

Canadian & Foreign Securities Co. Ltd.
(Appellant)

v.

Minister of National Revenue (Respondent)

Trial Division, Collier J.—Toronto, May 1;
Ottawa, July 6, 1972.

Income tax—Investment company, qualifications of—Whether promissory notes, “securities”—Income Tax Act, section 69(2)(c).

Appellant company was assessed to income tax as an ordinary corporation for 1965 instead of at the lower rate applicable to investment companies, and appealed. During that year it held for a time unsecured promissory notes of a company of which it was also a shareholder. Section 69(2) of the *Income Tax Act* provides that a company does not meet the qualifications of an investment company unless “at no time in the year did more than 10% of its property consist of shares, bonds or securities of any one corporation or debtor . . .”.

Held, affirming the assessment, unsecured promissory notes are “securities” within the meaning of section 69(2)(c). The word “securities” therein must be construed in a popular sense so as to include instruments for the payment of money with or without some collateral obligation and which are commonly dealt in for the purpose of financing and investment. *Re Waldstein* 291 N.Y.S. 697, applied. Promissory notes are popularly considered to be, in the business sense, a form of investment. *Singer v. Williams* [1921] 1 A.C. 41, distinguished.

INCOME tax appeal.

A. R. A. Scace for appellant.

W. J. A. Hobson for respondent.

COLLIER J.—This appeal, which was argued on an agreed statement of facts, is from an assessment by the respondent whereby the appellant company’s income tax for the year 1965 was increased by the sum of \$60,125.99.

The question is whether the appellant for that year was an investment company within the meaning of section 69(2) of the *Income Tax Act*, R.S.C. 1952, c. 148 as amended, and therefore entitled to the rate of tax provided in section 69(1) rather than the higher rate imposed by section 39, if it were not an investment company. The precise issue is whether

Canadian & Foreign Securities Co. Ltd.
(Appelante)

c.

Le ministre du Revenu national (Intimé)

Division de première instance, le juge Collier—
Toronto, le 1^{er} mai; Ottawa, le 6 juillet 1972.

Impôt sur le revenu—Conditions essentielles à l’existence d’une compagnie de placement—Les billets à ordre sont-ils des «titres»—Loi de l’impôt sur le revenu, article 69(2)c.

La compagnie appelante a été cotisée à l’impôt sur le revenu pour l’année 1965 comme si elle était une compagnie ordinaire, plutôt que d’être cotisée au taux moins élevé applicable aux compagnies de placement; elle a interjeté appel de cette cotisation. Pendant une partie de l’année susdite, l’appelante a été propriétaire de billets à ordre non garantis d’une compagnie dont elle était aussi actionnaire. L’article 69(2) de la *Loi de l’impôt sur le revenu* porte qu’une compagnie ne se conforme aux conditions essentielles à l’existence d’une compagnie de placement que si «à nulle époque de l’année, plus de dix pour cent de ses biens n’ont consisté en actions, obligations ou titres d’une même corporation ou d’un même débiteur . . .».

Arrêt: La cotisation est confirmée. Des billets à ordre non garantis sont des «titres» au sens de l’article 69(2)c. Le mot «titres» qui figure à cet article doit être interprété dans son sens courant, de façon à inclure les effets relatifs au remboursement d’une somme d’argent, avec ou sans engagement supplémentaire, et dont on se sert couramment à des fins de financement et de placement. Arrêt suivi: *Re Waldstein* 291 N.Y.S. 697. Les billets à ordre sont couramment considérés, en matière commerciale, comme une forme de placement. Distinction faite avec l’arrêt *Singer c. Williams* [1921] 1 A.C. 41.

APPEL en matière d’impôt sur le revenu.

A. R. A. Scace pour l’appelante.

W. J. A. Hobson pour l’intimé.

LE JUGE COLLIER—Cet appel, que l’on a plaidé sur la base d’un exposé conjoint des faits, vise une cotisation établie par l’intimé aux termes de laquelle l’impôt sur le revenu de la compagnie appelante pour l’année 1965 était majoré de la somme de \$60,125.99.

