכונות ומלאות במועד מסירתן. נטען בתביעת הקרנות כי אמנם אחד מעורכי דינה של החברה הזהיר, כי חוזה אחד באופן מיוחד, נשא סיכון לנשיאה בחבות בגין הפרת האיסור לתשלומי שוחד (kickbacks), כלומר, כי לכל הפחות הייתה ידיעה בדבר אי-הדיוקים שבמצג זה, אולם עם זאת, הקרנות הבהירו, כי הן מימשו את זכותן כתובעות, להגיש תביעתן מכוח פרק 11 לחוק ניירות ערך משנת 1933 (Civil Liabilities on Account of False Registration Statement), משום שזוהי עבירה אשר אינה מצריכה יסוד נפשי, ומשום שפרק 11 לחוק ניירות ערך קובע אחריות מוחלטת של מוסרי המצג הכוזב בטופסי הרישום של חברה למסחר. בלשון אחרת - התובעים טענו כי הם נמנעו במתכוון, מהגשת תביעה בעילות של תרמית או של פעולות אסורות שבוצעו במתכוון או ברשלנות, משום שבעילות אלה, נדרשת הוכחת יסוד נפשי, בעוד שעל פי התביעה שהוגשה, נמסרה מסכת עובדתית מספקת, על מנת לקבוע קיומם של אי-דיוקים, השמטת פרטים מהותיים והטעייה, על מנת שניתן יהיה להטיל אחריות על הנתבעים בגין הפרת חובותיהם לפי פרק 11 לחוק ניירות ערך.

ה. פסיקת הערכאות הנמוכות בפרשת Omnicare

1. החלטות בית המשפט המחוזי

בית המשפט המחוזי נעתר לבקשתה של החברה הנתבעת - Omnicare, לדחות את התביעה כנגדה על הסף. לעמדת בית המשפט דלמטה, הצהרות ביחס לעמידת החברה בדרישות הדין, היו בגדר "מידע רך", ועל כן הינן ברורות-תביעה רק אם אלה שמסרו את ההצהרות ידעו, במועד מסירתן, כי ההצהרות היו כוזבות. בית המשפט קמא הסיק, כי תביעת הקרנות לא עמדה בדרישות ובסטנדרטים הנדרשים מתביעה מסוג זה, משום שבשלבי התביעה, נטען כי "נושאי המשרה בחברה ידעו שהם מפרים את החוק", טענה אשר כשלעצמה, לא הייתה מספיקה כדי להקים עילת תביעה זו, בהיעדר ראיות אחרות המצביעות על אותה ידיעה נטענת.

2. החלטות ערכאת הערעורים השישית

הערעור על החלטתו של בית המשפט המחוזי הפדרלי לדחות את תביעת הקרנות על הסף, הוגש לערכאת הערעורים השישית, אשר הפכה את החלטתו של בית המשפט המחוזי.

ערכאת הערעורים השישית הכירה בכך, ששתי ההצהרות שפורטו בתביעה, התגבשו לכלל "הבעת עמדה" (opinion) בקשר לעמידת החברה בדרישות הדין, ולא בהכרח היו עובדות מוצקות. ואולם, למרות זאת, פסקה ערכאת הערעורים השישית, כי בניגוד לקביעתו של בית המשפט המחוזי, כל שהקרנות נדרשו לעשות בשלב הגשת התביעה, היה לטעון, כי ההצהרות נשוא אמונתם של נושאי המשרה, היו בגדר הצהרות כוזבות מבחינה אובייקטיבית (objectively false). הקרנות לא נדרשו לטעון, כי מי מנושאי המשרה בחברה הטיל ספק בהצהרות במועד מסירתן, או שלא האמין להן.

ה. הערעור לבית המשפט העליון בארצות-הברית

חברת Omnicare הגישה ערעור לבית המשפט העליון בארצות-הברית על החלטתה של ערכאת הערעורים השישית. בית המשפט העליון נדרש לבחון את יחסו של פרק 11 לחוק ניירות ערך להבעת עמדה או דעה.

בית המשפט העליון דחה את הכרעתה של ערכאת הערעורים השישית, בטענה כי היא יישמה סטנדרטים שגויים לבחינת עילות התביעה של הקרנות.

המותב הנכבד של בית המשפט העליון בארצות-הברית כלל את השופטים: קייגן (שנתן את פסק הדין), ושלעמדתו הצטרפו **רוברטס, קנדי, גינסבורג, בראייר, אליטו ו-סוטומאייר**. בית המשפט עליון פסק, כי בהתקיים תנאים מסויימים, גם הבעת עמדה עשויה להתגבש לכדי מצג שווא אסור. השופטים הנכבדים **סקאליה ותומאס** צירפו עמדות משלהם, לפיהן החלטת הרוב התקבלה מבחינתם באופן חלקי בלבד.

ו. הניתוח המשפטי של בית המשפט העליון את פרק 11 לחוק ניירות ערך

פרק 11 לחוק ניירות ערך מקים לטובת מי שרכש ניירות ערך ונפגע עקב פרט מהותי כוזב שפורסם במסמכי הרישום של החברה, זכות תביעה נגד גורמים שונים בחברה, לרבות חתמי ההנפקה. הסעיף מקים לנפגע מצד אחד, את זכות התביעה, ומצד שני, את החבות של החברה ושל נושאי המשרה בה למסור פרטים מהותיים, אמיתיים ומלאים.⁷

[VS1] עם הערות:

7. פרק 11 לחוק ניירות ערך קובע כדלקמן:

בחינת התייחסותו של פרק 11 לחוק ניירות ערך להצהרות של נושאי משרה, נעשתה בבית המשפט העליון בשני שלבים, בהתאם לשני חלקיו של הפרק, ובהתאם לשתי התיאוריות שהוצגו בתביעת הקרנות: **ראשית**, בית המשפט העליון נדרש לבחון את הטענה היסודית של הקרנות, לפיה החברה מסרה מצגים כוזבים של פרטים מהותיים במסמכי ההנפקה, בעת שהצהירה, כי היא מאמינה שהיא עומדת בדרישות הדין. **שנית**, ולאחר בחינת השאלה הראשונה, בית המשפט העליון נדרש לבחון את טענת הקרנות, כי החברה השמיטה (omission) פרט מהותי במסמכי הרישום שלה ברשות, השמטה אשר הולידה מצג מטעה.

בניגוד לעמדתן של שתי הערכאות הנמוכות, פסק בית המשפט העליון, כי שתי הטענות האמורות, מעוררות שאלות משפטיות שונות. במתן הכרעה ביחס לשאלה הראשונה, בית המשפט נדרש לקבוע, אימתי הבעת עמדה מתגבשת לכדי מסירת מצג עובדתי כוזב. במתן הכרעה ביחס לשאלה השנייה, בית המשפט נדרש לקבוע, אימתי יראו בהבעת עמדה כהטעיית הציבור לנוכח השמטתו של פרט עובדתי.

2. האבחנה בין הצהרת עובדה ובין הבעת עמדה

ערכאת הערעורים השישית פסקה, וכך גם טענו הקרנות במעמד הערעור לבית המשפט העליון, כי הצהרה בטופס הרישום שהיא בבחינת הבעת דעה, ואשר לימים הסתבר כי הינה מוטעית, אפילו שהבעת העמדה נמסרה מתוך אמונה כי זוהי הצהרת אמת במועד מסירתה - עשויה להתגבש להצהרה כוזבת של פרט מהותי. כפי שטענו הקרנות, הצהרה ביחס לאמונה כלשהי עשויה לייצר הנחה ביחס לאמונת מוסר ההצהרה. הצהרה כי "אני מאמין ש-X הוא אמת", היא לעיתים קרובות אינדיקציה לכך ש-X אכן הוא אמת. מתוך טיעון זה, הסיקו הקרנות, כי מצג המנפיקה, לפיו "היא מאמינה שהחברה עומדת בדרישות הדין", משמעו כי בפועל, החברה המנפיקה אכן עמדה בדרישות הדין, עובדה שהסתברה כהצהרה מהותית כוזבת, בלי קשר למה שהאמין מוסר ההצהרה.

