

Le contrat de placement de fonds : une valeur mobilière envahissante

Nabil N. Antaki

Volume 19, numéro 4, 1978

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/042281ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/042281ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

Faculté de droit de l'Université Laval

ISSN

0007-974X (imprimé)

1918-8218 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Antaki, N. N. (1978). Le contrat de placement de fonds : une valeur mobilière envahissante. *Les Cahiers de droit*, 19(4), 903–986.
<https://doi.org/10.7202/042281ar>

Résumé de l'article

This essay defines the concept of « investment contract » as used in the securities acts. It analyses the classical *Howey* test and the more recent « risk capital » approach as formulated by *Sobieski* and *Hawai Market*.

It is suggested that *Howey* consisted originally of the well-known, ever repeated classical test, and of an alternative approach based on risk. This last important element of *Howey* was mistakenly dropped by the Courts. It is submitted that the *Howey* test, regenerated and liberally applied, is dynamic and well adapted to cover all possible situations and precludes the necessity of a different definition.

U.S. Courts increasingly use the « investment contract » concept as afar-reaching catchall definition. It is further submitted that the Canadian Courts, encouraged by the Supreme Court's decision in *Pacific Coast Coin Exchange of Canada*, might use the concept even more comprehensively than their American counterparts.

Le contrat de placement de fonds : une valeur mobilière envahissante

Nabil N. ANTAKI *

This essay defines the concept of « investment contract » as used in the securities acts. It analyses the classical Howey test and the more recent « risk capital » approach as formulated by Sobieski and Hawai Market.

It is suggested that Howey consisted originally of the well-known, ever repeated classical test, and of an alternative approach based on risk. This last important element of Howey was mistakenly dropped by the Courts. It is submitted that the Howey test, regenerated and liberally applied, is dynamic and well adapted to cover all possible situations and precludes the necessity of a different definition.

U.S. Courts increasingly use the « investment contract » concept as a far-reaching catchall definition. It is further submitted that the Canadian Courts, encouraged by the Supreme Court's decision in Pacific Coast Coin Exchange of Canada, might use the concept even more comprehensively than their American counterparts.

	Pages
1. Introduction	905
1.1. L'importance du problème	905
1.2. Le cadre juridique	908
1.3. Objet de l'étude	910
2. L'interprétation libérale de la loi et des conventions	911
2.1. La recherche de la réalité économique.....	911
2.2. L'application pratique de la règle de la réalité.....	914
2.2.1. L'unité ou la divisibilité des engagements	914
2.2.1.1. Le cas de deux contrats différents	914
2.2.1.2. Le cas du contrat comprenant des options.....	916
2.2.1.3. Le cas du contrat de nature mixte.....	917

* Professeur, Faculté de droit, Université Laval; Conseiller en loi, Barreau du Québec.

	<i>Pages</i>
2.2.2. L'influence de la publicité sur la qualification du contrat	918
2.2.2.1. Les principes applicables.....	918
2.2.2.2. Les cas où la publicité n'est pas retenue	918
2.2.2.3. Les cas où la publicité est retenue	921
2.2.2.4. L'importance de la qualité des investisseurs	922
3. Le test de <i>Howey</i>	923
3.1. «Un placement d'argent»	925
3.1.1. Investir son propre argent	925
3.1.2. Investir de l'argent comptant	926
3.2. «Une entreprise commune»	927
3.2.1. La thèse restrictive	929
3.2.2. La thèse libérale	930
3.3. «Être amené à s'attendre à des profits»	933
3.3.1. <i>United Housing Foundation v. Forman</i>	934
3.3.2. L'appréciation critique de <i>Forman</i>	939
3.4. «Provenant uniquement de l'effort de tiers»	940
3.4.1. <i>Mr. Steak Inc. v. River City Steak Inc.</i>	941
3.4.1.1. La décision	941
3.4.1.2. L'appréciation critique de la décision	944
3.4.2. <i>Glenn W. Turner Enterprises et Koscot Interplanetary</i>	945
3.4.2.1. Les décisions	945
3.4.2.2. L'application jurisprudentielle des deux décisions	949
3.5. L'appréciation critique du test principal de <i>Howey</i>	952
4. La théorie du risque	955
4.1. Le droit des États américains	955
4.1.1. <i>Silver Hills v. Sobieski</i>	956
4.1.2. L'opinion du P.-g. de la Californie relativement aux contrats de franchise	957
4.1.3. <i>State of Hawai v. Hawai Market Center</i>	959
4.1.3.1. La décision	959
4.1.3.2. L'appréciation critique de la décision	963
4.2. Le droit fédéral des États-Unis	964
4.2.1. La théorie du risque telle qu'envisagée par <i>Joiner</i> et <i>Howey</i>	965
4.2.2. Les tribunaux de juridiction fédérale face à la théorie du risque	968
4.3. La théorie du risque et le droit canadien	971
4.3.1. <i>Regina v. Great Way Merchandising, Ltd.</i>	971
4.3.2. <i>Securities Commission v. Bestline Products of Canada, Ltd.</i>	974
4.3.3. <i>Les Entreprises Rock Ltée</i>	975
4.3.4. <i>Regina v. Palomar Development</i>	976
4.4. L'appréciation critique de la théorie du risque	977
5. Conclusions générales	979