La question à trancher consiste à savoir si l’appelante, à l’égard de l’année susdite, était une compagnie de placement au sens que donne à cette expression l’article 69(2) de la *Loi de l’impôt sur le revenu* S.R.C. 1952, c. 148 et ses modifications, et, à ce titre, bénéficiait du taux d’impôt prévu à l’article 69(1) plutôt que d’être astreinte au taux plus élevé qu’impose l’article 39 aux compagnies autres que les compagnies

throughout the year 1965 the appellant complied with paragraph (c) of section 69(2).

For convenience, I set out the whole of section 69(2):

69. (2) In this Act, "an investment company" means a corporation that, in respect of the taxation year in respect of which the expression is being applied, complied with the following conditions:

(a) at least 80% of its property was, throughout the year, shares, bonds, marketable securities or cash,

(b) not less than 95% of its income for the year was derived from investments mentioned in paragraph (a),

(ba) not less than 85% of its gross revenue for the year was from sources in Canada,

(bb) not more than 25% of its gross revenue for the year was from interest,

(c) at no time in the year did more than 10% of its property consist of shares, bonds or securities of any one corporation or debtor other than Her Majesty in right of Canada or of a province or a Canadian municipality,

(d) at no time in the year was the number of shareholders of the corporation less than 50, none of whom at any time in the year held more than 25% of the shares of the capital stock of the corporation, and

(e) an amount not less than 85% of its taxable income plus exempt income for the year (other than dividends or interest received in the form of shares, bonds or other securities that have not been sold before the end of the taxation year) minus

- (i) 21% of its taxable income for the year, and
- (ii) taxes paid in the year to other governments,

was distributed to the shareholders before the end of the year.

The appellant in 1965 had complied with the other six conditions set out in the subsection in order to qualify as an investment company. (I gather the appellant has operated as an investment company for many years.) In May of 1965 it raised three million dollars by a public issue of preferred shares. I quote from the statement of facts: "The investment of this additional capital extended over a period of several months and during the interim, demand loans in the amount of \$1,200,000 were made to the Empire Life Insurance Company. These loans were evidenced by unsecured promissory notes . . ." A copy of one such note for \$500,000 (plus interest) was exhibited.

de placement. Plus précisément, il s'agit de savoir si, pendant toute l'année 1965, l'appelante s'est conformée à l'alinéa c) de l'article 69(2).

Pour faciliter la compréhension, je reproduis la totalité de l'article 69(2):

69. (2) Dans la présente loi, l'expression «compagnie de placement» signifie une corporation qui, à l'égard de l'année d'imposition concernant laquelle l'expression est appliquée, se conformait aux conditions suivantes:

a) au moins quatre-vingt pour cent de ses biens consistaient pendant toute l'année en actions, obligations, titres négociables ou espèces,

b) au moins quatre-vingt-quinze pour cent de son revenu pour l'année provenaient de placements mentionnés à l'alinéa a),

ba) pas moins de 85 p. 100 de son revenu brut pour l'année provenait de sources situées au Canada,

bb) au plus 25 p. 100 de son revenu brut pour l'année provenait d'intérêts,

c) à nulle époque de l'année, plus de dix pour cent de ses biens n'ont consisté en actions, obligations ou titres d'une même corporation ou d'un même débiteur, autre que Sa Majesté du chef du Canada ou d'une province, ou une municipalité canadienne,

d) à nulle époque de l'année, le nombre des actionnaires de la corporation n'était inférieur à 50, dont aucun, à une époque de l'année, ne détenait plus de 25 pour cent des actions du capital social de la corporation, et

e) un montant non inférieur à 85 p. 100 de son revenu imposable, plus le revenu exempté pour l'année (autre que les dividendes ou intérêts reçus sous forme d'actions, d'obligations ou d'autres titres qui n'ont pas été vendus avant l'expiration de l'année d'imposition) moins

- (i) 21 p. 100 de son revenu imposable pour l'année, et
- (ii) les impôts payés dans l'année à d'autres gouvernements,

a été distribué aux actionnaires avant la fin de l'année.

