

In the Matter of the Securities Act, R.S.O. 1970, Chapter 426 and Amendments thereto:

And in the Matter of Pacific Coast Coin Exchange of Canada Limited *Appellant*;

And in the Matter of Monex International Ltd., carrying on business under the firm name of Pacific Coast Coin Exchange *Appellant*;

and

Ontario Securities Commission *Respondent*.

1977: February 15 and 16; 1977: November 16.

Present: Laskin C.J. and Martland, Judson, Ritchie, Spence, Pigeon, Dickson, Beetz and de Grandpré JJ.

ON APPEAL FROM THE COURT OF APPEAL FOR ONTARIO

Securities legislation — Scope of legislation — Offering for sale of silver coins "on margin" — Commodity account agreement — "Investment agreement" — Tests of commonality of enterprise, dependence on others for profitability — Risk capital approach — Duty of Courts to give effect to legislative policy — The Securities Act, R.S.O. 1970, c. 426, ss. 1, 35.

Appellant operated a scheme designed to enable members of the public to speculate in silver coins. It commenced business in Ontario in 1973 and its activities in that province consisted primarily of offering for sale, selling and delivering bags of silver coins in specie and offering for sale and selling bags of silver coins on margin. The appeal before the Supreme Court concerned only the latter activity, margin purchases under appellants' standard commodity account agreements. The scheme involved the solicitation of customers primarily through newspaper advertising inviting the public to request information by mail. The literature pack which then was sent to potential customers emphasized silver coins as an "investment" and presented them as "reliable" and "almost perfect" protection against inflation. The price performance of silver was compared favourably with other forms of investment such as common stock. While appellant presented two ways to invest in the coins, cash and margin purchases, margin purchases were promoted over outright purchases and in fact over 90 per cent of purchases were on margin. The appellants' commodity account agreements were termi-

Dans l'affaire de The Securities Act, R.S.O. 1970, Chapitre 426 et Modifications:

Et dans l'affaire de Pacific Coast Coin Exchange of Canada Limited *Appelante*;

Et dans l'affaire de Monex International Ltd., faisant affaire sous la raison sociale de Pacific Coast Coin Exchange *Appelante*;

et

La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario *Intimée*.

1977: 15 et 16 février; 1977: 16 novembre.

Présents: Le juge en chef Laskin et les juges Martland, Judson, Ritchie, Spence, Pigeon, Dickson, Beetz et de Grandpré.

EN APPEL DE LA COUR D'APPEL DE L'ONTARIO

Loi sur les valeurs mobilières — Portée de la loi — Offre de vente de pièces d'argent «sur marge» — Convention de compte sur marchandises — «Contrat de placement» — Critères de communauté d'intérêt et de subordination relativement au succès de l'entreprise — Recours à la notion de capitaux spéculatifs — Devoir des tribunaux de rechercher l'intention du législateur — The Securities Act, R.S.O. 1970, c. 426, art. 1, 35.

L'appelante exploitait une entreprise visant à permettre au public d'investir dans des pièces d'argent. Elle a commencé à faire affaire en Ontario en 1973 et ses activités dans cette province consistaient principalement à offrir, à vendre et à livrer des sacs de pièces d'argent en espèces et à offrir et à vendre des sacs de pièces d'argent sur marge. Seule cette dernière activité, les achats sur marge selon une convention de compte sur marchandises, fait l'objet du présent pourvoi. L'entreprise attire principalement ses clients par des annonces dans les journaux, qui invitent le public à demander de plus amples renseignements par courrier. Des brochures d'information alors envoyées aux personnes intéressées vantent les pièces d'argent comme «placement» assurant une protection efficace et idéale contre l'inflation. On y compare favorablement le rendement du prix de l'argent à d'autres genres d'investissement, comme les actions ordinaires. L'appelante propose deux façons d'investir dans les pièces d'argent, l'achat au comptant et l'achat sur marge, mais elle encourage les achats sur marge plutôt que les achats au comptant et, en fait, plus de 90 pour cent des achats sont faits sur marge. Les conven-

nable agreements and under them purchasers on margin were required to pay by way of deposit 35 per cent of the purchase price. The result of investment of money under the agreements was to give appellants a pool of money which became appellants' money and tied the customers to the appellants for the consummation of the transactions either by taking delivery of bags of coins or by closing their accounts and selling at market price through the appellants. Appellants were not however obliged to repurchase from such customers, their only obligation was to deliver the number of bags of silver concerned if and when the customer paid the outstanding balance and no specific bags of coins were allocated to a customer until then. The Ontario Securities Commission after a hearing under s. 144(1) of the Act issued a prohibitory order requiring appellants to cease trading pending the filing of a prospectus on the basis that appellants' activities came under s. 1(1) of the Act in that they were investment contracts within s. 1(1)22xiii or in the alternative constituted "evidence of title to or interest in the capital, assets, property, profits, earnings or royalties" within s. 1(1)22ii.

The Divisional Court in dismissing appellants' appeal agree with respondents' conclusion on the basis only that the transactions were investment contracts but felt that the agreements did not constitute evidence of title within the meaning of s. 1(1)22ii. The Court of Appeal affirmed, holding that the transactions did constitute investment contracts but found it unnecessary to determine whether they were also securities within the meaning of s. 1(1)22ii. The principal issue on further appeal was to determine whether the agreement between appellant and its customers was an investment contract.

Held (Laskin C.J. dissenting): The appeal should be dismissed.

Per Martland, Judson, Ritchie, Spence, Pigeon, Dickson, Beetz and de Grandpré JJ.: Section 35 of the Act prohibits anyone trading in a security in the absence of a prospectus and section 1(1) (22)xiii defines security as including "any investment contract, other than an investment contract within the meaning of *The Investment Contracts Act*". [The contract in question was not one covered by *The Investment Contracts Act*]. While the term investment contract is not defined, the policy of the legislation is clearly the protection of the public through full, true and plain disclosure of all material facts relating to securities being issued. The fourteen

tions de compte sur marchandises de l'appelante sont résiliables et les clients sont tenus de faire un dépôt de 35 pour cent du prix d'achat. Les placements aux termes des conventions de compte sur marchandises mettent à la disposition des appelantes des fonds qui deviennent les leurs. Un lien est créé entre les appelantes et leurs clients quant à la résiliation de leurs achats, soit par livraison des pièces d'argent, soit par fermeture de comptes, en vendant au prix en vigueur par l'intermédiaire des appelantes. Les appelantes ne sont cependant pas tenues de racheter; leur seule obligation étant de livrer les sacs de pièces d'argent visés lorsque le client acquitte le solde et le client ne possède aucun droit réel sur les sacs d'argent achetés avant ce moment. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario après une audition aux termes de l'art. 144(1) de la Loi a rendu une ordonnance de prohibition contre les appelantes ordonnant la cessation immédiate de toutes les transactions jusqu'à ce que soit déposé un prospectus, parce que les activités des appelantes sont assujetties à l'art. 1(1) de la Loi en ce qu'elles constituent des contrats de placement au sens du sous-al. 1(1)22xiii ou subsidiairement constituent «la reconnaissance d'un titre de propriété sur le capital, l'actif, les biens, les profits, les revenus et les redevances» au sens du sous-al. 1(1)22ii.

En rejetant l'appel des appelantes, la Cour divisionnaire a confirmé la conclusion de l'intimée mais uniquement parce que les transactions conclues constituent des contrats de placement, car, à son avis, ces ententes ne constituent pas une reconnaissance de titre au sens du sous-al. 1(1)22ii. La Cour d'appel a confirmé cette décision, étant aussi d'avis que les transactions constituent des contrats de placement, mais elle a estimé inutile de décider si elles sont également des valeurs mobilières au sens du sous-al. 1(1)22ii. La principale question en litige dans ce pourvoi est de savoir si la convention conclue entre l'appelante et ses clients est un contrat de placement.

Arrêt (le juge en chef Laskin étant dissident): Le pourvoi doit être rejeté.

Les juges Martland, Judson, Ritchie, Spence, Pigeon, Dickson, Beetz et de Grandpré: L'article 35 de la Loi interdit à quiconque de faire le commerce de valeurs mobilières sans un prospectus et le sous-al. 1(1)(22)xiii définit les valeurs mobilières comme comprenant «tout contrat de placement autre qu'un contrat de placement au sens de *The Investment Contracts Act*». [Le contrat en question n'est pas visé par *The Investment Contracts Act*]. Bien que l'expression «contrat de placement» ne soit pas définie, le but de la législation est nettement la protection du public par la divulgation complète et juste des faits relatifs aux valeurs mobilières émises. Les

subdivisions of the definition encompass practically all types of transactions and indeed the definition had to be narrowed down by the long list of exceptions in s. 19. The categories in the definition are not mutually exclusive and are in the nature of 'catchalls'. Such remedial legislation should be construed broadly. Substance, not form, is the governing factor. The legislation is not aimed solely at schemes that are actually fraudulent but rather relates to arrangements that do not permit the customers to know exactly the kind of investment they are making.

The Supreme Court of the United States in *SEC v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946), with the foregoing in mind laid down the test "Does the scheme involve 'an investment of money in a common enterprise, with profits to come solely from the efforts of others'?" In the case at bar all aspects of this test can be answered in the affirmative. Clearly an investment of money was involved; as to the common enterprise aspect the only commonality necessary for an investment contract is that between the investor and promoter; and as to the dependence of the customer for the success of the enterprise the end result of the investment by each customer was dependent upon the quality of the expertise brought to the administration of the funds obtained by appellant from its customers. The test to determine the economic realities of a securities transaction based on "the risk capital approach" adopted by the Supreme Court of Hawaii in *State of Hawaii v. Hawaii Marker Center, Inc.*, 485 P. 2d 105, results in the same conclusion that the agreement in question is an investment contract.

The facts were examined in the sole light of the *Howey* and *Hawaii* tests at the invitation of the parties. A broader approach could however have been taken. The clear legislative policy was to replace the harshness of *caveat emptor* in security related transactions and the courts should seek to attain that goal even if tests formulated in prior cases prove ineffective and have to be broadened in scope.