"SEC. 11. (a) In case any part of the registration statement, when such part became effective, contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, any person acquiring such security (unless it is proved that at the time of such acquisition he knew of such untruth or omission) may, either at law or in equity, in any court of competent jurisdiction, sue..."
(ציפי – צריך להפוך את הפיסקה לתלויה לצד שמאל)

בית המשפט העליון פסק, כי טיעון זה שגוי ואינו נכון, משום שהוא מבלבל בין הצהרת עובדה ובין הצהרה של אמונה מסויימת. עובדה (fact) הינה מעשה שנעשה או שהתקיים, או אירוע שהתרחש. לעומת זאת, דעה (opinion) הינה אמונה או עמדה, או לחלופין, רגש שנוצר במוחו של אדם לגבי אדם או נושא. החשוב בעניין זה הוא, כי הצהרה ביחס לעובדה מבטאת ודאות ביחס למשהו, בעוד שהצהרת דעה או עמדה אינה ודאית.

האבחנה המושגית בין עובדה להבעת עמדה היא ברורה, והקונגרס האמריקאי ביצע אף הוא אבחנה ברורה בין שני המושגים הללו בפרק 11 לחוק ניירות ערך, בקובעו אחריות של חברות המנפיקות ניירות ערך בגין מצגים כוזבים ביחס להצהרות של עובדות שאינן אמת.

מנגד, בפועל, האבחנה בין שני המושגים הנ"ל אינה פשוטה. טלו לדוגמה הצהרת מנכ"ל, כי הטלוויזיות מתוצרת החברה המנפיקה הן בעלות הרזולוציה הגבוהה ביותר בשוק, לעומת הצהרת מנכ"ל, כי הוא מאמין או חושב, שהטלוויזיות המיוצרות על ידי החברה, הינן בעלות הרזולוציה הגבוהה ביותר בשוק.

ההצהרה הראשונה היא בבחינת מידע כוזב, אם מתברר, כי יצרנית מתחרה החלה לייצר טלוויזיות בעלות רזולוציה גבוהה יותר חודש לפני מסירת מצגו של המנכ"ל, אפילו שבמועד מסירת המצג המנכ"ל לא ידע על המוצר החדש של החברה המתחרה. הצהרת המנכ"ל אינה בגדר "ניפוח העובדות" (puffery), אלא בגדר קביעה (determinate statement) ביחס לטלוויזיות שמייצרת החברה המנפיקה. עם זאת, המנכ"ל, בתמימות יש לציין, מסר עובדות כוזבות. מנגד, באותה מסכת נסיבות, ההצהרה השנייה נותרת הצהרה נכונה, משום שהמנכ"ל אכן האמין, כי הטלוויזיות המיוצרות על ידי החברה המנפיקה, הן בעלות הרזולוציות הגבוהות ביותר למיטב ידיעתו. אפילו אם בעתיד מתברר, כי ההצהרה לא הייתה נכונה, היא לא תתגבש להצהרה כוזבת, משום שהמצהיר, המנכ"ל, אכן האמין באמיתות הצהרתו, ועל כן היא מוחרגת מן הכלל האוסר על מסירת מצגים מהותיים כוזבים. המצג מן הסוג השני שמסר המנכ"ל, לא הקים כלפי חבות ואחריות, בגין מסירת מצג כוזב לפי פרק 11 לחוק ניירות ערך, משום, שכאמור, כאשר אמר כי הוא "מאמין" כי החברה עומדת בדרישות הדין, הוא אכן האמין להצהרה שמסר, ועל כן לא ניתן לומר עליו כי הוא מסר מידע כוזב, גם אם הסתבר מאוחר יותר, כי המידע היה שגוי. המידע שמסר המנכ"ל בנסיבות אלו, היה מצג אמיתי, משום שהמנכ"ל הביע דעה, ובוודאי שלא ביסס וודאות ביחס לעמידת החברה בחובותיה על פי דין.

בית המשפט העליון פסק, כי האמור לעיל מותיר מקום לאפשרות למסור מצג כוזב לפי פרק 11 לחוק ניירות ערך, גם בדרך של הבעת דעה או עמדה. חברת Omnicare עצמה הסכימה אף היא עם העיקרון, כי כל הצהרה של הבעת דעה מאשרת עובדה אחת לפחות - כי הדובר מוסר פרטים שהוא מאמין בהם. הבעת

עמדה כשלעצמה, מהווה הצהרה על קיומה של אמונה ביחס לפרטים הנמסרים. מסיבה זו, הצהרת המנכ"ל ביחס למוצר ("אני מאמין כי החברה שלנו מייצרת את הטלויזיות בעלות הרזולוציה הגבוהה ביותר בשוק"), הופכת להצהרה עובדתית כוזבת, אם המנכ"ל לא האמין בדברים מסר, ואם המנכ"ל היה ער לקיומו של מוצר מתחרה בעל רזולוציה גבוהה יותר במועד מסירת הצהרתו. אותו עיקרון בדיוק, חל גם על ההצהרה של מנכ"ל, לפיה החברה עומדת בדרישות הדין ממנה, אם במועד מסירת ההצהרה המנכ"ל ידע, כי החברה אינה עומדת בדרישות הדין. במקרים כאלה, חלקו הראשון של פרק 11 לחוק ניירות ערך יקים אחריות וחבות כנגד המצהיר, בהנחה שההצהרה נוגעת לפרטים מהותיים כמובן.

לצד זאת, בית המשפט העליון הכיר בכך שישנם משפטים הנכתבים במסמכי הרישום אשר מנוסחים כהבעת עמדה, תוך שימוש במילים "אני מאמין", כאשר בפועל, הם מהווים הצהרה של עובדה. חיזוק לכך ניתן למצוא בדוגמה הבאה: נניח שהמנכ"ל היה מצהיר, כי הוא מאמין שהחברה היא יצרנית של טלוויזיות בעלות הרזולוציות הגבוהות ביותר, משום שהחברה משתמשת בפטנט מסויים שאין לחברות אחרות גישה אליו - אמנם הצהרה כזו מנוסחת בדרך של הבעת דעה ואמונה, אולם בפועל, יש כאן הצהרות עובדתיות שלא ניתן להתעלם מהן.⁸ בהתאם לכך, אחריות לפי פרק 11 לחוק האוסר על מצג כוזב, תחול (בהנחה כי עסקינן כמובן בפרטים מהותיים המהווים תנאי להתגבשות האיסור) לא רק כאשר הדובר לא האמין במה שהוא מסר, אלא גם אם העובדה שביססה את האמונה שלו הסתברה כלא נכונה.

ח. האם מצג כוזב הוא גם דעה שהסתברה מאוחר יותר כשגויה?

שתי ההצהרות שבגינן הגישו הקרנות את תביעתן, מהוות הצהרות שהן בבחינת הבעת דעה. האימרות שבגינן הוגשה התביעה נגד Omnicare, מתייחסות להצהרת החברה, כי היא עומדת בדרישות הדין. הקרנות לא טענו, כי הצהרות אלו נמסרו מתוך ידיעה מוקדמת, כי זהו אינו המצב. כלומר, לא היה חולק, כי הצהרות אלו נמסרו מתוך אמונה של מי שמסר אותן, כי זהו המצב לאשורו.

8. בית המשפט העליון הפנה גם לפרשת *Virginia Bank-shares, Inc. v. Sandberg*, 501 U. S. 1083, 1109 (1991) שניתנה בבית המשפט העליון בארצות-הברית, שבה פסק השופט הנכבד סקאלייה, כי הצהרה של חברה יכולה מחד, לאשר את אמונתו או את דעתו של מוסר ההצהרה, ומאידך, גם לאשש את קיומה של עובדה מהותית.