En 1965, l'appelante s'était conformée aux six autres conditions que ce paragraphe déclare essentielles à l'existence d'une compagnie de placement. (L'appelante semble avoir été exploitée à titre de compagnie de placement depuis de nombreuses années.) En mai 1965, l'appelante s'est procuré la somme de trois millions de dollars par une émission publique d'actions privilégiées. Je cite un extrait de l'exposé des faits: [TRADUCTION] «Il a fallu plusieurs mois pour placer ce capital supplémentaire et, dans l'intervalle, des prêts à vue au montant de \$1,200,000 ont été consentis à l'Empire Life Insurance Company. Des billets à ordre non garantis attestaient ces prêts . . . » On a produit

During 1965, the appellant held, as well, shares of the Empire Life Insurance Company. Using either cost or market values, and including the promissory notes in the calculations, it was agreed that on June 30, 1965 more than 10% of the appellant's property consisted of holdings (I use that word very loosely) in Empire Life Insurance Company.¹ If the promissory notes are not included in the calculations, but only the shares, then the appellant did meet the requirements of paragraph (c).

The respondent took the view the promissory notes were "securities" within the meaning of section 69(2)(c); thus the assessment increasing the amount of tax payable.

For the appellant two arguments were submitted on this appeal:

(a) Demand notes are not "securities" and therefore their inclusion in the calculations earlier referred to is wrong.

(b) If the notes were securities within the meaning of section 69(2)(c), then the appellant had substantially complied with the condition.

Dictionary definitions were referred to by counsel for both parties, some of which indicate that promissory notes could well fall within the meaning of "securities", and others of which would seem to exclude promissory notes. While standard dictionary definitions can be of assistance, I agree with the comment in *Craies on Statute Law* 6th ed. 1963 at p. 160: "Ordinary dictionaries are somewhat delusive guides in the construction of statutory terms." Counsel for the appellant stated he was not relying too strongly on dictionary definitions because of the variation among them.

A number of cases were cited by counsel for both parties in which the words "security" or "securities" have been considered. Some of the judgments were concerned with the use of the word "securities" in a particular statute and

une copie d'un de ces billets, au montant de \$500,000 (intérêt en sus).

Au cours de l'année 1965, l'appelante était, en plus, propriétaire d'actions de l'Empire Life Insurance Company. On a convenu que, sur la base de la valeur d'acquisition ou de sa valeur marchande, et compte tenu des billets à ordre, l'avoir (j'emploie ce mot dans un sens très large) de l'appelante dans l'Empire Life Insurance Company constituait, au 30 juin 1965, plus de 10% des biens de l'appelante.¹ Si l'on ne tient compte que de la valeur des actions, à l'exclusion de celle des billets à ordre, l'appelante se serait alors conformée aux exigences de l'alinéa c).

L'intimé a considéré les billets à ordre comme des «titres» (*securities*), au sens de l'article 69(2)c), et a en conséquence majoré le montant d'impôt payable.*

L'appelante a fait valoir dans cet appel deux prétentions:

a) Des billets à vue ne sont pas des «titres» et, pour ce motif, leur inclusion dans les calculs précités est mal fondée.

b) Si les billets à vue sont des titres au sens de l'article 69(2)c), l'appelante s'est néanmoins conformée, pour l'essentiel, à l'exigence de ce texte.

Les avocats des deux parties se sont reportés à des définitions tirées de dictionnaires, dont certaines donnent à penser que le sens du mot «titres» pourrait bien englober la notion de billets à ordre et dont d'autres sembleraient l'en exclure. Il est vrai que les définitions usuelles d'un mot figurant dans les dictionnaires peuvent être de quelque utilité, mais j'abonde dans le sens de l'observation faite dans *Craies on Statute Law* 6^e éd. 1963 à la p. 160: [TRADUCTION] «Les dictionnaires usuels sont des guides à certains égards trompeurs quand il s'agit d'interpréter des expressions figurant dans des lois.» L'avocat de l'appelante a déclaré ne pas insister outre mesure sur les définitions figurant aux dictionnaires, en raison des différences qu'elles présentent entre elles.