Per Laskin C.J. dissenting: The term "investment contract" applies to one of the many kinds of security included within *The Securities Act*. It was conceded that the term could not be given a literal meaning as to do so would bring innumerable transactions which have no public aspect within the scope of the Act; and it was common ground that commodity futures contracts were not *per se* under the Act. It is easy when faced with a widely approved statute for the protection of the investing public to give broad undefined terms a broad mean-

quatorze alinéas de la définition englobent pratiquement tous les types de transaction au point que la portée de cette définition a dû être limitée par une longue liste d'exceptions que l'on trouve à l'art. 19. Les catégories de la définition ne sont pas mutuellement exclusives et jouent le rôle de «fourre-tout». On doit donner à ce genre de législation protectrice une interprétation large. L'élément décisif est le fond et non la forme. La législation ne vise pas uniquement les plans qui sont effectivement frauduleux; elle a plutôt trait aux accords qui ne permettent pas aux clients de connaître exactement la valeur de leur investissement.

C'est en ayant tout ce qui précède à l'esprit que la Cour suprême des États-Unis a établi dans l'arrêt *SEC v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946), le critère suivant: «Est-ce que le plan implique «un investissement d'argent dans une entreprise commune, dont les profits sont uniquement le fruit du labeur de tiers»?» En l'espèce, il convient de répondre par l'affirmative à tous les aspects de ce critère. Il ne fait aucun doute qu'il y a eu un placement de fonds; quant à la question de l'entreprise commune, la seule communauté d'intérêt nécessaire à l'existence d'un contrat de placement est celle qui existe entre l'investisseur et le promoteur; et quant à la subordination du client vis-à-vis du succès de l'entreprise, le sort de l'investissement de chaque client est en définitive subordonné à la façon dont sont administrés les fonds obtenus par l'appelante. Le critère qui permet de déterminer les réalités économiques d'une vente de valeurs mobilières, énoncé par la Cour suprême d'Hawaï dans *State of Hawaii v. Hawaii Market Center, Inc.*, 485 P. 2d. 105, fondé sur le recours à «la notion de capitaux spéculatifs» mène à la même conclusion, que la convention en question est un contrat de placement.

A la demande des parties, les faits ont été examinés uniquement à la lumière des critères énoncés dans les arrêts *Howey* et *Hawaii*. Toutefois, un point de vue plus large aurait pu être adopté. Le législateur a nettement voulu adoucir la règle *caveat emptor* dans les transactions portant sur des valeurs mobilières et les tribunaux dans des décisions antérieures s'avèrent inefficaces et doivent être constamment élargis.

Le juge en chef Laskin dissident: L'expression «contrat de placement» s'applique aux diverses valeurs mobilières énumérées dans *The Securities Act*. Il est admis qu'on ne peut interpréter littéralement cette expression puisque cela aurait pour effet d'assujettir à *The Securities Act* un nombre incalculable de transactions qui n'ont aucun caractère public, et il est admis que les contrats à terme sur marchandises ne relèvent pas, par nature, des règles établies par la Loi. Lorsqu'il est question d'une législation jouissant de la faveur générale

ing so as to bring doubtful schemes under the authority of the statute. However where the Legislature has deliberately chosen not to define such a term which embraces various transactions, of which some are innocent, there is no reason for Courts to be oversolicitous in resolving doubt in the enlargement of the scope of statutory control.

Only three factors could be said to enter into the consideration of whether the agreement was an "investment contract" as included in the definition of "security" under the Act, the fixing of the base price at which customers made their purchases, the gathering of the pool of money from the deposits under the agreements and the question of the solvency of the appellants. These same factors under a similar scheme were present in *Jenson v. Continental Financial Corporation* (1975), 404 F. Supp. 792. The Court in that case like the Courts in this case faced the question of whether a gamble on the behaviour of the silver market is anything more than a commodity futures transaction and hence not subject to regulatory securities legislation. The Court in *Jenson* laid emphasis on the pooling of investors' money in a common enterprise in which the risk depended substantially on the promoters' ability to gauge the market and assure its own solvency to meet its obligations to its customers. Such view of the matter involves nothing more than solvency, because the market would determine whether and when the customer would have a profit; a customer left free to close out his account or to ask for delivery in specie at his instance. There was no question of the notion of managerial effort as arose in *Howey* as a controlling factor. Neither the test in *Howey* nor the broader risk capital approach in *Hawaii* should be generalized to decide the present case. Both cases were readily distinguishable.

[*Re Regina Great Way Merchandising Ltd.* (1971), 20 D.L.R. (3d) 67; *Re Bestline Products of Canada Ltd.* (1972), 29 D.L.R. (3d) 505; *Re Ontario Securities Commission and Brigadoon Scotch Distributors (Canada) Limited*, [1970] 3 O.R. 714; *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332 (1967); *SEC v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946); *Koscot Interplanetary, Inc.*, 497 F. 2d 473 (1974); *SEC v. Glen W. Turner Enterprises Inc.*, 474 F. 2d 476 (1973); *State of Hawaii v. Hawaii Market Center, Inc.*, 485 P. 2d 105 (1971); *Jenson v.*

car elle vise la protection du public investisseur, il est facile de donner aux expressions non définies une interprétation large de façon à y assujettir les plans suspects. Mais si la Législature a délibérément omis de définir une expression qui englobe différents types de transactions dont plusieurs sont parfaitement légitimes, il n'y a aucune raison pour que les tribunaux s'empressent de dissiper le doute en élargissant le domaine d'application du contrôle statutaire.

Il n'existe pas plus de trois facteurs à considérer pour décider si la convention de compte sur marchandises est un «contrat de placement» au sens de cette expression dans la définition de «valeurs mobilières» dans la Loi, la détermination du prix de base des achats par les clients, la mise en commun des fonds versés au titre des dépôts exigés aux termes des conventions et la question de la solvabilité des appelantes. On retrouve ces mêmes facteurs dans un arrangement semblable, dans *Jenson v. Continental Financial Corporation* (1975), 404 F. Supp. 792. Dans cette affaire, la Cour avait à trancher la même question que celle soulevée devant les tribunaux en l'espèce, savoir si la spéculation sur les fluctuations du marché de l'argent n'est rien de plus qu'une opération à terme sur marchandises et ne constitue donc pas une valeur mobilière assujettie à la législation. Dans *Jenson*, la Cour a insisté sur le placement dans une entreprise commune des sommes d'argent versées par les investisseurs, où les possibilités de profits ou de pertes dépendent essentiellement de l'habileté des promoteurs à jauger le marché et, de là, à assurer leur propre solvabilité de façon à pouvoir répondre à leurs obligations à l'égard de leurs clients. Sous cet angle, la question n'en est une que de solvabilité puisque c'est le marché qui détermine si le client va réaliser un profit et que celui-ci est libre de fermer son compte ou de prendre livraison en espèces, à sa demande. Il n'y a aucun élément de contrôle dans l'activité de gestion comme dans *Howey*. Ni le critère *Howey*, ni le concept plus large de capitaux spéculatifs dans *Hawaii* ne doivent être généralisés pour trancher le présent litige. Les deux affaires se distinguent facilement l'une de l'autre.

[Arrêts mentionnés: *Re Regina Great Way Merchandising Ltd.* (1971), 20 D.L.R. (3d) 67; *Re Bestline Products of Canada Ltd.* (1972), 29 D.L.R. (3d) 505; *Re Ontario Securities Commission and Brigadoon Scotch Distributors (Canada) Limited*, [1970] 3 O.R. 714; *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332 (1967); *SEC v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946); *Koscot Interplanetary, Inc.*, 497 F. 2d 473 (1974); *SEC v. Glen W. Turner Enterprises Inc.*, 474 F. 2d 476 (1973); *State of Hawaii v. Hawaii Market Center, Inc.*, 485 P. 2d 105

Continental Financial Corporation (1975), 404 F. Supp. 792, referred to.]

APPEAL from a judgment of the Court of Appeal for Ontario¹ dismissing an appeal from a judgment of the Divisional Court² dismissing an appeal from a "cease trading" order of the Ontario Securities Commission. Appeal dismissed, Laskin C.J. dissenting.

Douglas Laidlaw, Q.C., for the appellants.

B. P. Bellmore and M. W. Bader, for the respondent.

THE CHIEF JUSTICE (*dissenting*)—The facts of this case have been sufficiently highlighted in the reasons proposed by my brother de Grandpré which I have had the advantage of reading before preparing my own. We are concerned here with giving meaning and application to the term "investment contract", which is one of the many kinds of "security" included within *The Securities Act*, R.S.O. 1970, c. 426, as amended and hence brought within its regulatory authority. The term, it is conceded, cannot be given a literal meaning because to do so would bring within the scope of *The Securities Act* innumerable transactions which have no public aspect. Even with respect to that, it is common ground that commodity futures contracts are not *per se* within the regulatory regime of the Act.

My brother de Grandpré has noted in his reasons that securities legislation in the United States has similarly left the term "investment contract" undefined, so that it fell to the Courts in various proceedings to isolate or extract a meaning consistent with the purpose of securities legislation, namely, to ensure that investors in public offerings are supplied with full information to enable them to appreciate (if they are minded to examine it) the risks involved in making an investment. The more extensive judicial experience in the United States has been regarded as useful for Canadian courts called upon to wrestle with similar problems of interpretation and application, and so it is that in the present case the so-called *Howey* test (laid

(1971), *Jenson v. Continental Financial Corporation* (1975), 404 F. Supp. 792.]

POURVOI à l'encontre d'un jugement de la Cour d'appel de l'Ontario¹ rejetant un appel d'une décision de la Cour divisionnaire² rejetant l'appel d'une ordonnance de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario de «cesser toutes les transactions». Pourvoi rejeté, le juge en chef Laskin étant dissident.

Douglas Laidlaw, c. r., pour les appelantes.