תחת זאת, הקרנות טענו, כי אמונתה של חברת Omnicare הסתברה מאוחר יותר, כבלתי נכונה. כלומר, לעמדת הקרנות, לא משנה מה חשבה החברה במועד מסירת ההצהרות על גבי טופס הרישום, בפועל, הסתבר כי החברה הפרה את החוקים האוסרים על תשלומי שוחד (anti-kickback laws).

בית המשפט העליון פסק, כי לא די בכך שהסתבר בדיעבד, כי ההצהרה לא הייתה נכונה, על מנת להקים חבות מכוח פרק 11 לחוק ניירות ערך. נפסק, כי הבעת דעה כנה שהסתברה כמוטעית, אינה זהה ואינה משולה להצהרה כוזבת של פרט מהותי, אפילו אם יעלה בידי המשקיע להוכיח, כי האמונה הייתה מוטעית.

פרק 11 לחוק ניירות ערך מוגבל לעובדות מוטעות, ואינו מתיר למשקיעים לבחון מחדש הערכות סובייקטיביות בדיעבד. במילים אחרות, פרק 11 לחוק אינו מהווה הזמנה לבחון מחדש את עמדותיהן של חברות מנפיקות כהזמנה גורפת.

ט. האם השמטה של פרט מהותי במסגרת הבעת עמדה, מקימה חבות כלפי המנפיקה מכוח פרק 11 לחוק?

הכרעתו של בית המשפט לא הסתיימה כאן, לנוכח טענות הקרנות, גם ביחס להשמטתם של פרטים מהותיים (omission) אשר הסתמכו על פרק 11 לחוק ניירות ערך. לטענת הקרנות, החברה לא מסרה את מלוא הפרטים המהותיים ביחס להצהרתה בדבר עמידתה בדרישות הדין, אשר נדרשו על מנת להפוך את טענתה בדבר עמידתה בדרישות הדין, להצהרה שאינה מטעה.

הצדדים לא היו חלוקים לגבי העובדה המשפטית, כי שאלת היות ההצהרה בגדר "הצהרה מטעה", תלויה רבות בתפיסתו של המשקיע הסביר. הבחינה, בדומה לבחינת המהותיות, היא בחינה אובייקטיבית.⁹ על כן, ולנוכח זאת, נותר לבית המשפט העליון לבחון, האם השמטתו של פרט עשויה להפוך את הבעת העמדה, גם אם בפועל היא נכונה, כמטעה למשקיע סביר.

החברה טענה, כי הדבר אינו אפשרי. לעמדת Omnicare, אף אדם סביר, בכל הקשר שהוא, לא יראה בהבעת עמדה כהעברת מסר נוסף מעבר לדעותיו

9. ראו גם פרשת TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U. S. 438, 445 (1976), שם נפסק, כי 'משמעותיות' הפרט שהושמט או המצג הכוזב בדיני ניירות הערך האמריקאיים, נבחנת מנקודת ראותו של המשקיע הסביר: "... the securities laws care only about the significance of an omitted or misrepresented fact to a reasonable investor."

הספציפיות והאישיות של מוסרה. כלומר, Omnicare קיוותה לתחום הבעת עמדה במסגרת עמדתו האישית של מוסרה בלבד, ועל כן, דעה אינה יכולה להיבחן על פי מבחני המשקיע הסביר. לעמדת Omnicare, כל עוד נמסרת עמדה ודעה באופן כן ואמיתי, לא ניתן לראות בעמדה כמטעה ביחס לכל נושא שבה, ולצורך כך, אין זה משנה כלל, אלו עובדות נלוו לדעה שהובעה. לפיכך, הסיקה Omnicare, כי הצהרות שהן בבחינת הבעת עמדה, חסינות מפני אחריות לפי חלקו השני של פרק 11 לחוק, בדיוק כשם שמתקיימת חסינות גם לגבי חלקו הראשון של הפרק.

בית המשפט העליון פסק, כי יש קורטוב של אמת בטענה זו של Omnicare. אדם סביר מבין, ובהתאם לכך אף לוקח בחשבון, כי קיימים הבדלים בין הצהרת עובדה ובין מסירת עמדה או דעה. אדם סביר מייחס למילים, כגון "אני מאמין" ו"אני סבור", משמעות של חוסר ודאות ביחס ליתר הדברים הנלווים לפתיח זה, ועל אחת כמה וכמה, כאשר מילים אלו מופיעות על גבי טופס רישום הנדרש על פי חוק, ואשר משקיע סביר יודע, כי כל מילה ומילה על גבי טופס רישום כזה, נמדת על מנת לוודא את התאמת האמור לדרישות הדין. בקוראו מסמך מסוג זה, המשקיע מבחין בין משפטים מסוג "אני מאמין כי X הוא אמת" ובין משפטים מסוג "X הוא אמת", ועל כן השמטה של פרט שכל נפקותו היא להפריך את ההצהרה שנמסרה, אינה הופכת את ההצהרה שנמסרה למטעה, במקרה שההצהרה הייתה בגדר הבעת עמדה בלבד. כלומר, הצהרה שהיא בגדר הבעת דעה, אינה מטעה משום שעובדות חיצוניות מצביעות על כך שהדעה הייתה שגויה. משקיעים סבירים אינם רואים בהצהרות שהן דעות ועמדות, כבטוחה וכערוכה לאמיתותן, ובהתאם לכך, גם חלקו של פרק 11 לחוק העוסק בהשמטה של פרט, אינו מתייחס להצהרות עמדה כאל ערובות לתוכן.

בית המשפט העליון סבר כי חברת Omnicare לקחה את טענתה צעד אחד רחוק מדי. משום שמשקיע סביר עשוי, בהתאם לנסיבות, להבין את הדעה ככזו המוסרת גם עובדות ביחס לשאלה, כיצד הגיע מוסר ההצהרה לגיבוש עמדתו, ואלו עובדות ביססו את עמדתו - במקרה כזה, אם העובדות מסתברות כשגויות, הרי שהדעה שהובעה תהיה בגדר מצג מטעה כלפי המשקיע הסביר.

טלו לדוגמה את ההצהרה, לפיה החברה מוסרת "כי היא מאמינה שהיא עומדת במלוא דרישות הדין". אם ההנהלה לא טרחה לקבל את ייעוצו המשפטי של עורך דין, החברה עלולה להיות במצב שבו היא מוסרת מידע מטעה וחסר. בהקשרו של שוק ההון, על אף שמשקיע יודע, כי ייתכן שחוות דעת משפטית עשויה להראות כי ההצהרה היא שגויה - הוא נוטה בדרך כלל להאמין, כי מי שמסר הצהרה כזו, מתבסס על חוות דעת כאמור, וכי ההצהרה אינה מבוססת על אינטואיציה בלבד של מוסרה, כנה ככל שתהיה. בדומה, אם המנפיקה מוסרת הצהרה כזו לאחר שעורכי דינה הבהירו לה, כי אין זה המצב, או מתוך ידיעה, כי הממשל הפדרלי כבר חוקר את מעשי החברה, הרי שגם במקרה כזה,

תקום למשקיע הסביר עילה מבוססת בגין הטעיה. לא רק שהמשקיע הסביר מצפה, כי המצהיר יאמין בהצהרתו ובדעותיו, אלא אף מצפה, כי המסר ישקף נאמנה את מלוא המידע המצוי ברשות המנפיקה במועדים הרלוונטיים.

לפיכך, אם הושמטו פרטים מהותיים בטופס הרישום הקשורים לחקירות שניהלה המנפיקה ולמידע המובא בדעה שהובעה, ואם עובדות אלו עומדות בסתירה למה שמשקיע סביר היה מבין מהעמדה שהובעה - אזי האיסור להשמיט פרטים מהותיים הקבוע בפרק 11 לחוק ניירות ערך, מקים אחריות וחבות כלפי המנפיקה.