« The phrase "investment contract", as used in the securities acts is a "nebulous term, difficult of definition and even more difficult of application". It is designed, of course, "to meet the countless and variable schemes devised by those who seek the use of the money of others on the promise of profits". »

Sinva Inc. v. Merrill, Lynch, 253 F. Supp. 359, 365 rapporté dans *Pacific Coast Coin Exchange of Canada v. O.S.C.*, (1975) 55 D.L.R. (3d) 331, 344 (S.C. Ont.).

1. Introduction

1.1. L'importance du problème

1. Cet article essaie de définir l'indéfinissable. Il s'attaque à un des concepts les plus difficiles du droit des valeurs mobilières : le contrat de placement de fonds¹.

2. Lorsqu'il y a plus de quarante ans, les États-Unis ont adopté les premières lois modernes dans ce domaine², et que la Cour suprême de ce pays a défini ce concept, les premiers commentateurs ont immédiatement réalisé tout le potentiel réglementaire qu'il cachait³. Ce que les clairvoyants de première heure n'avaient pas prévu, c'est la capacité d'embrasser et d'étreindre de cette créature juridique. Ceci est tellement vrai que lorsqu'aujourd'hui, des auteurs intitulent leurs articles, « The Many Faces of a Secu-

1. Par souci de simplification nous désignerons dorénavant ce contrat, contrat de placement.

2. *The Securities Act of 1933*, 15 U.S. Code, Secs. 77a-77aa; *The Securities Exchange Act of 1934*, 15 U.S. Code, Secs. 78a-78ii.

3. Voir généralement, Note, « Written Contracts Between Speculator and Persons Furnishing Funds for Speculation as "Securities" Within Meaning of Act », 4 *Geo. Wash. L. Rev.* 156 (1935); Note, « Definition of "Security" Within Meaning of Federal Statute: Investment Contracts », 36 *Colum. L. Rev.* 683 (1936); Note, « Meaning of "Security" Under Section 2(1) of the Securities Act », 37 *Colum. L. Rev.* 650 (1937); Note, « Meaning of "Security" Within the Federal Securities Act of 1933 and Comparable State Legislation », 28 *Cal. L. Rev.* 410 (1940); Note, « Pension Plans as Securities », 96 *U. of Penn. L. Rev.* 549 (1948).

rity»⁴, ou « What is a Security? »⁵, ils ne cherchent plus à savoir ce qui peut encore être compris dans la définition, mais bien plus ce qui peut encore en être exclu.

3. Le contrat de placement est devenu une notion envahissante dont la seule limite est l'imagination des juristes et des promoteurs et les possibilités de la technologie moderne. Aucun domaine n'est épargné. Qu'on achète une génisse demi pur-sang⁶, ou un intérêt dans un ordinateur⁷, qu'on investisse dans un complexe résidentiel de vacances⁸ ou dans une demeure éternelle⁹, qu'on achète une franchise de poulet frit¹⁰ ou qu'on participe à la promotion d'un cours d'épanouissement de la personnalité¹¹, il y a toujours une possibilité qu'on soit partie à un contrat de placement. Tout dépendra de la technique de vente de ces plans et de la nature des relations économiques créées par le contrat. Actuellement, plus encore que dans le passé, personne n'est capable de distinguer avec certitude le contrat de placement d'autres contrats de nature commerciale ou privée. La

4. H.S. BLOOMENTHAL, « The Many Faces of a Security », 22 *Prac. Law.* no. 1, 43 et no. 2, 29 (1976).

5. J.G. SOBIESKI, « What is a Security? », 25 *Mercer L. Rev.* 381 (1974). Voir aussi dans le même sens, D.L. FRAUST, « What is a Security: How Elastic is the Definition? », 3 *Sec. Reg. L.J.* 219 (1975); J.S. MAFSKY, « Some Comments on the Expanding Definition of a "Security" », 27 *U. Miami L. Rev.* 395 (1973).