B. P. Bellmore et M. W. Bader, pour l'intimée.

LE JUGE EN CHEF (*dissident*)—Mon collègue le juge de Grandpré a relaté les faits de la présente affaire dans ses motifs de jugement que j'ai eu l'avantage de lire avant de rédiger les miens. Il s'agit ici de l'interprétation et de l'application de l'expression «contrat de placement» que l'on trouve dans l'énumération des «valeurs mobilières» à *The Securities Act*, R.S.O. 1970, c. 426, et modifications, et qui, par conséquent, assujettit ces contrats à cette loi. Il est admis qu'on ne peut interpréter littéralement cette expression puisque cela aurait pour effet d'assujettir à *The Securities Act* un nombre incalculable de transactions qui n'ont aucun caractère public. Même sous ce rapport, il est admis que les contrats à terme sur marchandises ne relèvent pas, par nature, des règles établies par la Loi.

Mon collègue le juge de Grandpré a souligné dans ses motifs que les lois américaines sur les valeurs mobilières ne donnent pas non plus de définition de l'expression «contrat de placement», de sorte que c'est aux tribunaux qu'a incombé la tâche de circonscrire une signification compatible avec les buts de la législation sur les valeurs mobilières, c'est-à-dire de garantir la communication aux investisseurs intéressés par une offre publique de tous les renseignements leur permettant d'évaluer (s'ils veulent le faire) les risques que comporte ce placement. Les tribunaux canadiens, aux prises avec des problèmes similaires d'interprétation et d'application, ont estimé utiles les décisions des tribunaux américains beaucoup plus nombreuses

¹ (1975), 8 O.R. (2d) 257, 57 D.L.R. (3d) 641.

² (1975), 7 O.R. (2d) 395, 55 D.L.R. (3d) 331.

¹ (1975), 8 O.R. (2d) 257, 57 D.L.R. (3d) 641.

² (1975), 7 O.R. (2d) 395, 55 D.L.R. (3d) 331.

down in *Securities and Exchange Commission v. Howey*³) and the *Hawaii* test (laid down in *Hawaii Commissioner of Securities v. Hawaii Market Centre Inc.*⁴) were considered and utilized by the Courts below in determining that the appellants were dealing in securities through their commodity account agreements with their customers.

It is easy, in a case like the present one, when faced with a widely-approved regulatory statute embodying a policy of protection of the investing public against fraudulent or beguilingly misleading investment schemes, attractively packaged, to give broad undefined terms a broad meaning so as to bring doubtful schemes within the regulatory authority. Yet if the Legislature, in an area as managed and controlled as security trading has deliberately chosen not to define a term which, admittedly, embraces different kinds of transactions, of which some are innocent, and prefers to rest on generality, I see no reason of policy why Courts should be oversolicitous in resolving doubt in enlargement of the scope of the statutory control.

Although there was evidence of spot purchases of silver coins, that is purchases for cash, the issue before this Court concerns margin purchases under the terms of the appellants' standard commodity account agreements. Spot purchases are clearly outside of *The Securities Act*. The commodity account agreement is a terminable agreement under which purchasers on margin contract for some desired number of bags of silver coins and pay by way of deposit thirty five per cent of the purchase price. Delivery in specie may be had on 48 hours' notice after paying up the balance of the purchase price plus commission, and interest and storage charges as applicable. The appellants, to honour the contracts, must either have bags of silver coins on hand or go into the market to buy futures, and they would do so to cover outstanding obligations to their customers rather than trade in

dans ce domaine; c'est ainsi que pour décider si les appelantes faisaient le commerce de valeurs mobilières en concluant des conventions de compte sur marchandises avec leurs clients, les tribunaux d'instance inférieure ont examiné et appliqué en l'espèce le critère *Howey* (énoncé dans *Securities and Exchange Commission v. Howey*³) et le critère *Hawaii* (énoncé dans *Hawaii Commissioner of Securities v. Hawaii Market Centre Inc.*⁴)

Dans une affaire comme celle-ci, où il est question d'une législation jouissant de la faveur générale car elle vise la protection du public investisseur contre des plans d'investissement frauduleux ou trompeurs présentés de façon attrayante, il est facile de donner aux expressions non définies une interprétation large de façon à y assujettir les plans suspects. Mais si la législature, dans un domaine aussi surveillé et réglementé que celui du commerce des valeurs mobilières, a délibérément omis de définir une expression qui, de l'avis de tous, englobe différents types de transactions dont plusieurs sont parfaitement légitimes, et préfère s'en tenir à des généralités, je ne vois aucune raison pour que les tribunaux s'empressent de dissiper le doute en élargissant le domaine d'application du contrôle statutaire.

Bien que, selon la preuve, il y ait eu des achats de pièces d'argent au comptant, le litige devant cette Cour a trait aux achats sur marge conclus aux termes des conventions-type de compte sur marchandises des appelantes. Les achats au comptant ne sont nettement pas assujettis à *The Securities Act*. La convention de compte sur marchandises est une convention résiliable par laquelle les acheteurs sur marge s'engagent à acheter un certain nombre de sacs de pièces d'argent tout en versant un dépôt de trente-cinq pour cent du prix d'achat. Ils peuvent obtenir livraison en espèces moyennant un préavis de 48 heures après paiement du solde du prix d'achat plus commission, intérêts et frais d'entreposage s'il y a lieu. Pour honorer les contrats, les appelantes sont tenues d'avoir des sacs de pièces d'argent à leur disposition ou d'effectuer des opérations à terme sur le marché, ce qu'elles

³ (1946), 328 U.S. 293.

⁴ (1971), 485 P. 2d 105.

³ (1946), 328 U.S. 293.

⁴ (1971), 485 P. 2d 105.

silver on their own account.

The result of investment of money under the commodity account agreements was to give the appellants a pool of money—which became its money—and tied the customers to the appellants in the consummation of their purchases, either by taking delivery of bags of coins (which was rarely done) or by closing out their accounts by selling at the market price through the appellants, paying a commission on selling as well as on buying. The commodity account agreements were not assignable by the customers without the appellants' consent but, of course, the appellants could use them as bank collateral.

The appellants controlled the so-called base price; that is, the price at which investors bought bags of silver coins for future delivery was fixed by the appellants in relation to the then market price. The appellants did not, however, control the market price but were themselves subject to it; nor did they control the cost of money which would enter into a customer's calculation, along with the market price, on whether to close out his account. It was in respect of these features of the transactions with their customers that counsel for the appellants took objection to the emphasis placed by the Courts below on hedging, calling it a non-issue.

Counsel contended that it was immaterial to the customers whether the appellants hedged or not on their future obligations to them. If they did not hedge, they simply took the risk of a larger loss or a larger profit when called upon by a customer to deliver the bags of coins which he purchased or when the customer closed out his account by instructions to sell. If they did hedge, it was still for the customer to decide, irrespective of the hedging, whether to call for delivery or whether to sell out if the market price of silver made it advantageous to do so. Hedging concerned only the financial position of the appellants and, indeed, it seems to me that it was only their solvency

font d'ailleurs généralement pour couvrir leurs obligations envers leurs clients plutôt que de négocier des achats pour leur propre compte.

Les placements aux termes des conventions de compte sur marchandises mettent à la disposition des appelantes des fonds importants, qui deviennent les leurs. Un lien est donc créé entre les appelantes et leurs clients quant à la réalisation de leurs achats, soit par livraison des sacs de pièces d'argent (ce qui se fait rarement), soit par fermeture des comptes en vendant au prix du marché par l'intermédiaire des appelantes, tout en payant à ces dernières une commission sur la vente ainsi que sur l'achat. Les conventions en question ne peuvent être cédées par les clients sans le consentement des appelantes mais, naturellement, ces dernières peuvent les utiliser comme garantie bancaire.

Les appelantes contrôlent ce qu'il est convenu d'appeler le prix de base, c'est-à-dire qu'elles fixent le prix auquel les investisseurs achètent les sacs de pièces d'argent à livrer ultérieurement compte tenu du cours du marché à ce moment-là. Toutefois, les appelantes ne contrôlent pas le cours du marché mais y sont elles-mêmes soumises; elles ne contrôlent pas non plus le cours des devises qui, de concert avec le cours du marché, influence certainement la décision d'un client de fermer ou non son compte. C'est à l'égard de ces aspects des transactions conclues avec les clients que l'avocat des appelantes s'est élevé contre l'importance que les tribunaux d'instance inférieure ont donnée aux opérations en contrepartie, ceci d'après lui n'étant pas en litige.

L'avocat prétend qu'il importe peu aux clients de savoir si les appelantes effectuent des opérations en contrepartie relativement à leurs obligations à terme à leur égard. Si elles n'effectuent pas d'opérations en contrepartie, les appelantes accroissent simplement la possibilité de perte ou de profit quand elles répondent à la demande de livraison de sacs de pièces d'argent que le client a achetées ou quand elles reçoivent du client qui a décidé de fermer son compte l'ordre de vendre. Si elles en effectuent, il appartient toujours au client de décider, indépendamment de ces opérations, s'il doit prendre livraison ou vendre si le cours du marché de l'argent rend cette alternative plus avantageuse.

which created any risk to the customer. Yet it was the view of the Ontario Court of Appeal, speaking through Dubin J.A., that the solvency issue was not enough to bring the commodity account agreements within the scope of *The Securities Act*. I can understand the reluctance to find that solvency or insolvency is a determining factor in this case. It is equally a factor in the realization of future benefits under any commercial contracts providing for them, but there has been no suggestion that, even if there be a network of such contracts, they should be recognized by the Courts as investment contracts for security regulation purposes.

I see no more than three factors which can be said to enter into consideration of the question whether the commodity account agreement is an "investment contract" as that term is included in the definition of "security" under the *Ontario Securities Act*. There is the fixing of the base price at which customers make their purchases; there is the consequent gathering up of a pool of money by the appellants representing the required deposits under the commodity account agreements; and there is the question of the solvency of the appellants. The same factors under a similar scheme were present in *Jenson v. Continental Financial Corporation*⁵, a judgment of the United States District Court, District of Minnesota, upon which counsel for the respondents in this case placed heavy reliance. The Court in the *Jenson* case faced the same question that the Courts in this case faced, namely, whether a gamble on the behaviour of the silver market is anything more than a commodity futures transaction and hence not a security subject to regulatory legislation.