Les avocats des deux parties ont cité plusieurs affaires où les mots «titre» ou «titres» ont fait l'objet d'une étude. Certains de ces jugements portaient sur l'emploi du mot «titres» dans une loi et d'autres sur l'emploi du mot par

others when the word was used by a testator in a particular will. Two decisions relied on by the appellants illustrate these two lines of cases (*Singer v. Williams* [1921] 1 A.C. 41; *Re Ellis Estate* (1962) 37 W.W.R. 440). In the *Singer* case the question was whether dividends received by a shareholder of an American corporation were taxable under Case 4 or Case 5 of the *Finance Act* of 1914: were the shares "foreign securities" or "foreign possessions". The House of Lords held, in construing the words of that particular statute that the shares were not "securities". Viscount Cave said at p. 49:

My Lords, the normal meaning of the word "securities" is not open to doubt. The word denotes a debt or claim the payment of which is in some way secured. The security would generally consist of a right to resort to some fund or property for payment; but I am not prepared to say that other forms of security (such as personal guarantee) are excluded. In each case, however, where the word is used in its normal sense, some form of secured liability is postulated. No doubt the meaning of the word may be enlarged by an interpretation clause contained in a statute, as by the interpretation clauses in the *Conveyancing and Law of Property Act*, 1881, the *Settled Land Act*, 1882, the *Trustee Act*, 1893, and the *Finance Act*, 1916; or the context may show, as in certain cases relating to the construction of wills (*In re Rayner* [1904] 1 Ch. 176; *In re Gent and Eason's Contract* [1905] 1 Ch. 386), that the word is used to denote, in addition to securities in the ordinary sense, other investments such as stocks or shares. But, in the absence of any such aid to interpretation, I think it clear that the word "securities" must be construed in the sense above defined, and accordingly does not include shares or stock in a company.

However, Lord Phillimore at p. 63 said this:

I have not been myself much impressed by the word "securities." No doubt the proper meaning is that which has just been given by my noble and learned friend Lord Wrenbury. No doubt also the Court of Chancery has construed the word "securities" when it appears in an instrument creating a trust, as confined to securities in the strict sense of the word, unless there should be other words in the instrument showing that the creator of the trust has attached to them a different meaning. But then it must be remembered that the Court of Chancery started with the view that there was only one investment open to trustees, that is in Consolidated Bank Annuities, that even investments in other Government stocks, such as Reduced 3 per cents. or New 3 per cents., were only gradually and somewhat grudgingly admitted, and that thenceforward, as from

un testateur dans un testament. Deux décisions invoquées par l'appellante illustrent ces deux types d'affaires (*Singer c. Williams* [1921] 1 A.C. 41; *Re Succession Ellis* (1962) 37 W.W.R. 440). Dans l'affaire *Singer*, il s'agissait de décider si des dividendes reçus par un actionnaire d'une corporation américaine étaient imposables en vertu du 4^e cas ou du 5^e cas prévus au *Finance Act* de 1914: les actions étaient-elles des [TRADUCTION] «titres étrangers» ou des [TRADUCTION] «possessions à l'étranger». La Chambre des lords a statué, dans son interprétation des termes employés dans cette loi en particulier, que les actions n'étaient pas des «titres». Le vicomte Cave a déclaré à la page 49:

[TRADUCTION] Milords, le sens ordinaire du mot «titres» (*securities*) ne fait aucun doute. Ce terme signifie une créance ou réclamation dont le remboursement est garanti (*secured*) de quelque façon. La garantie consiste généralement en un droit de se faire payer sur un fonds ou sur des biens; mais je ne suis pas disposé à exclure d'autres formes de garantie (comme, par exemple, la garantie personnelle). L'expression, dans la mesure où elle est employée dans son sens usuel, suppose cependant une certaine forme d'obligation garantie. Sans doute, une clause d'interprétation figurant dans une loi peut élargir le sens du mot, comme c'est le cas dans le *Conveyancing and Law of Property Act* de 1881, le *Settled Land Act* de 1882, le *Trustee Act* de 1893 et le *Finance Act* de 1916, ou il peut ressortir du contexte, comme dans certaines affaires portant sur l'interprétation de testaments (*In re Rayner* [1904] 1 Ch. 176; *In re Gent and Eason's Contract* [1905] 1 Ch. 386), que l'expression est utilisée pour désigner, outre les titres dans leur acception ordinaire, d'autres placements tels que des actions. Mais, en l'absence d'une telle indication quant à son interprétation, il me semble évident que le mot «titres» doit s'interpréter dans le sens que je viens de définir et que, par conséquent, il ne comprend pas les actions d'une compagnie.