6. Voir *Farmex Enterprises*, Commission des valeurs mobilières du Québec, décision 4001, 11 février 1974, *Sommaire Hebdomadaire*, V.6. Dorénavant nous désignerons la Commission du Québec par le sigle C.V.M.Q. et le *Sommaire Hebdomadaire*, devenu ultérieurement le *Bulletin Hebdomadaire*, par le sigle unique *B.H.* Voir aussi *Ranch Bélair*, C.V.M.Q., décision 4537, 19 novembre 1974, *B.H.* V, 47. La première décision canadienne dans ce domaine concernait aussi la vente d'un intérêt dans des chinchillas, *Swain v. Boughner*, [1948] O.W.N. 141.

7. *H.L. Litwack*, C.V.M.Q., décision 4580, 23 décembre 1974, *B.H.*, VI.1.

8. A.M. BERMAN and A.D. STONE, « Federal Securities Law and The Sale of Condominiums, Homes and Homesites », 30 *Bus. Law.* 411 (1975); R.D. ROSENBAUM, « The Resort Condominium and the Federal Securities Law: A Case Study in Governmental Inflexibility », 60 *Va. L. Rev.* 785 (1974); L.L. MCVAY and D.R. MURCHISON, « Federal Securities Regulation of Condominiums », 62 *Geo. L.J.* 1403 (1974); P.J. ROHAN, « The Securities Law Implications of Condominium Marketing Programs Which Feature a Rental Agency or Rental Pool », 2 *Conn. L.R.* 1 (1969).

9. *Holloway v. Thompson*, 42 N.E. 2d 421 (1942).

10. R.L. FREEDMAN, « An Analysis of the Franchise Agreement Under Federal Securities Laws », 27 *Syracuse L. Rev.* 919 (1976); B. GOODWIN, « Franchising Law Matures », 28 *Bus. Law.* 703 (1973); H. BROWN, « Franchising: Fraud, Concealment and Full Disclosure », 33 *Ohio L.J.* 517 (1972); D. AUGUSTINE and R.R. HRUSOFF, « Franchise Regulation », 21 *Hastings L.J.* 1347 (1970).

11. *SEC v. Glenn W. Turner Enterprises*, 474 F. 2d 476 (9th Cir., 1973) confirmant 348 F. Supp. 766 (D.C. Oregon, 1972), appel à la Cour suprême refusé, 414 U.S. 821 (1973), H.M. COCHRAN, « Dare to Be Great, Inc.!: A Case Study of Pyramid Sales Plan Regulation », 33 *Ohio St. L.J.* 676 (1972).

différence est souvent très ténue et porte sur une simple nuance dans les faits de la cause. Pourtant l'enjeu est énorme puisque l'investisseur qui achète un contrat de placement peut bénéficier de toute la protection des lois des valeurs mobilières tandis que celui qui achète un simple bien ou un simple service en sera privé.

4. Le dynamisme et l'efficacité des principales commissions des valeurs mobilières du continent nord-américain, très conscientes de leur mission — qui est la protection des investisseurs —, et l'opinion favorable dont jouissent ces commissions auprès des juristes et du public font que ce domaine attire tous ceux qui sentent le besoin d'être protégés contre des promotions peu scrupuleuses. Ce phénomène est aussi encouragé par la faiblesse relative ou l'inexpérience des autres organismes chargés de la protection de l'épargne.