In coming to a conclusion on the *Howey* test that the commodity account agreement was within the regulatory statute, the Court laid emphasis on the pooling of investors' money in a common enter-

Les opérations en contrepartie n'ont donc d'influence que sur la situation financière des appelantes et il me semble même que seule leur solvabilité est source de risque pour le client. Pourtant la Cour d'appel de l'Ontario, par la voix du juge Dubin, est d'avis que la question de la solvabilité ne suffit pas à assujettir les conventions de compte sur marchandises à *The Securities Act*. Je comprends que l'on soit réticent à conclure que la solvabilité ou l'insolvabilité constituent des facteurs déterminants en l'espèce. Cette question influe également sur la réalisation de bénéfices futurs découlant de contrats commerciaux à cet effet, mais personne n'a suggéré que même s'il existait un réseau de contrats, les tribunaux devraient les qualifier de contrats de placement aux fins de la réglementation sur les valeurs mobilières.

A mon avis, il n'existe pas plus de trois facteurs à considérer pour décider si la convention de compte sur marchandises est un «contrat de placement» au sens de cette expression dans la définition de «valeurs mobilières» dans *The Securities Act* de l'Ontario. Il y a d'abord la détermination du prix de base des achats par les clients; il y a ensuite la mise en commun, par les appelantes, des fonds qui leur ont été versés au titre des dépôts exigés aux termes des conventions de compte sur marchandises; et, en dernier lieu, il y a la question de la solvabilité des appelantes. On retrouve ces mêmes facteurs dans un arrangement semblable qui a fait l'objet d'une décision de la Cour de district des États-Unis, district du Minnesota, dans *Jenson v. Continental Financial Corporation*⁵ sur laquelle l'avocat de l'intimée en l'espèce s'est fortement appuyé. Dans cette affaire, la Cour avait à trancher la même question que celle soulevée devant les tribunaux en l'espèce, savoir si la spéculation sur les fluctuations du marché de l'argent n'est rien de plus qu'une opération à terme sur marchandises et ne constitue donc pas une valeur mobilière assujettie à la législation.

En concluant à l'aide du critère *Howey* que la convention de compte sur marchandises est assujettie à la législation pertinente, la Cour a insisté sur le placement dans une entreprise commune des

⁵ (1975), 404 F. Supp. 792.

⁵ (1975), 404 F. Supp. 792.

prise in which the risk of profit or loss depended solely (or perhaps substantially) on the promoters' ability to gauge the market and hence to assure its own solvency to meet its obligations to its customers. I do not see in this view of the matter anything more than solvency, because it would be the market that would determine whether and when the customer would have a profit, and he was free to close out his account or to ask for delivery in specie at his instance and not when the promoter chose to permit him to do so. Certainly, I do not see any controlling factor in managerial effort, to which the Court in *Jenson* alluded, when it is the market that determines profitability and not the promoter. The notion of managerial effort obviously came from the *Howey* case where, on the facts, the citrus grove enterprise promoted by the respondents there was managed and serviced by them. Here there is no parallel, any more than there is a parallel with a manufacturing company whose shares are purchasable in the open market.

I am not persuaded that a test stemming from a particular set of facts such as those in *Howey*, or the broader risk capital approach based on another set of facts as in *Hawaii*, can or should be generalized to fix the conclusion in yet the different set of facts present here. In *Howey* and in *Hawaii*, the Courts were concerned with schemes relating to land management and to merchandise selling respectively, under which managerial control rested in the promoters. There was no such substantial reliance on the market, outside of the promoter's control, as existed in the present case. I think it apt to refer to the dissent of Frankfurter J. in the *Howey* case, at p. 302, where he objected to bringing every innocent transaction within the scope of securities legislation simply because a perversion of them is covered by it.

sommes d'argent versées par les investisseurs, où les possibilités de profit ou de perte dépendent uniquement (ou peut-être essentiellement) de l'habileté des promoteurs à jauger le marché et, de là, à assurer leur propre solvabilité de façon à pouvoir répondre à leurs obligations à l'égard de leurs clients. Je ne vois rien de plus, sous cet angle, qu'une simple question de solvabilité puisque c'est le marché qui détermine si le client va réaliser un profit, et que celui-ci est libre de fermer son compte ou de prendre livraison en espèces, en tout temps et à sa demande, et non pas seulement lorsque le promoteur l'y autorise. Je ne vois aucun élément de contrôle dans l'activité de gestion à laquelle la Cour de district a fait allusion dans l'affaire *Jenson*, puisque c'est le marché et non le promoteur qui détermine les profits. De toute évidence, la notion d'activité de gestion provient de l'affaire *Howey* où les intimés étaient les promoteurs d'une entreprise de vergers d'agrumes tout en assumant la gestion et l'entretien. On ne peut établir de parallèle avec la présente affaire, pas plus qu'on ne peut le faire avec une compagnie manufacturière dont les actions peuvent être achetées sur le marché libre.

Je ne suis pas convaincu qu'un critère découlant d'un ensemble de faits précis comme ceux de l'affaire *Howey*, ou que le concept plus large des capitaux spéculatifs fondé sur un autre ensemble de faits comme ceux de l'affaire *Hawaii*, puisse ou doive être généralisé pour permettre de trancher le présent litige où l'ensemble des faits est encore différent. Dans les affaires *Howey* et *Hawaii*, les tribunaux étaient respectivement aux prises avec des plans portant sur la gestion de terrains et sur la vente de marchandises, aux termes desquels les promoteurs assumaient le contrôle de la gestion. Hors du contrôle du promoteur, le cours du marché ne jouait pas le rôle important qu'il joue en l'espèce. J'estime qu'il convient de se reporter à la dissidence du juge Frankfurter dans l'affaire *Howey*, à la p. 302, où il s'oppose à ce que toute transaction conclue de bonne foi soit assujettie à la législation sur les valeurs mobilières simplement parce que des transactions malhonnêtes du même type y sont assujetties.

I would allow the appeal, set aside the judgments below and quash the prohibitory order of the Ontario Securities Commission, with costs to the appellants throughout.

The judgment of Martland, Judson, Ritchie, Spence, Pigeon, Dickson, Beetz and de Grandpré JJ. was delivered by

DE GRANDPRÉ J.—By notice given pursuant to the provisions of sub. 1 of s. 144 of *The Securities Act*, R.S.O. 1970, c. 426, respondent informed appellant that a hearing would be held on the 24th of July 1974 “to determine whether the Commission should act in the public interest to order that all trading in the securities of Pacific Coast Coin Exchange of Canada Limited should cease forthwith pending the filing and acceptance of a prospectus and compliance with the registration provisions of *The Securities Act*”. Appellant was also informed that it would be urged that such order should issue because the plan or manner of business of appellant “involves the offer and sale . . . of securities to the public” in that

1) it constitutes “an investment contract” within the meaning of s. 1(1)22xiii of the Act;

2) in the alternative, it constitutes “evidence of title to or interest in the capital, assets, property, profits, earnings or royalties” of the appellant within the meaning of s. 1(1)22ii of the Act.

On October 11, 1974, following the hearing, respondent did issue a prohibitory order; its reasons indicate that it relied principally on s. 1(1)22ii of the Act although it added that s. 1(1)22xiii is also applicable. The Divisional Court agreed with the conclusion reached by respondent although it did so only on the basis that the transactions entered into between appellant and its clients are investment contracts; the Divisional Court felt that these agreements did not constitute evidence of title within the meaning of s. 1(1)22ii of the Act. (1975) 7 O.R. (2d) 395; also (1975) 55

Je suis d'avis d'accueillir le pourvoi, d'infirmes les décisions des tribunaux d'instance inférieure et d'annuler l'ordonnance de prohibition de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, avec dépens aux appelantes dans toutes les cours.

Le jugement des juges Martland, Judson, Ritchie, Spence, Pigeon, Dickson, Beetz et de Grandpré a été rendu par

LE JUGE DE GRANDPRÉ—Par avis donné conformément aux dispositions du par. 144(1) de *The Securities Act*, R.S.O. 1970, c. 426, l'intimée a informé l'appelante de la tenue d'une audition le 24 juillet 1974 [TRADUCTION] «pour déterminer s'il serait dans l'intérêt public que la Commission ordonne la cessation immédiate de toutes les transactions touchant les valeurs mobilières offertes par Pacific Coast Coin Exchange of Canada Limited jusqu'à ce que soit déposé et accepté un prospectus et jusqu'à ce qu'elle se soit conformée aux dispositions de *The Securities Act* sur l'enregistrement». L'appelante a également été informée qu'à l'appui de cette demande, l'intimée allait invoquer le fait que le plan ou mode de fonctionnement de l'appelante [TRADUCTION] «comprend l'offre et la vente . . . de valeurs mobilières au public» en ce que

1) ce plan constitue [TRADUCTION] «un contrat de placement» au sens du sous-al. 1(1)22xiii de la Loi;

2) subsidiairement, ce plan constitue [TRADUCTION] «la reconnaissance d'un titre de propriété sur le capital, l'actif, les biens, les profits, les revenus et les redevances» de l'appelante au sens du sous-al. 1(1)22ii de la Loi.

Le 11 octobre 1974, à la suite de l'audition, l'intimée a rendu une ordonnance de prohibition; elle indique qu'elle se fonde principalement sur le sous-al. 1(1)22ii de la Loi, tout en précisant que le sous-al. 1(1)22xiii est aussi applicable. La Cour divisionnaire a confirmé la conclusion de l'intimée mais uniquement parce que les transactions conclues entre l'appelante et ses clients constituent des contrats de placement; selon la Cour divisionnaire, ces ententes ne constituent pas une reconnaissance de titre au sens du sous-al. 1(1)22ii de la Loi. Cf: (1975) 7 O.R. (2d) 395; également (1975) 55

D.L.R. (3d) 331. An appeal to the Court of Appeal was dismissed, that Court also being of the view that the transactions constitute investment contracts; it found it unnecessary to determine whether they are also securities within the meaning of s. 1(1)22ii of the Act. (1975) 8 O.R. (2d) 257; also (1975) 57 D.L.R. (3d) 641.