Toutefois, Lord Phillimore a déclaré à la page 63:

[TRADUCTION] Je n'ai quant à moi jamais attaché beaucoup d'importance au mot «titres». Sans doute, son sens exact est celui que vient d'énoncer mon distingué et savant collègue Lord Wrenbury. Il ne fait pas de doute non plus que la Cour de la Chancellerie a donné au mot «titres», lorsqu'il figure dans un acte créant une fiducie, une interprétation restrictive à moins que l'acte ne contienne d'autres dispositions montrant que le créateur de la fiducie a attribué à cette expression un sens différent. D'autre part, il faut bien se rappeler qu'à l'origine, la Cour de la Chancellerie estimait que les fiduciaires n'avaient le droit de faire qu'une seule sorte de placement, soit dans les rentes bancaires consolidées, que même les placements faits dans d'autres titres d'État, tels que les obligations à taux réduit de 3% ou les nouvelles obligations au même taux, n'ont été admis que de

time to time the area of trustees' investments has been extended, either by the private instrument or by Act of Parliament, the Court has always looked on each new investment as having the duty of making good its title to admission.

In a popular sense the word "securities" includes, I think, nowadays the scrip of stocks and shares.

In my opinion, the *Singer* case is distinguishable: the decision must be looked at in regard to its particular facts and the particular statute under consideration. Here in paragraphs (a), (b) and (c) Parliament has drawn a distinction between "shares", "bonds" and "securities", in the sense that it did not intend "securities" should necessarily include shares or bonds.

In the *Ellis* case a testator devised "all my shares, stocks, bonds, and securities of every kind . . .". The problem was whether a vendor's interest in an agreement for sale of land could be classed as a "security" within the meaning of the words used by the testator and in the context of the particular will. Riley J. adopted the restricted meaning of "securities" and held that the agreement for sale fell within that meaning.

Other cases were cited where testators had used the word "securities" and where a wider meaning was given.² Again, I am unable to obtain much assistance from these cases. The solution to the question whether something was or was not a "security" depended primarily on the use of that word in a particular will.

Lord Shaw of Dunfermline aptly stated the problem at p. 57 of the *Singer* case:

The word "securities" has no legal signification which necessarily attaches to it on all occasions of the use of the term. It is an ordinary English word used in a variety of collocations; and it is to be interpreted without the embarrassment of a legal definition and simply according to the best conclusion one can make as to the real meanings of the term as it is employed in, say, a testament, an agreement, or a taxing or other statute as the case may be. The attempt to transfer legal definitions derived from one collocation to another leads to confusion and sometimes to a defeat of true intention.

façon graduelle et un peu à contrecoeur et que, depuis lors, à mesure que la gamme des placements permis aux fiduciaires a été étendue, soit aux termes mêmes de l'acte créant la fiducie soit par une loi du Parlement, la Cour a toujours cherché à obliger les parties à justifier la qualification d'un nouveau genre de titres comme placement fiduciaire.

Dans son sens courant, il me semble que l'expression «titres» comprend de nos jours les certificats d'actions.

Selon moi, il existe des distinctions entre l'affaire *Singer* et la présente affaire: l'arrêt *Singer* doit être considéré en tenant compte des faits particuliers de l'espèce et de la loi précise qui ont fondé cette décision. Dans le présent cas, le Parlement, dans les alinéas a), b) et c), a établi une distinction entre les «actions», les «obligations» et les «titres»; il n'a pas voulu en effet que les «titres» comprennent nécessairement des actions ou des obligations.

Dans l'affaire *Ellis*, un testateur avait légué [TRADUCTION] «toutes mes actions, obligations et tous mes titres quelle qu'en soit la nature . . .». La difficulté consistait à savoir si les droits que conférait à un vendeur un acte de vente d'un terrain pouvaient être considérés comme un «titre» au sens des mots employés par le testateur et dans le contexte du testament en question. Le juge Riley a adopté l'interprétation restrictive du mot «titres» et il a statué que le sens de ce mot comprenait un acte de vente.