5. Cette expansion rapide du champ d'application des lois des valeurs mobilières est bien illustrée par la décision récente de la Cour d'appel fédérale du septième circuit dans la cause *Daniel v. International Brotherhood of Teamsters*¹² où la cour a utilisé la voie des contrats de placement pour étendre la juridiction de la S.E.C.¹³ à tous les fonds de pension à contribution unilatérale obligatoire de la part de l'employeur. Elle l'a fait pour la raison suivante :

Because employee pension plans are now the major, if not sole, form of investment for most american workers to provide for their old age and because of the now crucial role that such plans play in today's capital markets, they are just the sort of investment vehicle that the securities acts were passed to regulate. To proclaim that the securities laws encompass securities consisting of interest in pension plans is « quite consistent with the congressional enactment and with the role of the federal judiciary in interpreting it » [...]. *Blue Chip Stamps v. Manor Drugstores*, 421 U.S. 723, 737¹⁴.

Si la Cour suprême qui étudie actuellement ce dossier confirme ce principe, il deviendra difficile de prévoir des limites à cette expansion¹⁵.

12. 561 F. 2d 1223 (7th Cir., 1977) confirmant 410 F. Supp. 541 (D.C. Ill., 1976).

13. Cette tendance est rendue possible aux États-Unis grâce à l'article 2 du *Securities Exchange Act*, 1934 qui donne à la SEC un rôle d'intervention et d'action sur l'ensemble de l'économie beaucoup plus important que l'article 2 de la *Loi des valeurs mobilières du Québec* qui dit laconiquement que la Commission a un mandat « de surveillance et de contrôle du commerce des valeurs mobilières ».

14. *Supra*, note 12, p. 1241.

15. La Cour suprême a accepté la demande de révision, le 21 février 1978.

1.2. Le cadre juridique

6. L'article 1.11 de la *Loi des valeurs mobilières du Québec*¹⁶ comprend, dans la définition d'une valeur mobilière :

[...]

a) tout certificat, titre ou autre document constituant la preuve :

d'un droit, d'une part ou d'un intérêt dans le capital, l'actif, les gains ou les profits d'une compagnie, existante ou projetée, ou d'une personne et notamment, mais non restrictivement, tout bon, billet, obligation, action, action-obligation ou titre quelconque de participation dans ce capital, cet actif, ces gains ou ces profits; ou...

d'une participation ou d'un intérêt dans une association de légataires, d'héritiers ou de fidéicommissaires, dans des biens en fidéicommis, *dans un contrat de placement de fonds* ou dans une valeur bancaire ou fiduciaire; ou

d'une convention de partage de profits; ou...

d'un contrat de concession en vertu duquel le concessionnaire obtient certains droits particuliers quant à l'exploitation d'une entreprise;

b) *généralement tout certificat, titre ou document reconnu d'ordinaire dans le commerce ou désigné par les règlements comme valeur mobilière; [...]*¹⁷.

À quelques nuances près, toutes les définitions contenues dans les lois canadiennes sont identiques. À titre d'exemple, l'article 1(1)22 du *Securities Act* de l'Ontario, comprend dans la définition :

[...]

i. any document, instrument or writing commonly known as a security,

ii. any document constituting evidence of title to or interest in the capital, assets, property, profits, earnings or royalties of any person or company, ...

viii. any profit-sharing agreement or certificate, ...

whether any of the foregoing relate to a person, proposed company or company, as the case may be; [...]¹⁸.

16. S.R.Q. 1964, c. 274, amendé.

17. Le souligné est ajouté. Nous limitons cette étude au contrat de placement, à l'exclusion des autres éléments de la définition comme, par exemple, le premier alinéa du paragraphe (a) ou du paragraphe (b), même si en pratique, les tribunaux envisagent très souvent l'ensemble de ces possibilités à l'occasion de l'étude du contrat de placement. Sur le premier alinéa du paragraphe (a), voir *Swain v. Boughner*, [1948] O.W.N. 141 (H.C. Ont.); *Irwin v. Dalley*, (1957) 8 D.L.R. (2d) 179 (C.A. Ont.) et plus récemment, *Pacific Coast Coin Exchange of Canada v. O.S.C.*, (1975) 57 D.L.R. (3d) 641 (S.C. Ont.). Sur le paragraphe (b) voir, *Geldermann & Co., C.V.M.Q., B.H.*, III, 65. Notre choix de limiter ainsi l'étude est aussi dû au fait que la notion de « contrat de placement » prévue par la loi est considérée comme étant une notion « fourre-tout ». Cf. *Pacific Coast Coin Exchange of Canada v. O.S.C.*, (1978) 18 N.R. 52, pp. 59-60.