The principal issue in this appeal is to determine whether the agreement between appellant and its customers is an investment contract. Should a negative answer be given to that question, it will be necessary to examine whether or not the agreement constitutes a security under s. 1(1)22ii.

THE FACTS

Although the facts have been carefully canvassed by Houlden J., speaking for the Divisional Court, and although this canvass has been accepted by the Court of Appeal and by the parties before us, I believe it important to review once again the most relevant ones.

Appellant Pacific is a Canadian corporation carrying on business in the Province of Ontario and other Canadian provinces; its shares are owned by Mr. Louis Carabini and Dr. Neil Chamberlain. Appellant Monex, a California corporation also controlled by Messrs. Carabini and Chamberlain, was incorporated in 1971 to replace a previous entity that had started business in 1967; it is active in several of the United States of America. Both appellants will be referred to as "Pacific". It might be noted that, at the time of the hearing, Pacific had some 12,000 customers in the United States and 226 in Canada.

Pacific commenced to carry on business in Ontario in the Spring of 1973. Its activities in that province consist primarily of offering for sale, selling and delivering bags of silver coins in specie and offering for sale and selling bags of silver coins on margin. It is solely this latter activity that is the subject matter of the appeal.

Pacific solicits its customers primarily through newspaper advertising in which the public is invited to request information by returning a mail slip to the Company. A "literature pack" is sent to

D.L.R. (3d) 331. L'appel interjeté à la Cour d'appel a été rejeté, cette dernière étant elle aussi d'avis que les transactions constituent des contrats de placement; elle a estimé inutile de décider si elles constituent également des valeurs mobilières au sens du sous-al. 1(1)22ii de la Loi. Cf: (1975) 8 O.R. (2d) 257; également (1975) 57 D.L.R. (3d) 641.

La principale question en litige dans ce pourvoi est de savoir si la convention conclue entre l'appelante et ses clients est un contrat de placement. Si l'on répond par la négative, il sera alors nécessaire de décider si la convention constitue une valeur mobilière au sens du sous-al. 1(1)22ii.

LES FAITS

Bien que le juge Houlden, qui parlait au nom de la Cour divisionnaire, ait soigneusement analysé les faits et que la Cour d'appel et les parties en cause aient accepté cette analyse, j'estime important de revoir encore une fois les plus pertinents.

L'appelante Pacific est une compagnie canadienne qui fait affaire en Ontario et dans d'autres provinces; MM. Louis Carabini et Neil Chamberlain en sont les actionnaires. L'appelante Monex, une compagnie californienne également contrôlée par MM. Carabini et Chamberlain, a été constituée en 1971 pour remplacer une autre compagnie qui faisait affaire depuis 1967; elle est active dans plusieurs états des États-Unis d'Amérique. Ces deux appelantes seront ci-après appelées «Pacific». Soulignons qu'à l'époque de l'audition, Pacific avait quelque 12,000 clients aux États-Unis et 226 au Canada.

Pacific a commencé à faire affaire en Ontario au printemps 1973. Ses activités dans cette province consistent principalement à offrir, à vendre et à livrer des sacs de pièces d'argent en espèces et à offrir et à vendre des sacs de pièces d'argent sur marge. Seule cette dernière activité fait l'objet du présent pourvoi.

Pacific attire principalement ses clients par des annonces dans les journaux, qui invitent le public à demander de plus amples renseignements en retournant un coupon postal à la compagnie. Les

potential customers. This pack emphasizes silver coins as an "investment" and presents them as a "reliable" and "almost perfect" protection of the customer's savings and assets against inflation. The price performance of silver is compared favourably with other forms of investments, such as common stocks. The literature predicts continued rampant growth of inflation and suggests a possible return to a depression. Emphasis is placed on an inevitable increase in the price of silver notwithstanding inflation, devaluation of money and depressed stock markets.

Appellant presents two ways to invest in silver coins: the outright purchase of bags of silver coins in specie which are delivered to the investor and the purchase of bags of silver coins on margin. Margin purchases are promoted over outright purchases by means of a comparison which illustrates that a person with \$10,000 to invest can purchase seven bags of silver on margin while he can only purchase two bags in specie.

Over 90 per cent of purchases are by the margin contract mode. Whichever method is used, Pacific requires the customer to enter into a "Commodity Account Agreement". As this is the only document evidencing the contract between Pacific and its customers, it must now be examined insofar as it governs the rights and obligations of the margin purchasers:

- a) the commodity consists of one or more bags of silver coins;
- b) the customer pays a commission of 2 per cent on the purchase price and when he sells, he is also asked to pay a second commission of 2 per cent;
- c) the customer puts down a deposit (it was 35 per cent of the purchase price at the time of the hearing) and is required to maintain adequate margin in his account in such amounts as are from time to time required by Pacific;
- d) Pacific is under no obligation to make delivery until the customer has paid in full therefor, which means the balance of the purchase price plus all interest (approximately 12 per cent at

personnes intéressées reçoivent alors des brochures d'information qui vantent les pièces d'argent comme «placement» assurant la protection «efficace» et «idéale» de l'épargne et de l'actif du client contre l'inflation. On y compare favorablement le rendement du prix de l'argent à d'autres genres d'investissement, comme les actions ordinaires. Les brochures prédisent une augmentation constante et débridée du taux d'inflation et suggèrent même la possibilité d'une nouvelle dépression. L'accent est mis sur une augmentation inévitable du prix de l'argent nonobstant l'inflation, la dévaluation de la monnaie et la récession sur les marchés boursiers.

L'appelante propose deux façons d'investir dans les pièces d'argent: l'achat au comptant de sacs de pièces d'argent qui sont livrés à l'investisseur et l'achat sur marge de sacs de pièces d'argent. On encourage les achats sur marge plutôt que les achats au comptant et ce, au moyen d'une comparaison qui démontre qu'une personne ayant une somme de \$10,000 à investir peut, sur marge, acheter sept sacs de pièces d'argent tandis qu'elle ne peut en acheter que deux au comptant.

Plus de 90 pour cent des achats sont faits sur marge. Dans les deux cas, Pacific exige du client qu'il signe une «convention de compte sur marchandises». Puisque cette convention est l'unique document qui fait foi d'un contrat entre Pacific et ses clients, il convient maintenant d'examiner les clauses relatives aux droits et obligations des acheteurs sur marge:

- a) les marchandises consistent en un ou plusieurs sacs de pièces d'argent;
- b) le client verse une commission de 2 pour cent sur le prix d'achat et lorsqu'il vend, il doit verser une seconde commission de 2 pour cent;
- c) le client est tenu de faire un dépôt (35 pour cent du prix d'achat à l'époque de l'audition) et de conserver à son compte une couverture adéquate correspondant aux montants exigés à l'occasion par Pacific;
- d) Pacific n'est pas tenue de livrer les marchandises avant que le client en ait payé intégralement le prix, c'est-à-dire le solde du prix d'achat plus intérêts (approximativement 12 pour cent à

the time of the hearing), commission and storage charges; the customer agrees to purchase all the commodities ordered by it and pay for them in full before delivery;

e) the Agreement is terminable at the will of either party but in any event will terminate five years from the date of the last purchase under the Agreement;

f) the price at which Pacific sells to its customers is fixed by Pacific several times during the day and published by it and, in total, consists of a base price being the market value quoted by Pacific plus commissions and other charges;

g) the customer may obtain the release of any or all of the commodities credited to his account within forty-eight hours after payment in full for such commodities;

h) Pacific retains no power of attorney nor authority to direct the customer trading and maintains no control over the customer's account subject to certain security provisions to secure outstanding indebtedness by the customer to Pacific;

i) the customer obtains no specific interest in any particular bag of silver under the contract until he makes payment in full therefor and accepts delivery of the bags purchased under the contract;

j) certain events of default are provided for and remedies retained by Pacific in that event to liquidate the customer's account or realize on any commodities purchased by the customer and credited to his account to off-set any indebtedness in the event of default by the customer to Pacific;

k) the provisions of the Agreement are assignable by Pacific but not by the customer without Pacific's consent.

More than 85 per cent of all margin account purchasers close-out their account without taking delivery. When a margin account buyer closes out his account, he receives or pays the difference between the per unit price at which his position is closed-out and the amount he owes on margin, plus applicable interest, commissions and storage charges.

l'époque de l'audition), commission et frais d'entreposage; le client convient d'acheter toutes les marchandises qu'il a commandées et d'en payer intégralement le prix avant la livraison;

e) il peut être mis fin à la convention à la demande d'une des parties mais, en tout état de cause, elle prendra fin cinq ans après la date du dernier achat effectué aux termes de cette convention;

f) Pacific fixe plusieurs fois par jour le prix auquel elle vend à ses clients et le publie; ce prix comprend la valeur marchande établie par Pacific plus les commissions et les autres frais;

g) le client peut obtenir la livraison de toutes les marchandises portées à son compte ou d'une partie de celles-ci, dans les quarante-huit heures suivant le paiement intégral de leur prix;

h) Pacific ne possède aucun pouvoir ni aucune autorité sur les transactions du client et ne possède aucun contrôle sur le compte du client, sous réserve de certaines dispositions qui lui permettent d'exiger qu'il garantisse ses dettes en souffrance;

i) le client ne possède aucun droit réel sur les sacs d'argent achetés en vertu de la convention, avant qu'il en acquitte intégralement le prix et en accepte la livraison;

j) la convention prévoit que dans certains cas de défaut de paiement, Pacific se réserve le droit de liquider le compte du client ou de réaliser les marchandises achetées par le client et portées à son compte pour compenser l'endettement de ce dernier envers elle;

k) Pacific peut céder la convention tandis que le client ne peut le faire sans son consentement.