On a cité d'autres affaires où un testateur avait employé le mot «titres» et où l'on a attribué à ce mot un sens plus large.² Ici encore, ces affaires ne m'éclairent que bien peu. La solution à la question de savoir si quelque chose était ou non un «titre» dépendait surtout de l'emploi de cette expression dans un testament donné.

Lord Shaw of Dunfermline a bien exposé le problème à la page 57 de l'affaire *Singer*:

[TRADUCTION] Le mot «titres» n'a en droit aucune signification qui s'y attache nécessairement dans toutes ses utilisations. Il s'agit d'un mot usuel employé dans des expressions variées; et il y a lieu de l'interpréter sans s'embarasser d'une définition légale et en prenant pour seul guide la conclusion la plus logique à laquelle peut aboutir l'emploi de ce mot, par exemple dans un testament, un contrat, une loi fiscale ou autre, selon le cas. En essayant de transposer dans un autre contexte une définition légale dérivée de l'emploi d'un mot dans un certain contexte, on crée une confusion et on entre parfois en conflit avec l'intention réelle des parties ou du législateur.

In my opinion, securities as used in section 69(2)(c) must be construed in a popular sense, and not in the restricted manner found in the older cases. I adopt the rule of construction stated by Pollock B. in *Grenfell v. C.I.R.* (1876) 1 Ex. Div. 242 at p. 248: "... the statute is not to be construed according to the strict or technical meaning of the language contained in it, but ... it is to be construed in its popular sense; meaning, of course, by the words 'popular sense' that sense which people conversant with the subject matter with which the statute is dealing would attribute to it." I bear in mind also that the predecessor of section 69(2) came into the *Income Tax Act* in 1946, and therefore the nineteenth century and early twentieth century cases cited must be looked at with caution.

I think it undesirable to attempt, in this judgment, any all-encompassing statement as to the meaning of "securities" in this section of the *Income Tax Act*. I am, however, satisfied that Parliament used the word in a popular sense, so as to include instruments for the payment of money with or without some collateral obligation and which are commonly dealt in for the purpose of financing and investment³. A popular expression comes to mind: to obtain a loan on the security of a promissory note. In my view, promissory notes are popularly considered to be, in the business sense, a form of investment. I note that paragraph (b) uses the word "investments" to describe the words "shares, bonds, marketable securities, or cash" used in paragraph (a). It seems to me the facts of this case support the view these call notes are securities in the popular sense I have suggested. The appellant here while considering the long range investment of the additional capital it had raised into "shares", "bonds", "marketable securities" or "cash" (investments) put the money out into a short term security—call notes.

I turn now to the second contention by the appellant: that if these promissory notes were

A mon avis, le mot «titres» figurant à l'article 69(2)c) doit s'interpréter selon son sens courant et non de la façon restrictive que l'on trouve dans les anciens arrêts. Je fais mien le principe d'interprétation exposé par le baron Pollock dans l'affaire *Grenfell c. C.I.R.* (1876) 1 Ex. Div. 242, à la p. 248: [TRADUCTION] «Il faut éviter d'interpréter la loi en donnant aux termes qu'elle emploie un sens strict ou technique, mais ... il faut donner à ces termes leur sens courant; par les mots «sens ordinaire», je veux dire, bien sûr, le sens que leur attribueraient les personnes versées dans la question dont traite la loi.» Je note aussi le fait que l'article que remplace l'article 69(2) a été inséré dans la *Loi de l'impôt sur le revenu* en 1946; il faut donc être circonspect dans l'application de ces arrêts du dix-neuvième siècle et du début du vingtième siècle.

J'estime qu'il serait inopportun de tenter de faire, dans le présent jugement, un exposé exhaustif sur le sens de mot «titres» dans cet article de la *Loi de l'impôt sur le revenu*. Je suis toutefois convaincu que le Parlement a employé le mot dans son sens courant, de façon à inclure les effets relatifs au remboursement d'une somme d'argent, avec ou sans engagement supplémentaire, et dont on se sert couramment à des fins de financement et de placement³. Une expression courante me vient à l'esprit: obtenir un emprunt sur la garantie d'un billet à ordre. Selon moi, les billets à ordre sont couramment considérés, en matière commerciale, comme une forme de placement. Je note que l'alinéa b) emploie le mot «placements» pour recouvrir les termes «actions, obligations, titres négociables ou espèces» utilisés dans l'alinéa a). Il me semble que les circonstances de l'espèce confirment l'opinion selon laquelle ces billets à vue sont des titres au sens que j'ai indiqué comme étant le sens usuel de ce mot. En l'occurrence, l'appelante, pendant qu'elle étudiait les possibilités de placement à long terme du capital supplémentaire qu'elle avait recueilli, dans des «actions», «obligations», «titres négociables» ou des «espèces» (placements liquides), a placé l'argent dans des titres à court terme, soit des billets à vue.