18. R.S.O. 1970, c. 426, amendé.

7. Aux États-Unis, les deux définitions principales sont celles contenues dans les lois fédérales, *The Securities Act* de 1933¹⁹ et *The Securities Exchange Act* de 1934²⁰. Il existe aussi une loi par État.

Toute décision ou interprétation concernant la notion *Investment Contract* telle qu'utilisée dans une des deux lois fédérales est valable pour l'autre²¹. Par ailleurs la jurisprudence des États peut être valablement utilisée par les tribunaux fédéraux²² et celle de ces tribunaux forme un précédent valable devant les tribunaux des États²³. Ceci nous met en face d'une masse incroyable d'opinions doctrinales et jurisprudentielles.

8. À l'inverse, nous ne disposons au Canada, en tout et pour tout, que d'une dizaine de décisions, la plus récente étant *Pacific Coast Coin Exchange of Canada v. O.S.C.*²⁴: c'est aussi la seule décision de la Cour suprême dans ce domaine. Le moins qu'on puisse dire est que la doctrine canadienne est aussi pauvre²⁵. Ce déséquilibre presque incroyable entre la réalité juridique des deux pays malgré la similitude parfaite entre les plans de placement offerts des deux bords de la frontière fait que toutes les

19. L'article 2(1) du *Securities Act*, définit une valeur mobilière comme étant « [...] any note, stock, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, or, in general, any interest or instrument commonly known as a « security », or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing. [As amended by Act of June 6, 1934, 48 Stat. 905] ».

20. L'article 3(10) du *Securities Exchange Act*, définit une valeur mobilière comme étant [...] « any note, stock, treasury stock, bond, debenture, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement or in any oil, gas, or other mineral royalty or lease, any collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit, for a security, or in general, any instrument commonly known as a « security »; or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing; but shall not include currency or « any note, stock, treasury stock, bond, debenture, certificate of interest or participation of issuance of not exceeding nine months, exclusive of days of grace, or any renewal thereof the maturity of which is likewise limited ».

21. *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332, 339 (1967).

22. *SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 298 (1946).

23. Voir à titre d'exemple, *Silver Hills Country Club v. Sobieski*, 361 P. 2d 961 (S.C. California, 1961).

24. (1978) 18 N.R. 52.

25. D.L. JOHNSTON, *Canadian Securities Regulation*, Toronto, Butterworths, 1977, pp. 21-33 et Y. RENAUD et J. SMITH, *Droit canadien des corporations commerciales*, tome 2, Montréal, Judico, 1974, pp. 1135 et 1149.

décisions canadiennes, sans exception, adoptent systématiquement la technique d'interprétation des lois américaines et leur solution²⁶. Ceci se comprend d'autant plus que les lois canadiennes sont copiées sur l'exemple américain. Le juge de Grandpré rendant la décision de la Cour suprême du Canada dans l'affaire *Pacific* a confirmé cette tendance et l'a justifiée ainsi :

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.*, (1971) 20 D.L.R. (3d) 67, et le juge Nemetz de la Cour d'appel de la Colombie-Britannique, dans *Re Bestline Products of Canada Ltd.*, (1971) 29 D.L.R. (3d) 505, ont aussi procédé de la sorte²⁷.

1.3. Objet de l'étude

9. L'objet de cette étude est la définition des caractéristiques principales d'un contrat de placement. Deux thèses principales s'affrontent ; celle dégagée dans *Howey* et celle fondée sur la théorie du risque. Chacune d'elles a donné lieu à des sous-thèses. Nous tenterons, après avoir présenté les principes d'interprétation admis, de faire la synthèse des principales conceptions. Nous espérons prouver que la « théorie du risque » n'est qu'un accident dû à une mauvaise application de *Howey*, qui demeure un test articulé, capable de protéger efficacement les investisseurs.

Notre conclusion sera que le droit canadien, malgré sa jeunesse, semble encore plus disposé que le droit américain à pousser la notion de contrat de placement à ses limites extrêmes.

10. Étant donné l'importance de la tâche, nous nous limiterons à la définition du concept de contrat de placement. Nous ne ferons pas le tour de tous les domaines spécifiques concernés, comme les franchises ou les contrats de placement immobilier, même si des exemples seront largement puisés dans ces domaines pour expliquer les principes généraux. Par ailleurs, nous nous limiterons aux cas des lois des valeurs mobilières sans étudier les implications de la double juridiction possible dans ce domaine,

26. La C.V.M.Q. s'est même inspirée des énoncés de politique de la SEC, cf. *Rock Enterprises Ltd.*, C.V.M.Q., décision 4895, 26 juin 1975, B.H., VI, 26, p. 9 de la décision.