Plus de 85 pour cent de tous les acheteurs sur marge ferment leur compte sans prendre livraison. Lorsqu'un acheteur sur marge ferme son compte, il reçoit ou verse la différence entre le prix en vigueur au moment de la fermeture de son compte et le montant de sa dette sur marge, plus intérêts, commission et frais d'entreposage.

Although the Agreement spells out that Pacific "may, but need not at all times, make a market in commodities", Pacific in its literature points out that it has never failed to make a market for its customers in the past. Pacific will not repurchase margin contracts acquired from another coin exchange nor will other coin exchanges repurchase Pacific margin contracts.

Pacific's only obligation to margin customers is to deliver the bags of silver covered by the contract if and when the customer pays the outstanding balance. In practice, Pacific covers or hedges its obligation to margin customers:

- a) by purchasing futures contracts for silver; approximately 85 per cent of Pacific's obligations to margin account customers is covered by futures contracts;
- b) by maintaining a small inventory of silver coins in specie.

Pacific has a policy of covering not less than 95 per cent of its margin obligations.

Pacific obtains title to the funds paid by the margin account investors as a deposit. The pooled monies are distributed in Pacific's general funds. Some of this money is used to secure its own futures contracts and some of it is used for its own investment purposes.

In conducting its hedging operations, Pacific trades for its own account and in its own name; all purchases and sales of futures contracts are made by Pacific as principal and not as agent for a customer. As the silver futures contract comes close to delivery date, the Operations' Department, some 55 persons strong, must decide whether to pay the balance owing on the contract and take delivery of the silver, or roll the contract over by selling it and replacing it with a contract for a more distant month.

In its literature, Pacific cautions against individuals speculating in futures contracts. Such investments are not for the uninitiated or unwary:

They are primarily for speculators who welcome extremely high-leveraged, short term situations, and for

Bien qu'il soit stipulé dans la convention que Pacific [TRADUCTION] «peut, mais n'est pas tenue de se porter acquéreur des marchandises», elle souligne dans sa brochure d'information que, dans le passé, elle s'est toujours portée acquéreur pour ses clients. Pacific ne rachète pas les contrats sur marge conclus avec d'autres vendeurs de monnaie, pas plus que ces derniers ne rachètent les contrats sur marge conclus avec Pacific.

L'unique obligation de Pacific envers les clients sur marge est de livrer les sacs de pièces d'argent visés par le contrat lorsque le client acquitte le solde. En pratique, Pacific se couvre relativement à cette obligation envers ses clients sur marge:

- a) en achetant l'argent par contrats à terme; ces contrats couvrent environ 85 pour cent des obligations de Pacific envers ses clients sur marge;
- b) en ayant toujours un petit stock de pièces d'argent en espèces.

Pacific a pour politique de se couvrir pour au moins 95 pour cent de ses obligations sur marge.

Pacific touche les sommes versées comme dépôt par les investisseurs sur marge. Ces sommes s'ajoutent à ses fonds généraux. Elle en utilise une partie pour garantir ses propres contrats à terme et une autre partie pour ses propres investissements.

En effectuant ses opérations de contrepartie, Pacific négocie pour son propre compte et en son propre nom; elle vend et achète les contrats à terme comme partie à ces contrats et non comme mandataire d'un client. Lorsque les contrats à terme sur l'argent arrivent presque à échéance, la Direction des opérations, où travaillent quelque 55 personnes, doit décider s'il vaut mieux payer le solde dû et prendre livraison de l'argent ou se défaire des contrats en les vendant et en les remplaçant par d'autres à échéance plus éloignée.

Dans sa brochure, Pacific fait une mise en garde contre les personnes qui spéculent sur les contrats à terme. Pareils placements ne sont pas pour les profanes ni pour les imprudents:

[TRADUCTION] Ils s'adressent principalement aux spéculateurs qui recherchent les situations à court terme et

hedgers who use futures to balance their existing long or short commitments with an equal and opposite commitment. If you plan to buy silver futures, you should be prepared to spend a great deal of time studying the silver situation, staying on top of it every day.

INVESTMENT CONTRACT

Section 35 of the Act spells out the prohibition for any one to "trade in a security" in the absence of a prospectus. "Security" is defined in s. 1 as including fourteen categories, the thirteenth one being "any investment contract, other than an investment contract within the meaning of *The Investment Contracts Act*." It is common ground that in the case at bar, the contract is not one covered by this last mentioned statute.

The expression "investment contract" is not defined in the Act. In their search for its meaning, the Courts below have been guided by the leading U.S. authorities and counsel have invited us to follow the same path. I agree. While the statute under consideration here does not read word for word like its U.S. counterpart, the expression "investment contract" is found in both. In addition, the policy behind the legislation in the two countries is exactly the same, so that considering the dearth of Canadian authorities, it is a wise course to look at the decisions reached by the U.S. Courts. This approach has also been adopted by the Court of Appeal of Alberta in *Re Regina Great Way Merchandising Ltd.*⁶, as well as by Nemetz, J.A., in the Court of Appeal of British Columbia in *Re Bestline Products of Canada Ltd.*⁷.

I have alluded to the policy of the legislation. It is clearly the protection of the public as was said by Hartt J. in *Re Ontario Securities Commission and Brigadoon Scotch Distributors (Canada) Limited*⁸, at p. 717:

... the basic aim or purpose of the Securities Act, 1966, ... is the protection of the investing public through full, true and plain disclosure of all material facts relating to securities being issued.

⁶ (1971), 20 D.L.R. (3d) 67.

⁷ (1972), 29 D.L.R. (3d) 505.

⁸ [1970] 3 O.R. 714.

à effet spéculatif très élevé, et aux contrepartistes qui utilisent les contrats à terme pour équilibrer leurs engagements à long ou à court terme par un engagement équivalent. Si vous envisagez d'acheter de l'argent à terme, vous devez être prêts à consacrer beaucoup de temps à l'étude du marché de l'argent et à en suivre l'évolution quotidienne.

CONTRAT DE PLACEMENT

L'article 35 de la Loi édicte l'interdiction pour quiconque de [TRADUCTION] «faire le commerce de valeurs mobilières» sans un prospectus. L'expression «valeurs mobilières», définie à l'art. 1, inclut quatorze catégories, la treizième étant [TRADUCTION] «tout contrat de placement autre qu'un contrat de placement au sens de *The Investment Contracts Act*». Il est admis que le contrat en cause n'est pas visé par cette dernière loi.

L'expression «contrat de placement» n'est pas définie dans la Loi. Dans le but de la définir, les tribunaux d'instance inférieure se sont reportés à la jurisprudence américaine et les avocats nous invitent à faire de même. Je suis d'accord. Bien que la Loi présentement en cause ne soit pas complètement identique à son pendant américain, l'expression «contrat de placement» est employée dans l'une et dans l'autre. De plus, le but de la législation dans les deux pays est exactement le même, de sorte que vu les rares décisions canadiennes sur ce sujet, il est sage de consulter les décisions rendues par les tribunaux américains. La Cour d'appel de l'Alberta, dans *Re Regina Great Way Merchandising Ltd.*⁶, et le juge Nemetz de la Cour d'appel de la Colombie-Britannique, dans *Re Bestline Products of Canada Ltd.*⁷, ont aussi procédé de la sorte.

J'ai fait allusion au but de la législation. Il s'agit nettement de la protection du public, comme l'a déclaré le juge Hartt dans *Re Ontario Securities Commission and Brigadoon Scotch Distributors (Canada) Limited*⁸, à la p. 717:

[TRADUCTION] ... *The Securities Act*, 1966, vise principalement ... à protéger le public investisseur en exigeant la divulgation claire, complète et honnête de tous les faits pertinents aux valeurs mobilières émises.

⁶ (1971), 20 D.L.R. (3d) 67.

⁷ (1972), 29 D.L.R. (3d) 505.

⁸ [1970] 3 O.R. 714.

If any doubt could be entertained as to the intention of the Legislature in the present instance, that doubt should be dispelled by the very wide terms employed in defining the word "security". The fourteen subdivisions of the definition encompass practically all types of transactions to such an extent that this definition had to be narrowed down by a long list of exceptions to be found in s. 19.

At this point, reference should be made to a work by Professor Louis Loss who was called by appellant as an expert witness before the Commission. In the second edition of his *Securities Regulation* ((1961) vol. I at pp. 483, 488-489) and in the 1969 supplement thereto (vol. IV at p. 2501), Prof. Loss recognizes that "the various categories in the definition are not mutually exclusive and are meant to be 'catchalls'." This view of the definition in the United States statute is valid in our case as well.

Such remedial legislation must be construed broadly, and it must be read in the context of the economic realities to which it is addressed. Substance, not form, is the governing factor. As noted in *Tcherepnin v. Knight*⁹, at p. 336:

... in searching for the meaning and scope of the word 'security' in the Act, form should be disregarded for substance and the emphasis should be on economic reality.

In the search for the true meaning of the expression "investment contract", another guideline must also be present in the forefront of our thinking. In the words of the Supreme Court of the United States in *SEC v. W. J. Howey Co.*¹⁰, any definition must permit (at p. 299):

... the fulfillment of the statutory purpose of compelling full and fair disclosure relative to the issuance of 'the many types of instruments that in our commercial world fall within the ordinary concept of a security.' ... It embodies a flexible rather than a static principle, one that is capable of adaptation to meet the countless and variable schemes devised by those who seek the use of the money of others on the promise of profits.

S'il pouvait subsister des doutes quant à l'intention de la législature en l'espèce, ils sont dissipés par les termes très généraux employés dans la définition de l'expression «valeurs mobilières». Les quatorze alinéas de la définition englobent pratiquement tous les types de transactions au point que la portée de cette définition a dû être limitée par une longue liste d'exceptions que l'on trouve à l'art. 19.

A ce stade-ci, il convient de se reporter à un ouvrage du professeur Louis Loss que l'appelante a cité comme témoin-expert devant la Commission. Dans la deuxième édition de son ouvrage intitulé *Securities Regulation* ((1961) tome I, aux pp. 483, 488 et 489) et dans le supplément de 1969 (tome IV à la p. 2501), M. Loss reconnaît que [TRADUCTION] «des catégories de la définition ne sont pas mutuellement exclusives et jouent le rôle de «fourre-tout»». Cette conception de la définition que l'on trouve dans la loi américaine, vaut également pour la nôtre.