עם זאת, הבעת דעה אינה בהכרח בגדר הצהרה מטעה, אם המנפיקה יודעת, אך אינה מגלה, חלק מהעובדות העשויות להטות את הדעה לכיוון השני. משקיעים סבירים מבינים, כי לעיתים, דעות מתגבשות ומתבססות על משקלן השונה של עובדות סותרות. כך לדוגמה, כאשר שישה מתוך שבעת עורכי דינה של המנפיקה סברו כפי שסבר המנכ"ל ביחס לעמידת החברה בדרישות הדין, ואילו עורך דין זוטא אחד חשב ההיפך. אי-הגילוי, כי קיימת עמדה זוטרה נוגדת, אינו הופך את הבעת עמדתו של המנכ"ל להטעיית המשקיע הסביר, אפילו אם יסתבר מאוחר יותר, כי אותו עורך דין זוטא צדק בטיעונו.

כמו כן, השמטת פרט בהקשר להבעת עמדה או דעה, תיבחן תמיד בהקשרה. כך למשל, מסמכי רישום לקראת הנפקה הינם מסמכים פורמליים, המופקדים ברשות לניירות ערך כמסמכים משפטיים מקדמיים לצורך הודעה לציבור על דבר הנפקת מניות החברה. המשקיע הסביר אינו מצפה, ובצדק, למצוא במסגרת מסמכים אלה, הצהרות בלתי מבוססות וחצאי אמיתות. באותה העת, משקיע סביר קורא את הבעות העמדה והדעה הללו, במסגרת קריאת מכלול הנתונים והנושאים העולים ממסמכים אלה, לרבות עובדות סותרות בשלב מוקדם זה. על כן, השמטה של פרט במסגרת הבעת דעה, עשויה גם שלא לגבש הטעיה של משקיע סביר בבחינה של השמטת הפרט ביחס למכלול המידעים שהועברו לידיעתו.

בית המשפט העליון סיכם דברים אלה בפוסקו, כי המשקיע הסביר מבין את הצהרתה של דעה בהקשרה המלא, ופרק 11 לחוק ניירות ערך מקים חבות רק כאשר השמטה של פרט מהותי אינה עומדת בקנה אחד עם דרישות הגילוי, עם האחריות המוחלטת שעוגנה במסגרת פרק 11 לחוק ניירות ערך, ועם תכליתו הכוללת במסגרת השמירה על שוק ההון.

י. אז מהי ההלכה המחייבת של פרשת Omnicare?

הלכת Omnicare אינה פשוטה, אבל נציג אותה לפניכם:

הצהרה שהינה בגדר הבעת דעה (statement of opinion), אינה הופכת להיות הצהרה כוזבת ביחס לעובדה, רק משום שבסופו של דבר, מסתבר כי ההצהרה אינה נכונה. ערכאת הערעור השישית טענה עת בלבלה בין הבעת עמדה ובין הצהרת עובדה. הצהרת עובדה כוללת ודאות בקשר לנושא ההצהרה, בעוד שהבעת עמדה כוללת היבט לא ודאי להתממשות ההצהרה. פרק 11 מעגן את ההבחנה בין השתיים, בכך שהוא קובע את אחריותן של חברות מנפיקות רק במקרה של "מצגים כוזבים של עובדה" (untrue statements of fact). משום שהצהרת דעה כוללת את האפשרות לטעות, היא נותרת כהצהרה נכונה, ואינה מתגבשת להצהרה של עובדות בלתי נכונה, אפילו אם הדעה המוצהרת מסתברת כשגויה. עם זאת, הצהרת עמדה אינה חסינה מפני אחריות לפי החלק הראשון של פרק 11 לחוק. כל הצהרה כזו מאששת לפחות עובדה אחת - כי הדובר האמין באמיתות הצהרתו במועד מסירתה. על כן, הצהרה שהיא בגדר הבעת דעה, תוחזק כהצהרת עובדה כוזבת, אם העובדה היא אכן כוזבת, כלומר אם הבעת הדעה שהוצהרה לא נמסרה מתוך אמונה באשר לאמיתותה (was not sincerely held). כמו כן, הבעות עמדה יכולות לגבש אחריות בגין מצג כוזב כאשר משובצות בהן עובדות כוזבות. במקרה דנן, כוונת החברה לא עלתה כלל לבירור על ידי הקרנות, וההצהרות שניתנו על ידי החברה הינן בבחינת הבעות דעה במלואן. על כן, הקרנות לא יכלו לבסס אחריות לפי החלק הראשון של פרק 11 לחוק ניירות ערך.

אם בטופס הרישום הושמטו פרטים מהותיים של עובדה ביחס לבירורים שערכה המנפיקה או ביחס לידיעותיה הקשורות לדעה שהובעה, ואם עובדות אלו עומדות בקונפליקט למה שמשקיע סביר היה צפוי להבין מהן - אזי תקום אחריות וחבות לפי פרק 11 לחוק.

ביחס לפרק 11, עת הוא דן בהשמטה (omission), השאלה האם הצהרה היא "מטעה", מצריכה בחינה אובייקטיבית התלויה בנקודת מבטו של המשקיע הסביר. העותרת (החברה) הגזימה בטענתה, כי אף אדם סביר בהקשר זה, לא היה רואה בהבעת הדעה יותר מאשר עמדתו האישית של נותן ההצהרה. משקיע סביר עשוי להבין בהתאם לנסיבות, כי בהצהרה שבה כלולות דעות של נותן ההצהרה, טמונות גם עובדות המבססות את הדעה המובעת. באופן ספציפי, הצהרה של מנפיק המהווה הבעת עמדה, יכולה לרמוז (imply) על עובדות הקשורות לבדיקות שביצע המנפיק או על ידיעות שהיו לו. אם העובדות האמיתיות הן הפוכות ואינן נכללות בהבעת הדעה, הרי שהבעת העמדה מתגבשת לכלל מצג מטעה מכוחה של השמטה. עם זאת, הצהרה שהיא בבחינת הבעת דעה, אינה בבחינת מצג מטעה רק משום שהמנפיקה ידעה חלק מהעובדות המפריכות את הדעה המובעת, ולא עמדה בחובות הגילוי שלהן. משקיע סביר יודע, כי לא כל העובדות תומכות בעמדתו ובדעתו של נותן ההצהרה, ויש גם עובדות שיכולות לבסס דעה הפוכה מזו שנמסרה. השאלה כאן

היא שאלה של משקל. כמו כן, התשובה לשאלה, אימתי השמטה של פרט בעת מסירת דעה הופכת למטעה, תלויה בהכרח בהקשר הדברים. משקיעים סבירים מבינים את הדעה שהובעה במסגרתו של הטקסט כמכלול. פרק 11 לחוק מטיל חבות ואחריות רק במקרה של השמטה של פרט מטעה, שאינו יכול להשתלב עם קריאה הוגנת של הצהרת הרישום כמכלול. טענות העותרת המנוגדות לכך, לא התקבלו.

משום שאף אחת מן הערכאות דלמטה לא התייחסה לתיאוריית ההשמטה של הקרנות לפי סטנדרט הבחינה הנכון, הוחזר התיק לבית המשפט המנהל את התיק על מנת לקבוע, האם הקרנות העלו טענה תקפה של השמטה ושל אי-גילוי נאות של פרט מהותי. במסגרת זו, בית המשפט דלמטה חייב לבחון את טענות הקרנות, כי החברה השמיטה בהצהרת הרישום שלה פרטים מהותיים למשקיע הסביר. אם כן, על בית המשפט לקבוע, האם הפרט שהושמט הפך את הצהרת החברה, שהייתה בבחינת הבעת עמדה, להטעיה.

יא. עם מי מיטיבה הלכת Omnicare?