27. *Supra*, note 24, p. 59.

comme, notamment, les dispositions de la *Loi de la protection du consommateur*²⁸ concernant les ventes pyramidales ou la *Loi du courtage immobilier*²⁹ concernant les placements immobiliers. Ces problèmes importants seront abordés dans des études séparées.

2. L'interprétation libérale de la loi et des conventions

2.1. La recherche de la réalité économique

11. Le but des lois des valeurs mobilières étant la meilleure protection possible des investisseurs contre les sollicitations qui ne présentent pas suffisamment de garanties³⁰, les tribunaux des États-Unis et du Canada en ont conclu qu'il fallait interpréter ces lois de façon libérale afin d'assurer la meilleure protection au plus grand nombre de personnes. Pour cela, il fallait rechercher la réalité des relations économiques établies plutôt que le sens littéral de la loi ou des qualificatifs utilisés dans les conventions.

12. Appliquée positivement, cette règle signifie qu'elle peut être invoquée pour inclure dans la définition des valeurs mobilières une notion qui a les attributs d'une valeur mobilière, même si cette notion n'est pas expressément prévue dans la loi. Par exemple, il n'est pas suffisant qu'un promoteur intitule le contrat qu'il propose « convention de compte sur marchandise » pour échapper à l'emprise de la *Loi des valeurs mobilières* si, en l'espèce, le contrat proposé a les caractéristiques d'un contrat de placement.

13. La Cour suprême des États-Unis a dégagé cette règle dès 1943 dans *S.E.C. v. C.M. Joiner Leasing Corp.*³¹. La compagnie Joiner s'était assurée des droits de prospection pétrolière au Texas. Elle entendait assurer le financement de l'entreprise à l'aide de fonds provenant de la cession de droits sur de petites parcelles. La publicité du projet était assurée par des annonces et des lettres circulaires contenant des affirmations exagérées quant à la qualité de l'emplacement et quant aux possibilités de réaliser un profit. La réussite du plan de financement provenait de l'expectative du profit qui pourrait être fait si le puits que la compagnie s'engageait à creuser au milieu des parcelles cédées s'avérait productif. La S.E.C. soutenait que le plan considéré dans son ensemble constituait la vente d'un contrat de placement tandis que la compagnie défendait l'opinion contraire.

28. L.Q. 1971, c. 74.

29. S.R.Q. 1964, c. 267, amendé.

30. *Supra*, note 24, 59.

31. 320 U.S. 344 (1944).

La Cour d'appel avait retenu le principe d'interprétation restrictive des définitions contenues dans les lois des valeurs mobilières. La Cour suprême a préféré une approche flexible et adaptée à la réalité économique. Elle l'a fait dans les termes suivants :

In the *Securities Act* the term « security » was defined to include by name or description many documents in which there is common trading for speculation or investment. Some, such as notes, bonds, and stocks, are pretty much standardized and the name alone carries well settled meaning. Others are of more variable character and were necessarily designated by more descriptive terms, such as « transferable share », « investment contract », and « in general any interest or instrument commonly known as a security ». We cannot read out of the statute these general descriptive designations merely because more specific ones have been used to reach some kinds of documents. Instruments may be included within any of these definitions, as matter of law, if on their face they answer to the name or description. However, the reach of the Act does not stop with the obvious and commonplace. Novel, uncommon, or irregular devices, whatever they appear to be, are also reached if it be proved as matter of fact that they were widely offered or dealt in under terms or courses of dealing which established their character in commerce as « investment contracts » or as « any interest or instrument commonly known as a "security" ». The proof here seems clear that these defendants' offers brought their instruments within these terms [...] »³².

La cour a aussi établi le test général suivant, qui doit toujours guider les tribunaux appelés à qualifier les actes de cette nature :

[...] In applying acts of this general purpose, the courts have not been guided by the nature of the assets back of a particular document or offering. The test rather is what character the instrument is given in commerce by the terms of the offer, the plan of distribution, and the economic inducements held out to the prospect. In the enforcement of an act such as this it is not inappropriate that promoters' offerings be judged as being what they were represented to be³³.