On doit donner à ce genre de législation protectrice une interprétation large qui tienne compte des réalités économiques qu'elle vise. L'élément décisif est le fond et non la forme. Comme on l'a souligné dans *Tcherepnin v. Knight*⁹, à la p. 336:

[TRADUCTION] ... en cherchant la signification et la portée de l'expression «valeurs mobilières» dans la Loi, le fond doit l'emporter sur la forme et l'accent doit être mis sur la réalité économique.

Dans la recherche du sens véritable de l'expression «contrat de placement», il faut aussi penser à un autre principe important. Comme l'a souligné la Cour suprême des États-Unis dans *SEC v. W. J. Howey Co.*¹⁰, une définition doit permettre (à la p. 299):

[TRADUCTION] ... à la législation d'atteindre son but, savoir rendre obligatoire la divulgation complète et juste des faits relatifs à l'émission «des divers types d'effets qui, dans le commerce, entrent ordinairement dans la notion de valeurs mobilières». ... Elle contient un principe souple plutôt que statique, capable de s'adapter aux innombrables plans employés par ceux qui cherchent à utiliser l'argent des autres en leur promettant des profits.

⁹ 389 U.S. 332 (1967).

¹⁰ 328 U.S. 293 (1946).

⁹ 389 U.S. 332 (1967).

¹⁰ 328 U.S. 293 (1946).

Which does not mean that the legislation is aimed solely at schemes that are actually fraudulent; rather, it relates to arrangements that do not permit the customers to know exactly the value of the investment they are making.

It is with all the foregoing in mind that the Supreme Court of the United States in *Howey* (*supra*, at pp. 298, 299, 301) laid down the following test:

Does the scheme involve "an investment of money in a common enterprise, with profits to come solely from the efforts of others."?

This test was said by the Court to be just another expression of a meaning "crystallized" by prior judicial interpretation. The following passage (at p. 298) is worth quoting:

The term 'investment contract' is undefined by the Securities Act or by relevant legislative reports. But the term was common in many state 'blue sky' laws in existence prior to the adoption of the federal statute and, although the term was also undefined by the state laws, it had been broadly construed by state courts so as to afford the investing public a full measure of protection. Form was disregarded for substance and emphasis was placed upon economic reality. An investment contract thus came to mean a contract or scheme for 'the placing of capital or laying out of money in a way intended to secure income or profit from its employment.' *State v. Gopher Tire & Rubber Co.*, 146 Minn. 52, 56, 177 N.W. 937, 938. This definition was uniformly applied by state courts to a variety of situations where individuals were led to invest money in a common enterprise with the expectation that they would earn a profit solely through the efforts of the promoter or of some one other than themselves.

By including an investment contract within the scope of s. 2(1) of the Securities Act, Congress was using a term the meaning of which had been crystallized by this prior judicial interpretation. It is therefore reasonable to attach that meaning to the term as used by Congress, especially since such a definition is consistent with the statutory aims.

In the case at bar, it is obvious that an investment of money has been made with an intention of profit. The questions before us are the following: Is there a common enterprise? Are the profits to come solely from the efforts of others? These two

Cela ne signifie pas que la législation vise uniquement les plans qui sont effectivement frauduleux; elle a plutôt trait aux accords qui ne permettent pas aux clients de connaître exactement la valeur de leur investissement.

C'est en ayant tout ce qui précède à l'esprit que la Cour suprême des États-Unis a établi dans l'arrêt *Howey* (précité, aux pp. 298, 299, 301) le critère suivant:

[TRADUCTION] Est-ce que le plan implique «un investissement d'argent dans une entreprise commune, dont les profits sont uniquement le fruit du travail de tiers»?

Selon la Cour, ce critère est simplement une autre façon d'exprimer un sens cristallisé antérieurement par l'interprétation judiciaire. Le passage suivant (à la p. 298) mérite d'être cité:

[TRADUCTION] L'expression «contrat de placement» n'est pas définie dans la Securities Act, ni dans les recueils législatifs pertinents. Mais on retrouve cette expression dans plusieurs des lois dites «blue sky» en vigueur avant l'adoption de la loi fédérale et, bien que l'expression ne soit pas non plus définie par les lois des États, leurs tribunaux les ont interprétées largement de façon à accorder aux investisseurs une bonne protection. Le fond l'a emporté sur la forme et l'accent a été mis sur la réalité économique. Ainsi, le contrat de placement a pris le sens de contrat ou plan visant «le placement de capitaux ou le débours d'une somme d'argent dans le but d'en tirer un revenu ou un profit». *State v. Gopher Tire & Rubber Co.*, 146 Minn. 52, à la p. 56; 177 N.W. 937, à la p. 938. Les tribunaux des États ont appliqué uniformément cette définition à de nombreuses situations où des individus avaient été incités à investir de l'argent dans une entreprise commune dans l'espoir de toucher un profit grâce au seul travail du promoteur ou d'un tiers.

En assujettissant le contrat de placement à la Securities Act par le biais de son par. 2(1), le Congrès a utilisé en fait une expression dont le sens a été cristallisé antérieurement par interprétation judiciaire. Par conséquent, il est raisonnable de donner ce sens à l'expression employée par le Congrès, notamment du fait que cette définition est compatible avec le but de la Loi.

En l'espèce il ne fait aucun doute qu'il y a eu placement de fonds dans le but d'en tirer un profit. Les questions à trancher sont donc les suivantes: Y a-t-il une entreprise commune? Les profits résultent-ils uniquement du travail d'autrui? Ces deux

questions are so interwoven that I will be endeavouring to answer them together.

The word 'solely' in that test has been criticized and toned down by many jurisdictions in the United States. It is sufficient to refer to *SEC v. Koscot Interplanetary, Inc.*¹¹, and to *SEC v. Glen W. Turner Enterprises, Inc.*¹² As mentioned in the *Turner* case, to give a strict interpretation to the word "solely" (at p. 482) "would not serve the purpose of the legislation. Rather we adopt a more realistic test, whether the efforts made by those other than the investor are the undeniably significant ones, those essential managerial efforts which affect the failure or success of the enterprise". In the same case of *Turner*, the expression "common enterprise" has been defined to mean (p. 482) "one in which the fortunes of the investor are interwoven with and dependent upon the efforts and success of those seeking the investment or of third parties". These refinements of the test, I accept.

Like the Courts below, I hold the view that both these questions must be answered in the affirmative. Their analysis of the situation being exhaustive, it would serve no useful purpose to restate it in my own words and to repeat the facts summarized earlier in these reasons. I will simply underline the common enterprise aspect and attempt to highlight two facets of the dependence of the customer upon Pacific, namely for the success of the venture and for the existence of a true market.

In my view, the test of common enterprise is met in the case at bar. I accept respondent's submission that such an enterprise exists when it is undertaken for the benefit of the supplier of capital (the investor) and of those who solicit the capital (the promoter). In this relationship, the investor's role is limited to the advancement of money, the managerial control over the success of the enterprise being that of the promoter; therein lies the community. In other words the "commonality" necessary for an investment contract is that between the investor and the promoter. There is no

questions sont si étroitement liées qu'il importe de répondre aux deux à la fois.

Bien des tribunaux américains ont critiqué l'emploi du mot «uniquement» dans ce critère et en ont atténué la portée. Il suffit de se reporter à *SEC v. Koscot Interplanetary, Inc.*¹¹, et à *SEC v. Glen W. Turner Enterprises, Inc.*¹² Comme le mentionne l'arrêt *Turner*, donner une interprétation rigoureuse au mot «uniquement» (à la p. 482) [TRADUCTION] «n'est pas conforme au but de la Loi. Nous préférons adopter un critère plus réaliste, savoir le labeur de personnes autres que l'investisseur est-il incontestablement déterminant, s'agit-il de cette direction effective de l'entreprise qui influe directement sur son échec ou son succès». Dans ce même arrêt, on a défini l'expression «entreprise commune» comme (à la p. 482) [TRADUCTION] «une entreprise où le sort de l'investisseur est étroitement lié et subordonné aux fruits du labeur de ceux qui l'ont incité à investir ou de tiers». J'accepte d'emblée les raffinements de cette notion.

A l'instar des tribunaux d'instance inférieure, j'estime qu'il convient de répondre par l'affirmative à ces deux questions. Puisqu'ils ont analysé la présente situation en profondeur, il me paraît inutile de le refaire dans mes propres termes et de répéter les faits résumés au début de ces motifs. J'insisterai simplement sur la question de l'entreprise commune et je tenterai d'illustrer deux aspects de la subordination du client à Pacific, savoir vis-à-vis du succès de l'entreprise et de l'existence d'un marché véritable.

A mon avis, on a satisfait en l'espèce au critère d'entreprise commune. J'accepte l'allégation de l'intimée selon laquelle pareille entreprise existe lorsqu'elle vise à avantager celui qui fournit le capital (l'investisseur) et ceux qui le sollicitent (le promoteur). L'investisseur a pour seul rôle d'avancer l'argent, tandis que le promoteur assume la direction effective de l'entreprise en vue de son succès; d'où la communauté d'intérêt. En d'autres termes, la «communauté d'intérêt» nécessaire à l'existence d'un contrat de placement est celle qui existe entre l'investisseur et le promoteur. Il n'est

¹¹ 497 F. 2d 473 (1974).

¹² 474 F. 2d 476 (1973).

¹¹ 497 F. 2d 473 (1974).

¹² 474 F. 2d 476 (1973).

need for the enterprise to be common to the investors between themselves.