שאלה זו תלויה למעשה, בשתי שאלות הקשורות ביניהן: הראשונה - מי בפועל ניצח במחלוקת? והשנייה - על מי ומתי ההלכה הזו חלה?

לגבי השאלה מי יצא כשידו על העליונה, הדעות בארצות-הברית חלוקות. יש הגורסים, כי אם המשקיעים קיוו, כי הלכת **Omnicare** תרחיב כעת את יריעת החבות והאחריות של המנפיקות כלפיהם, הרי שלא כצעתה, בין היתר, משום שההלכה אינה מעניקה ודאות משפטית כפי שהיה צפוי שתיתן. על פי הלכת **Omnicare**, אם משקיעים מבקשים לתבוע את המנפיקות בגין הבעות עמדה שהתגבשו לכדי מצגים כוזבים, עליהם להראות ידיעה של נותן ההצהרה ביחס לאמיתות הצהרתו הכוזבת. פרק 11 לחוק ניירות ערך, המקים חובות גילוי נאות במסגרת הגשת טופס רישום חברה למסחר, הקים עד היום אחריות מוחלטת כמעט, בגין פרט מהותי כוזב או מטעה בטופס הרישום, והפרה של חובה זו לא חייבה את המשקיעים להראות, וממילא גם לא להוכיח, את קיומו של יסוד נפשי של נותן ההצהרה. המצב לאחר הלכת **Omnicare** אינו כה ברור. הוכחתה של ידיעה עשויה להתפרש כמפחיתה מן האחריות המוחלטת הקבועה בפרק 11 לחוק.

מנגד, גם קברניטי המנפיקה אינם יוצאים כשידם על העליונה. ברור לכול, כי כעת, הם נדרשים למשנה זהירות בטרם הם מביעים עמדה או דעה על גבי טופסי

הרישום, ובטרם הם מעניקים לציבור מידע המבוסס על דעות וציפיות.¹⁰ ההבחנה הברורה בין תפקידיהם של פרט עובדתי ובין דעה אישית, ומטרותיהם השונות במסגרת מסירת מידע לציבור משקיעים, היטשטש בפרשת **Omnicare** וכעת, דומה כי הגברת הזהירות כלפי מוסרי המצגים בטופסי הרישום, משמעה גם הפחתת כמות המידע שתימסר. לא בהכרח תוצאה זו, היא התוצאה הטובה ביותר עבור המשקיעים בשוק ההון.

יב. האם הלכת **Omnicare** חלה רק על חובות הגילוי לפי פרק 11 לחוק ניירות ערך?

פרשת **Omnicare** היא חדשה, ובהחלט גם חדשנית. היא ניתנה תוך התייחסות לחובות הגילוי הנאות המקבלות ביטוי בטופסי רישומה של חברה למסחר לפי פרק 11 לחוק ניירות ערך. סעיף זה קובע למעשה, אחריות מוחלטת בגין פרט כוזב או מטעה בטופס רישומה של חברה למסחר. ואולם, האם ניתן ליישם את ההלכה גם על הוראות חוק אחרות העוסקות בחובות הגילוי הנאות של חברה ציבורית? הכוונה היא בעיקר ביחס לתרמית בניירות ערך המעוגנת בסעיף 10(b) לחוק המסחר בניירות ערך.

על שאלה זו בוודאי שאין תשובה בפסיקה בעת כתיבת שורות אלו. זוהי שאלה מעניינת, אשר תלויה בתפיסתו של השואל ובאינטרס הציבורי. לטעמי, היית מניחה, כי עקרונות ההלכה יזכו לתחולה רחבה, והיא לא תצומצם אך ורק לגילויים של חברה ציבורית במסגרת מסמכי הרישום שלה למסחר לפי פרק 11 לחוק ניירות ערך. לעמדת, תפיסתו החדשה של בית המשפט העליון, כפי שקיבלה ביטוי בהלכת **Omnicare**, ביקשה להטיל אחריות על המצהירים, אם הם מוסרים מידע שהם אינם מאמינים בו. מזווית אחרת, בית המשפט העליון ביקש לנפץ במידת מה, חסינות, או טענת הגנה של מוסר ההצהרה, כי הוא רק מסר הצהרה ועל כן, איננו חב בגין תוכנה. בית המשפט ביקש לחייב מצהירים להאמין במה שהם מוסרים או למלא פיהם מים. כדברי בית המשפט העליון עצמו:

"But opinion statements are not wholly immune from liability under 11's first clause. Every such statement explicitly affirms one fact: that the speaker actually holds the stated belief. A statement of opinion thus qualifies as an "untrue statement of... fact" if that

10. ראו גם עמדתו של עו"ד ג'ון אייזנברג במאמרו "Supreme Court's Omnicare Decision Muddies Section 11 Opinion Liability Standards", שפורסם ביום 31 במרץ 2015, בפורום אוניברסיטת הרווארד, שם הכותב מפרט ומסביר את הקשיים שמציב פסק הדין על השוק ועל המשקיעים גם יחד: <http://corpgov.law.harvard.edu>.

fact is untrue - i.e., if the opinion expressed was not sincerely held"
(Supreme Court of the USA, Pg. 2).

בהערת שוליים נציין, ונשאיר בצריך עיון בשלב זה, כי נמל המבטחים של הרשות לניירות ערך ביחס להצהרה צופה פני עתיד (forward looking statements)¹¹, עלול אף הוא להימצא בסיכון מסויים, אם יסתבר, כי ניתן להחיל את הלכת Omnicare גם על הצהרות מסוג זה, שעד עתה נהנו מנמל מבטחים. נזכיר, כי נמל המבטחים שנקבע ביחס להצהרות צופות פני עתיד, ביקש להפחית ממידת ומדרגת הרגולציה המיושמת על מצגי חברות ציבוריות. אם ניתן ליישם את הלכת Omnicare גם על נמל מבטחים זה, הרי שהיישום צפוי להיות מורכב. על פניו נראה, כי יכולתו של משקיע להראות או להוכיח, כי במועד מסירת דעה הצופה פני עתיד, מוסר הדעה לא האמין לדעה אותה מסר, היא קשה. כך למשל, אם מנכ"ל הצהיר, כי הוא צופה שהחברה תהיה רווחית בתוך חמש שנים, ובעת מסירת עמדתו זו, החברה כלל איננה סולבנטית. עובדת היותה של החברה בגדר חדלת פירעון במועד מסירת הדעה, איננה מעלה ואיננה מורידה ביחס לשאלת אמונתו. לא ניתן לומר, כי ידיעתו זו של המנכ"ל, ביחס לקשייה הכלכליים של החברה במועד מסירת דעתו, מהווה אמונה אובייקטיבית מנוגדת. עמדתו של מוסר ההודעה מתייחסת לחמש השנים שלאחר מכן, ועל כן במרבית המקרים, העובדות שמתרחשות בהווה אינן רלוונטיות להוכחת אמונתו המתייחסת לאירוע עתידי.

שאלות רבות כאמור, מתעוררות ביחס להרחבה של יישום הלכת Omnicare, כמו גם ביחס למקומות הראויים לצמצום יישומה. לא נותר לנו אלא להמתין ולראות, כיצד יישמו בתי המשפט את הלכה זו על המקרים הנדונים בפניהם.

יג. לאחר פרשת Omnicare - פרשת Nomura

פסק דין אחד חשוב ניתן בסמוך לאחר פסיקתו של בית המשפט העליון בפרשת Omnicare, וכבר הספיק להתייחס לקביעותיה של הלכה חדשה זו.¹² פסק דין זה הוא פסק דין מורכב מאוד, העוסק באחריותם של השחקנים השונים בשוק האגוח. לטעמי, עובדה זו אינה מקרית כלל, ועל אף שלא ניתן לגזור מסקנות רוחביות מפסק דין אחד, מנגד, מן הראוי לזכור, כי הבעיה המרכזית שהוצגה בפסק דין זה, כמו גם בפרשות אחרות שעסקו בהליכי אגוח, הייתה הסתמכותם העיוורת כמעט, של הגורמים השונים בשוק, על הצהרות ועל מצגים שנמסרו על ידי אחרים. שהרי הנכסים הנמכרים בהליך האגוח אינם שייכים לגורם אחד אשר יכול ליתן את הדין על נכסים אלה, כמו במקרה של הנפקת ניירות ערך של חברה. במקרה של אגוח, מתקיימת שרשרת של העברות

11. ראו ח"ש 2 לעיל.