Je traiterai maintenant de la seconde prétention de l'appelante, à savoir que, même si ces

securities, then there was substantial compliance with the paragraph. To give effect to this argument, would, in my view, require reading words into the paragraph. The opening words are clear and explicit: "at no time in the year did more than 10% of its property . . ." I can find no justification for adding words such as "approximately" or "substantially" and indeed I think it would be improper to do so.

Certain hypothetical situations were propounded in argument, for example, when an investment company at the close of business one day held shares of a corporation amounting to 8% of its property, and because of a spectacular rise in the market value early the next day, the percentage interest had gone over 10% before sufficient of the shares could be sold. That hypothetical situation also raises the question of which of cost or market value is to be used. Fortunately for me, those problems do not arise here, and I do not speculate on the answers.

For the reasons I have given the appeal is dismissed with costs.

¹ June 30, 1965 is the specific date set out in the statement of facts. I obtained the impression in argument that probably the over 10% situation existed for a matter of a few weeks, rather than one day.

² For example, in *Re Rayner* [1904] 1 Ch. 176 where in the particular will, the word "securities" was held to mean "investments" and included stocks and shares.

³ I have taken those words from the judgment in *Re Waldstein* 291 N.Y.S. 697 as setting out what I consider to be included in the word "securities" in this section.

billets à ordre sont des titres, on s'est de façon générale conformé au paragraphe en question. Pour faire droit à cette prétention, il faudrait, selon moi, interpréter le paragraphe en y ajoutant quelques mots. Le début de l'alinéa c) est clair et explicite: «à nulle époque de l'année, plus de dix pour cent de ses biens . . .» Je ne puis trouver aucune raison d'ajouter des mots tels que «approximativement» ou «substantiellement» et, de fait, j'estime qu'une telle addition serait incorrecte.

Au cours des débats, on a évoqué certaines situations hypothétiques. Par exemple, le cas d'une compagnie de placement qui, lors de la fermeture des affaires un jour donné, est propriétaire d'un lot d'actions d'une corporation représentant 8% de ses biens; *quid* si, en raison d'une montée spectaculaire de la valeur marchande desdites actions tôt le lendemain, ce pourcentage s'élève à plus de 10% avant qu'on ne puisse vendre un nombre suffisant de ces actions? Cette hypothèse soulève aussi la question de savoir s'il faut se servir de la valeur d'acquisition ou de la valeur marchande. Heureusement pour moi, ces difficultés ne se sont pas présentées ici et je ne ferai pas de conjectures sur leur solution.

Pour ces motifs, l'appel est rejeté avec dépens.

¹ Le 30 juin 1965 est la date précise mentionnée dans l'exposé des faits. J'ai eu l'impression, au cours des débats, que l'avoit de l'appelante a probablement dépassé le seuil de 10% pendant quelques semaines, et non pas pendant cette seule journée.

* Note du traducteur: Ce qui fait tout l'intérêt de la question et sous-tend le raisonnement en anglais, c'est que la notion de «titre» et celle de «garantie» se rendent par le même mot, «security». La question est donc de savoir dans quelle mesure un titre (*a security*) doit être affecté d'une garantie (*secured*) pour pouvoir être considéré comme tel.

² Par exemple, dans l'affaire *Re Rayner* [1904] 1 Ch. 176, où, dans un testament, on a attribué au mot «titres» le sens de «placements», y compris des actions.

³ J'ai tiré ces mots du jugement rendu dans l'affaire *Re Waldstein* 291 N.Y.S. 697: ils indiquent, selon moi, ce qu'il faut comprendre par «titres» dans le présent article.