As to the dependence of the customer for the success of the enterprise, it should be recalled that appellant in its literature underlines the danger for the ordinary investor to deal in futures; the text of the warning has been quoted earlier in these reasons. This is echoed by Professor Loss in his testimony: "The ordinary fellow isn't equipped to trade in commodity futures". Appellant now attempts to recant from that position and submits that there is nothing mysterious about dealing in commodity futures contracts. The Courts below have refused to accept that submission and have held quite rightly that the end result of the investment made by each customer is dependent upon the quality of the expertise brought to the administration of the funds obtained by appellant from its customers. If Pacific does not properly invest the pooled deposit, the purchaser will obtain no return on his investment regardless of the prevailing value of silver; there is nothing that the customer can do to avoid that result.

This dependence of the investors upon the appellant is also apparent when it is noted that the margin purchaser may only look to Pacific for the performance of his contract. Until the investor has paid the full purchase price, he has no title to any physical property but only a claim against Pacific. Should the price of silver go down, there is no possibility for the investor to finance his balance (except through his own resources) and from that moment, he is at the mercy of Pacific. This is not to say that we are looking at a pure question of solvency. As pointed out by the Court of Appeal (p. 259), the conclusion of the Divisional Court does not rest "on such a narrow basis".

The key to the success of the venture is the efforts of the promoter alone, for a benefit that will accrue to both the investor and the promoter. Thus, the nature of the relationship between Pacific and its margin customers establishes that it satisfies the *Howey* test. It matters not that the relationship was built around an object that is a commodity and which in another context could be

pas nécessaire qu'il y ait entreprise commune entre les investisseurs.

Quant à la subordination du client relativement au succès de l'entreprise, il convient de se rappeler que l'appelante souligne, dans sa brochure d'information, le danger que court l'investisseur ordinaire en se lançant dans des opérations à terme; le texte de l'avertissement a été cité précédemment dans ces motifs. Dans son témoignage, M. Loss y fait écho: [TRADUCTION] «L'homme de la rue n'est pas équipé pour faire affaire sur le marché à terme des marchandises». L'appelante tente maintenant de se rétracter et elle allègue que les contrats à terme sur les marchandises n'ont vraiment rien de sorcier. Les tribunaux d'instance inférieure ont rejeté cette allégation et jugé, à bon droit, que le sort de l'investissement de chaque client est en définitive subordonné à la façon dont sont administrés les fonds obtenus par l'appelante. Si Pacific n'investit pas sagement les fonds mis en commun, l'acheteur ne tirera aucun rendement de son investissement, indépendamment de la valeur courante de l'argent; l'acheteur ne peut rien faire pour éviter ce résultat.

Cette subordination des investisseurs à l'appelante est également manifeste lorsqu'on retient que l'acheteur sur marge ne peut se tourner que vers Pacific pour l'exécution de son contrat. Avant d'avoir acquitté intégralement le prix d'achat, l'investisseur ne possède aucun titre sur un bien mais uniquement un recours contre Pacific. Si le cours de l'argent baisse, l'investisseur ne peut pas financer son solde débiteur (sauf par ses propres moyens) et à compter de ce moment-là, il est à la merci de Pacific. Cela ne revient pas à dire qu'il s'agit ici uniquement d'une question de solvabilité. Comme l'a souligné la Cour d'appel (à la p. 259), la conclusion de la Cour divisionnaire ne repose pas [TRADUCTION] «sur une base aussi étroite».

Le succès de l'entreprise dépend uniquement du labeur du promoteur dans le but d'obtenir un bénéfice pour l'investisseur et lui. Ainsi la nature de la relation entre Pacific et ses clients sur marge satisfait le critère énoncé dans *Howey*. Peu importe que la relation vise une marchandise qui, dans un autre contexte, pourrait faire l'objet d'opérations à terme non assujetties aux restrictions de

the subject matter of transactions in the futures market that would not attract the restrictions of *The Securities Act*.

Another test to determine the economic realities of a security transaction is to be found in the decision of the Supreme Court of Hawaii in *State of Hawaii v. Hawaii Market Center, Inc.*¹³, a decision of 1971. This test is possibly still more favourable to respondent in the present instance and the Divisional Court has examined the facts in that light also and has concluded that the risk capital approach would bring about the same conclusion. I agree.

At the risk of repetition, I will underscore that the question raised by this appeal is not whether or not commodity futures contracts are investment contracts. The parties agree that they are not. What is at issue is the relationship between Pacific and its margin customers examined particularly in the light of the *Howey* and the *Hawaii* tests. Such a relationship was studied recently in *Jenson v. Continental Financial Corporation*¹⁴, a decision of the U.S. District Court of Minnesota rendered on November 19, 1975, and to be found in *CCH Federal Securities Law Reporters*, para. 95-436, where the facts were nearly identical to our own. There, the question was expressed in these words (at pp. 99, 202):

... the plaintiffs do not argue that the sale of the coins standing alone constitutes an investment contract. It is their position that the defendants method of operation transforms what is made to appear as the sale of a commodities futures contract into an investment contract.

And the Court answered (at pp. 99, 205):

It is thus clear that the defendants operation entailed more than just the sale of a standard commodity futures contract. By virtue of their pooling of investor payments and then investing such funds in their own name, the defendants transferred the risk of their operation to the plaintiff investors who thereby became partners in a common enterprise with the defendants.

The Securities Act.

Un autre critère qui permet de déterminer les réalités économiques d'une vente de valeurs mobilières est celui énoncé par la Cour suprême d'Hawaii dans *State of Hawaii v. Hawaii Market Center, Inc.*¹³, décision en date de 1971. Ce critère est peut-être encore plus favorable à la thèse de l'intimée en l'espèce; d'ailleurs, la Cour divisionnaire a aussi étudié les faits sous cet angle et a conclu que le recours à la notion de capitaux spéculatifs mène sensiblement à la même conclusion. Je partage cet avis.

Au risque de me répéter, je tiens à souligner que la question soulevée dans le présent pourvoi n'est pas de savoir si les contrats à terme sur marchandises constituent des contrats de placement. Les parties ont convenu qu'ils n'en sont pas. Ce qui est en cause, c'est la relation entre Pacific et ses clients sur marge, examinée en particulier à la lumière des critères énoncés dans les arrêts *Howey* et *Hawaii*. Une relation semblable a été récemment étudiée dans *Jenson v. Continental Financial Corporation*¹⁴, décision de la Cour de district de l'État du Minnesota, rendue le 19 novembre 1975, que l'on trouve aux par. 95 à 436 des *CCH Federal Securities Law Reporters*, où les faits étaient presque identiques à ceux en l'espèce. Dans cette affaire-là, la question était formulée en ces termes (pp. 99, 202):

[TRADUCTION] ... les demandeurs n'allèguent pas que la vente des pièces de monnaie constitue à elle seule un contrat de placement. Ils prétendent plutôt que le mode de fonctionnement des défendeurs a transformé en un contrat de placement ce qui, à première vue, semble être la vente d'un contrat à terme sur marchandises.

Et la Cour a répondu (pp. 99, 205):

[TRADUCTION] Il est donc clair que les actions des défendeurs vont plus loin que la simple vente d'un contrat à terme sur marchandises. En mettant en commun des capitaux de placement et en les investissant en leur propre nom, les défendeurs ont transféré le risque de leurs transactions aux demandeurs investisseurs qui, par le fait même, sont devenus associés des défendeurs dans une entreprise commune.

¹³ 485 P. 2d. 105 (1971).

¹⁴ (1975), 404 F. Supp. 792.

¹³ 485 P. 2d 105 (1971).

¹⁴ (1975), 404 F. Supp. 792.

Substantially to the same effect is *State of Idaho ex rel. Park v. International Silver (Silver) Mint Corporation*¹⁵, a decision of July 20, 1972, by the District Court of the Fourth Judicial District of the State of Idaho.

A last word. At the invitation of the parties, I have examined the facts in the sole light of the *Howey* and *Hawaii* tests. Like the Divisional Court, however, I would be inclined to take a broader approach. It is clearly legislative policy to replace the harshness of *caveat emptor* in security related transactions and courts should seek to attain that goal even if tests carefully formulated in prior cases prove ineffective and must continually be broadened in scope. It is the policy and not the subsequently formulated judicial test that is decisive.

* * *

Having reached the conclusion that the commodity account agreement entered into between appellant and its margin customers is an investment contract, there is no need for me to determine whether that agreement also falls within the definition of security under s. 1(1)22ii of the Act.

I would dismiss the appeal with costs.

Appeal dismissed with costs, LASKIN C.J. dissenting.

Solicitors for the appellants: McCarthy & McCarthy, Toronto.

Solicitor for the respondent: M. W. Bader, Toronto.

¹⁵ (1972), CCH Blue Sky Law Reports, vol. 3, p. 67, 321.

A cet égard, on peut consulter une décision très semblable, *State of Idaho ex rel. Park v. International Silver (Silver) Mint Corporation*¹⁵, rendue le 20 juillet 1972 par la Cour de district du Quatrième district judiciaire de l'État d'Idaho.

Un dernier mot. A la demande des parties, j'ai examiné les faits uniquement à la lumière des critères énoncés dans les arrêts *Howey* et *Hawaii*. Toutefois, à l'instar de la Cour divisionnaire, je serais enclin à adopter un point de vue plus large. Le législateur a nettement voulu adoucir la règle *caveat emptor* dans les transactions portant sur des valeurs mobilières et les tribunaux doivent chercher à atteindre ce but même si les critères soigneusement formulés dans des décisions antérieures s'avèrent inefficaces et doivent constamment être élargis. C'est l'intention du législateur qui est décisive et non le critère judiciaire formulé ultérieurement.

* * *

Ayant conclu que la convention de compte sur marchandises entre l'appelante et ses clients sur marge constitue un contrat de placement, il n'est pas nécessaire de déterminer si cette convention tombe également sous le coup de la définition de «valeurs mobilières» au sens du sous-al. 1(1)22ii de la Loi.

Je suis d'avis de rejeter le pourvoi avec dépens.

Pourvoi rejeté avec dépens, le juge en chef LASKIN étant dissident.

Procureurs des appelantes: McCarthy & McCarthy, Toronto.

Procureur de l'intimée: M. W. Bader, Toronto.

¹⁵ (1972), C.C.H. Blue Sky Law Reports, vol. 3, p. 67, 321.