12. אנו משערים, כי ניתנו פסקי דין נוספים, אך אלה פסקי דין חשובים בפני עצמם, ועל כן נתייחס אליהם ואל יחסם להלכת Omnicare.

נכסים והמחאות זכויות לגביהם, עד ליצירתו של נייר ערך אחד המגובה על ידי נכסים שבמקורם, לא השתייכו למנפיקה עצמה. בשל המורכבות המיוחדת של שוק האיגוח, מנפיקות רבות של ניירות ערך נשוא הליך זה, נוהגות למסור את העובדות הנדרשות, גם במסגרת הבעת עמדה ביחס לנתונים שהתקבלו מגורמים נוספים בהליך.

פסק הדין בעניין **Nomura Holding America, Inc.**¹³ ניתן 11 למאי, 2015, שבועות ספורים בלבד לאחר שבית המשפט העליון נתן את פסק דינו בעניין **Omnicare**. מלבד התייחסותו הראויה של פסק דין **Nomura** להלכת **Omnicare**, כפי שיפורט להלן, מהווה פרשת **Nomura** הלכה חשובה ביותר בפני עצמה. בפסק דין מורכב זה, שהתפרש על פני למעלה מ-350 עמודים, בית המשפט של המחוז הדרומי בניו-יורק נדרש לשאלה, האם הנתבעים תיארו במדויק את המשכנתאות במסמכי ההצעה לרכישת ניירות ערך (Offering Documents) (להלן: "מסמכי ההנפקה") אותם מכרו, ואשר נתמכו על ידי אותן משכנתאות? בתום המשפט, פסק בית המשפט, כי התשובה לשאלה זו היא חד-משמעית - מסמכי ההנפקה לא כללו תיאור מדויק של הלוואות המשכנתא, ולנוכח זאת, גודל הנזק בגין אי-הגילוי הנאות הנ"ל, בהערכה שמרנית, הסתבר כעצום.¹⁴

בפרשת **Nomura**, התשובה לשאלה, מי נושא באחריות בגין אי-הגילוי הנאות שבמסמכי ההנפקה בעת מכירת ניירות ערך במסגרת הליך של איגוח, הייתה מורכבת קצת יותר.

הדיון בפרשת **Omnicare** התעורר בפרט ביחס לדיון שעסק בכזיבות המצגים שהוצגו במסמכי ההנפקה, שם בית המשפט של המחוז הדרומי בניו-יורק, מפי השופט הנכבד **דניס קוט**, נדרש לבחון את השאלה, אימתי ניתן לומר על מצג, כי היה כוזב או מטעה, ומי מבין השחקנים הרבים שבהליכי האיגוח חב ואחראי בגין מצגים כוזבים אלה, מלבד המנפיקה עצמה?¹⁵ גם במקרה דנן, הנתבעים ביקשו להתגונן בטענה, כי חלק נכבד מהמצגים שהציגו, היו לא יותר מאשר בבחינת דעה או עמדה אישית, ועל כן לא קמו כלפיהם חבות ואחריות ביחס למצגים אלה.

13. **Federal Housing Finance Agency, Plaintiff, v. Nomura Holding America, Inc., et al., Defendants**, 11cv6201 (DCL) Opinion & Order (ניתן ביום 11.5.2015) (פורסם באתר GCL - Global Comparative Law : www.gcl.co.il).

14. להרחבה בפסק דין זה, ראו גם מאמרי "כאבי האיגוח של בתי המשפט בארצות הברית - ראי שיפוטי למשבר הסאב-פריים", **DEBATE** כרך 2, (אוגוסט) 2015, עמ' 147, 162 (פורסם באתר GCL - Global Comparative Law : www.gcl.co.il).

15. שאלת הנדרתם של שומרי הסף בהליכי האיגוח, עודנה מתבררת במערכת המשפטית הגלובלית, והתשובה על כך, עדיין איננה חד-משמעית.

קודם לשאלת הכזיבות, דן בית המשפט בזכות לאכיפה פרטית על פי חוק ניירות ערך, דיון אשר הוליד לא רק את זיהויו של בעל הזכות, אלא אף קבע את בר-החבות הניצב מולו. נפסק, כי הזכות לאכיפה פרטית נועדה להבטיח את עמידתם של שחקני השוק בחובת הגילוי, על ידי הטלת אחריות וחבות אישיות כבדות על כל מי שנטל חלק פעיל בהנפקה הראשונית והמקורית של ניירות הערך. נפסק, כי זכות זו לאכיפה פרטית של דיני ניירות הערך, מעוגנת גם בפרק 11 ובסעיף 12(a)(2) לחוק ניירות ערך, אשר באמצעותם החוק מבטיח לרוכשי ניירות ערך רשומים הגנה, על ידי הטלת אחריות קפידה בגין אי-גילוי מלא ונאות של פרט מהותי או הסתרתו של פרט כזה במסמכי הרישום המוגשים לרשות לניירות ערך, לרבות מידע המופיע בתשקיף.¹⁶

בפרשת **Nomura** התובעת נדרשה להראות ולהוכיח, באמצעות ראיות, את קיומו של פרט מהותי מטעה וכוזב או את היעדרו של פרט מהותי, כקבוע בפרק 11 ובסעיף 12(a)(2) לחוק ניירות ערך.¹⁷

באותה הפרשה, התובעת, שהשקיעה בניירות הערך שנמכרו על ידי המנפיקה Nomura, בסיועם של גורמים נוספים רבים, ביקשה להטיל חבות על שני מפקידים (depositors) - NAAC ו-NHELI, ועימם גם שני חתמים - חברה מקבוצת Nomura ו-RBS, בטענה כי ארבעתם היוו "מוכרים" על פי חוק (statutory sellers).¹⁸ לצורך כך, נוהל דיון מקדמי בבית המשפט בשאלה, מיהו

16. סעיף 12(a)(2) לחוק ניירות ערך קובע כדלקמן:

SEC. 12. (a) IN GENERAL. - Any person who ...

(2) offers or sells a security (whether or not exempted by the provisions of section 3, other than paragraphs (2) and (14) of subsection (a) thereof), by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails, by means of a prospectus or oral communication, which includes an untrue statement of a material fact or omits to state a material fact necessary in order to make the statements, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading (the purchaser not knowing of such untruth or omission), and who shall not sustain the burden of proof that he did not know, and in the exercise of reasonable care could not have known, of such untruth or omission, shall be liable, subject to subsection (b), to the person purchasing such security from him, who may sue either at law or in equity in any court of competent jurisdiction, to recover the consideration paid for such security with interest thereon, less the amount of any income received thereon, upon the tender of such security, or for damages if he no longer owns the security.

17. על מנת להצליח בתביעה שעילתה מצג כוזב ואי-גילוי נאות לפי סעיף 12(a)(2) לחוק ניירות ערך, על התביעה להראות את: (א) קיומו של מצג כוזב או מטעה או הסתרתו של פרט; (ב) המהותיות של הפרט הכוזב או של הפרט שהוסתר.

18. המפקידים מהווים, הלכה למעשה, מכשיר מוביל לצורך מסויים (SPV's - a special purpose vehicles), אשר בעיקרו מהווה חברת קש אשר קיימת למטרה אחת בלבד - לרכוש את ההלוואות מהספונסר - גורם נוסף המשתתף בהליכי האיוגו - ולהפקידן בקרן השקעות. צעד זה מייצר מכירה אמיתית (true sale) של נכסים, ולפיכך מייצר הגנה על מחזיקי התעודות (מחזיקי ניירות הערך) כנגד הסיכון של פשיטת הרגל של הספונסר. המפקיד אף מנפיק מסמכי הנפקה הכוללים: מסמכי רישום, תשקיפים, תוספות וכן מסמכים נוספים ככל שנדרש. מלבד הדירקטורים ונושאי המשרה שלהם, ה-SPV's אינם שוכרים את שירותיהם של עובדים נוספים, ואינם עוסקים בעסקים אחרים. להרחבה ראו גם "כאבי האיוגו של בתי המשפט בארצות הברית - ראי שיפוטי למשבר הסאב-פריים", **ח"ש 14 לעיל**.

מוכר של ניירות ערך. נפסק, כי חוק ניירות ערך קובע, כי לפי סעיף 12(a)(2) לחוק, יראו במוכר על פי דין, כל מי ש: (א) העביר קניין או אינטרס בר-העברה אחר בנייר הערך לרוכש בתמורה; או (ב) שידל בהצלחה את הרכישה של נייר ערך, תוך שהוא מונע, וזו באופן חלקי בלבד, מרצונו להשיג רווחים כלכליים או להשיג רווחים כלכליים של בעל נייר הערך. בראשית הדיון בפרשת *Nomura*, בית המשפט נדרש לקבוע, כי ניתן לראות במפקיד כמוכר לצורכי סעיף זה. גם הגדרתו של חתם נבחנה לאור השאלה, האם יש לראות בו מוכר ניירות ערך אשר חב מכוח פרק 11 וסעיף 12(a)(2) לחוק ניירות ערך.¹⁹

בפרשת *Nomura*, טענה התביעה, כי כל תשקיף שהונפק, כלל בתוכו פרטים מהותיים כוזבים או הסתרה של פרטים מהותיים הקשורים ל: (א) עמידת המנפיקה בקווי החיתום המנחים; (ב) יחס LTV (loan-to-value), קרי היחס שבין ההלוואה ובין שווי הנכס שכנגדו הוענקה ההלוואה; (ג) חזקת בעלים (owner occupancy); וכן (ד) דירוג אשראי.

כאשר בית המשפט נדרש לדון בשאלת זיבות המצגים שהוצגו במסמכי ההנפקה, הוא הפנה להלכת *Omnicare*, ופסק כי הבחינה אם מצג הוא כוזב ומטעה, תלויה בתפישתו של המשקיע הסביר. נפסק, כי בדומה לבדיקת המהותיות של הפרט המטעה או של הפרט שהושמט, הבדיקה היא בדיקה אובייקטיבית. הקביעה, כי פרט שנמסר לציבור בתשקיף או במסמכים נלווים הינו כוזב ומטעה, מתגבשת באמצעות קריאת המסמך כולו כמכלול.²⁰ בתי המשפט מתחשבים ומתייחסים לשאלה, האם הגילויים והמצגים יחדיו ובתוך הקשרם, עלולים להטעות משקיע סביר בקשר לטבעם של ניירות הערך. המשמעות הליטרלית של הצהרה מבודדת אינה מספיקה; החקירה הראויה מצריכה את בחינתם של מצגי הנתבעים, יחדיו ובתוך הקשרם. לפיכך, כאשר משתתף בהנפקה מוסר הצהרה או גילוי בקשר לנושא מסוים, בין אם באופן וולונטרי ובין אם משום שהוא נדרש לכך, על המצג להיות מלא ומדויק.²¹

כאמור לעיל, בעוד שההתדיינות בפרשת *Nomura* הייתה בעיצומה, נתן בית המשפט העליון בארצות-הברית את פסיקתו בעניין *Omnicare*, ובית המשפט של המחוז הדרומי בניו-יורק הזדרז ליישם את עקרונות הלכת *Omnicare* גם

19. ביחס לשאלת היותו של חתם בבחינת מוכר ניירות ערך, נפסק, כי על פי החוק, חתם הינו כל אדם אשר רכש ממנפיק מתוך מטרה למכור עבור המנפיק, או נטל חלק מהתחייבויות המנפיק בעת המכירה, או נטל חלק כחתם של התחייבות כזו. בפרשת *Nomura*, התביעה ביקשה לחייב באחריות, הן את *Nomura* והן את RBS כחתם בהנפקה, בגין מצגים מטעים שהוצגו במסמכי ההנפקה. נמצא, כי הן המנפיקה במקרה זה והן החתם, הינם בבחינת מוכרים של ניירות ערך, ושניהם נמצאו חבים באחריות למצגים שהוצגו.

20. *In Re Proshares Trust Securities Litigation, Mark Karasick and others. V. Proshares Trust and others*, Docket No. 12-3981 (22.7.2013) (פורסם באתר GCL - Global Comparative Law). (www.gcl.co.il)

21. *Vaughn Leroy Meyer and others and Macro Peters and others v. JinkoSolar Holdings Co., Ltd and others*, Docket No. 13-616-cv (31.7.2014) (פורסם באתר GCL - Global Comparative Law). (www.gcl.co.il)

על טענות הנתבעים, לפיהן חלק מהמצגים שנטען לגביהם כי גיבשו מצגים כוזבים, היו בפועל לא יותר מאשר הבעת עמדה.

לטענת הנתבעים, מסמכי ההנפקה כללו מצג, לפיו המפקידים האמינו, כי ההלוואות עומדות בסטנדרט מסויים (סטנדרט שנקבע בקווי החיתום המנחים, והיווה מידע מהותי מאוד מבחינת המשקיע הסביר). הנתבעים טענו, כי קמה כלפי התביעה החובה להוכיח, כי אמונה זו של המצהירים הייתה כוזבת, הן מבחינה אובייקטיבית והן מבחינה סובייקטיבית, קרי גם לתפיסתם של המצהירים עצמם, וכי זאת לא נעשה.

המצג אשר כלל את אמונת המפקידים, לפיו ניירות הערך עמדו בסטנדרט האמור, נפתחו במשפט שהיווה מצג עובדתי - כי בפועל, קיימת עמידה בסטנדרט זה. לכך התלוותה טענה, כי קיימת אמונה של המפקידים, שניירות הערך עומדים בסטנדרט של קווי החיתום המנחים, ולבסוף, על פני למעלה מארבעה עמודים, ניתן פירוט מלא של הסטנדרט המדובר. בנסיבות אלו, פסק בית המשפט בפרשת **Nomura**, כי המצג אינו מתגבש לכדי הבעת עמדה כלל. נפסק, כי בפועל, המשפט הפותח קובע עובדה ביחס לעמידתם של ניירות הערך בסטנדרט של קווי החיתום המנחים - עובדה שהתגלתה מאוחר יותר כלא נכונה. נפסק, כי המצגים שהוצגו במסמכי ההנפקה בהקשר לעמידה בסטנדרט של קווי החיתום המנחים, כוללים מצגים עובדתיים רבים, וכי בנסיבות אלו, לרבות הניתוח שבוצע בפרשת **Omnicare** ביחס לשאלה, מהי אמונה ומהו מצג עובדתי - המצג שהוצג כלל אינו בגדר "אמונה" של מוסר המצג, אלא מצג עובדתי, בפרט לאור הנסיבות ולאחר בחינת המצג כמכלול. לעמדת בית המשפט, המצג כמכלול כלל פרטים עובדתיים, אשר למעשה, גיבשו וביססו את אמונת נותן המצג, כי אכן זהו המצב העובדתי לאשורו.

גם באשר למצגים בקשר ליחס הלוואה לשווי נכס (LTV ratio), נמצא, כי הם היו כוזבים מבחינה אובייקטיבית וסובייקטיבית כאחד. נפסק, כי התובעת בפרשה זו הוכיחה, כנדרש ממנה, ידיעה אובייקטיבית וידיעה סובייקטיבית על קיומן של עובדות העומדות בסתירה למצגים המהותיים שהוצגו. כך, ביחס ל-184 הלוואות, התובעת הצליחה להוכיח, כי מעריכי השווי שמסרו את הערכתם לא האמינו, כי הערכת השווי שמסרו, אכן שיקפה את השווי האמיתי של נכסי המקרקעין שגיבו את ההלוואות שניטלו (ושמאוחר יותר אוגדו למאגר נכסים ששימש להנפקת נייר ערך במסגרת הליכי האיגוח). עניין זה הוליד סטייה כוללת של ערך הניירות שנמכרו לציבור, וסטייה זו באה לידי ביטוי כמצג כוזב, הן בתשקיף והן במסמכים נלווים מאוחרים יותר.

מעבר לכך שהטבלאות שהתבססו על יחסי הלוואה ושווי נכס (LTV ratio), היו כוזבים ומטעים, פסק בית המשפט, כי הלכת **Omnicare** המתייחסת להשמטתם של פרטים מהותיים, חלה על המקרה דן גם בצורה זו. קודם לקביעת שוויים של הנכסים, המעריכים נדרשו לערוך חקירות ולצרף את תוצאות החקירות להערכות השווי שהכינו. חקירות אלו, לא רק שלא נערכו, אלא שבהבעות הדעה שהתייחסו ליחס ה-LTV, לא נמסר דבר בנוגע להן ולא

גולה לציבור המשקיעים, כי כלל לא בוצעו חקירות. בית המשפט פסק בפרשת Nomura, כי בין אם הדבר התגבש לכדי מצג כוזב ובין אם הדבר התגבש לכדי השמטתו של פרט מהותי באופן מטעה, התביעה ממילא הוכיחה ידיעה ביחס לעובדת אי-עריכתן של החקירות כמקובל, ועל כן אפילו אם המצגים הללו הוצגו בצורה של הבעת עמדה, הרי שעל פי הלכת Omnicare, הבעת העמדה נמסרת תוך השמטת פרט מהותי (omission) ביודעין, כך שלא ניתן להיאחז בצידוק של ניסוח המצג כהבעת עמדה בלבד.

סיכום ביניים - בפרשת Nomura נפסק, כי על אף שסעיף 12(a)(2) לחוק אוסר על מסירת מצגים כוזבים של עובדה, גם הצהרות כוזבות של עמדה או של אמונה עשויות להקים חבות ואחריות לפי סעיף זה בשני אופנים לפחות:

ראשית, כל הצהרה של הבעת עמדה טומנת בחובה עובדה אחת - כי הדובר האמין שהוא דובר אמת. על כן, הבעת דעה יכולה להגיע לכדי מצג שווא ביחס לעובדה, אם הדובר אינו מאמין במה שהוא מוסר, כלומר - אם ההצהרה מתארת באופן כוזב את מצבו הנפשי של מוסרה. ערכאת הערעור השנייה זיהתה זאת כבסיס לקביעת אחריותו וחבותו של מוסר הודעה שהיא בבחינת הבעת עמדה לפי סעיף 12(a)(2) לחוק. על כן, התובע יידרש להוכיח, הן את היות ההצהרה הכוזבת באופן אובייקטיבי והן את אי-אמונתו של נותנה באמיתותה. לפיכך, הבהיר בית המשפט בפרשת Nomura, כי במקרה דנן, בהתייחס למצגים שנמסרו בהקשר ליחס LTV ולשימוש בהערכות שמאים ומעריכים: הערך המקורי נגזר מהערכה; ה-LTV אשר נגזר מאותה הערכה, היה מנופח (קרי, כוזב באופן אובייקטיבי); והמערך עצמו לא האמין לערך ההערכה שנתן, כי הינו מדויק או נכון (קרי, כוזב באופן סובייקטיבי).

שנית, כפי שצויין לעיל, פרשת Omnicare אישרה את ההלכה, לפיה הבעת עמדה לציבור עלולה להגיע לכדי מסירת מצג עובדתי כוזב, אם מוסרה אינו מאמין באמיתות ההצהרה שהוא מוסר. ואולם, הלכת Omnicare אף הבהירה, כי ישנה דרך נוספת שבה הצהרה או אמונה או הבעת עמדה יכולה להקים חבות ואחריות לפי סעיף 12(a)(2) לחוק, וזאת על בסיס האיסור להעלים פרט מהותי (omission).

לאחר פסק הדין בעניין Nomura, ניתנו מספר פסקי דין נוספים בערכאות הערעורים הפדרליות, אשר נעזרו והסתמכו משמעותית, על הניתוח המשפטי שבוצע בפרשת Nomura. פרשת Nomura מהווה, במועד כתיבת שורות אלה, פסיקה מובילה בתחום האיגוח וביחס לשאלת המצגים הכוזבים שהציגו מנפיקות בהליכי איגוח, כלפי ציבור המשקיעים האמריקאי, ובשאלת הסוגיות המשפטיות שנתחו שם. על כן, חשיבותו של פסק הדין בעניין Nomura הוא כפול, ויש לו נפקות משפטית חשובה הן מבחינת סוג ההנפקות והמנפיקות, והן מבחינת הניתוח המשפטי שבוצע שם, גם ביחס ליישומה של הלכת Omnicare.

עקרונותיה המלאים והמנומקים של הלכת **Omnicare** ביחס להצהרות הנמסרות על ידי מנפיקות אמריקאיות ומי מטעמן, שהן בבחינת הבעת עמדה או דעה, עתידים עוד להתברר במסגרת פרשנות משפטית ומדיניות ציבורית שייקבעו על ידי בתי המשפט והרגולטורים (הרשות לניירות ערך בארצות-הברית). **גם תחולתה של ההלכה (האם תחולה צרה המתייחסת רק לטופסי רישום חברה למסחר או שמא תחולה רחבה יותר המתייחסת גם לתרמית בניירות ערך), צפויים להתברר בעתיד.**

עם זאת, אם ניתן לגזור מסקנות מוקדמות, הרי שניתן להסיק, כי הדרישה החדשה שהכתיב בית המשפט העליון בארצות-הברית כלפי מי שמביע את עמדתו במסמכי רישום חברה למסחר בשלב הזה, מחייבת את המצהיר כי יעמוד בשני תנאים לפחות: **הראשון** - כי יבחן את סבירות דעתו ביחס לעובדות היבשות שמסרה המנפיקה; **השני** - כי יאמין בהצהרה ובעמדה שהוא מוסר, משום שאמונתו זו עלולה לעמוד למבחן בבית המשפט ולהקים כלפיו חבות ואחריות.

בעוד שהקושי הצפוי ביישום של הלכת **Omnicare** הוא ברור, ועשוי להטיל נטלים נוספים על המנפיקות, על התובעים ואף על בתי המשפט בארצות-הברית, מנגד, בנקל ניתן לזהות את אי-שביעות רצונו של בית המשפט העליון מפתח המילוט שמצאו לעצמן מנפיקות כדי להשתמט מאחריות בגין מצגים שהציגו על ידי הסתתרות מאחורי הצהרות שהן בבחינת הבעת דעה. החלטתו של בית המשפט העליון בפרשת **Omnicare**, משמעה כי דרגת האחריות בגין מצגים שמוצגים כלפי הציבור, הולכת וגדלה גם ביחס להצהרות שהן בבחינת דעה אישית. המסר הציבורי בשלב מוקדם זה הוא, כי על מי שמוסר הצהרה שהיא בבחינת עמדה אישית, חלה חובת זהירות מסויימת ביחס להצהרתו זו. תם עידן שבו הצהרה או הבעת עמדה היוו בימה שיווקית נטולת אחריות, העומדת בניגוד לדיני הגילוי הנאות ולעקרונות השקיפות בשוק ההון.