*S.E.C. v. W.J. Howey Co.*³⁴ a repris la même idée pour conclure que le concept de contrat de placement « [...] 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 »³⁵.

Mais l'expression la plus complète du principe demeure utilisée dans *Tcherepnin v. Knight*³⁶ :

32. *Id.*, p. 351.

33. *Id.*, p. 352.

34. 328 U.S. 293 (1946).

35. *Id.*, p. 299.

36. 389 U.S. 332.

Finally, we are reminded that, 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. *S.E.C. v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 298, 66 S. Ct. 1100, 1102, 90 L.Ed. 1244 (1946).

Even a causal reading of § 3(a) (10) of the 1934 Act reveals that Congress did not intend to adopt a narrow or restrictive concept of security in defining that term. As this Court observed with respect to the definition of security in § 2(1) of the Securities Act of 1933, « the reach of the Act does not stop with the obvious and commonplace ». *S.E.C. v. C.M. Joiner Leasing Corp.*, 320 U.S. 344, 351, 64 S.Ct. 120, 123, 88 L.Ed. 88 (1943). As used in both the 1933 and 1934 Acts, security « 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.E.C. v. W.J. Howey Co.*, *supra*, 328 U.S. at 299, 66 S. Ct. at 1103³⁷.

14. À l'inverse, appliquée négativement, la recherche de la réalité économique peut être invoquée pour écarter du champ des valeurs mobilières un contrat qui ne répond pas à leurs caractéristiques même si les notions auxquelles il réfère sont expressément énumérées dans la loi. En termes concrets, cela signifie que les tribunaux pourront décider qu'un « billet », une « note » ou une « action » ne sont pas des valeurs mobilières même si ces termes sont énumérés, s'ils estiment qu'en réalité, ils sont vidés de leurs attributs habituels. C'est en appliquant ainsi le principe de l'interprétation libérale de la loi que la Cour suprême des États-Unis a refusé récemment dans *United Housing Foundation v. Forman*³⁸ d'appliquer les lois des valeurs mobilières à une coopérative d'habitations sociales subventionnée par l'État, même si les parts des membres étaient intitulées « actions ». L'extrait suivant de la décision est important :

We reject at the outset any suggestion that the present transaction, evidenced by the sale of shares called « stock » must be considered a security transaction simply because the statutory definition of a security includes the words « any... stock ». Rather we adhere to the basic principle that has guided all of the Court's decisions in this area :

« [I]n searching for the meaning and scope of the word "security" in the Act[s], form should be disregarded for substance and the emphasis should be on economic reality ». *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332, 336 (1967). See also *Howey*, *supra*, 328 U.S., at 298. »

[...] Because securities transactions are economic in character Congress intended the application of these statutes to turn on the economic realities underlying a transaction, and not the name appended thereto [...] ³⁹.

37. *Id.*, à 336 et 338.

38. 421 U.S. 837 (1975).

39. *Id.*, à 848.

15. Au Canada, les tribunaux ont adopté sans aucune réserve les principes ainsi dégagés par les tribunaux des États-Unis et réfèrent systématiquement aux passages que nous avons rapportés. Le passage suivant de la décision *Pacific*, encore une fois, constitue, à ce sujet, un excellent exemple :

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*, 389 U.S. 332, (1967), 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.*, 328 U.S. 293 (1946), une définition doit permettre (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 (p. 299).

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 labeur de tiers » ?⁴⁰

2.2. L'application pratique de la règle de la réalité

2.2.1. L'unité ou la divisibilité des engagements

2.2.1.1. Le cas de deux contrats différents

16. Souvent, le plan de placement est offert en deux étapes ou par deux contrats différents, l'un étant le plus souvent un contrat de vente pur et simple et l'autre, offert par la même compagnie ou par une compagnie différente⁴¹, étant un plan de services ou de gestion. Cette formule est souvent choisie pour différentes raisons d'ordre corporatif ou fiscal, pour

40. *Supra*, note 24, 60.

41. C'était le cas notamment dans *Howey*, voir *infra*, par. 30.

des raisons techniques de promotion et de vente ou, simplement, pour essayer de contourner l'application des lois des valeurs mobilières.

17. Le plus souvent, ce choix ne pose aucun problème particulier et les tribunaux, se basant sur les principes dégagés dans *Joiner*, mais surtout sur les faits de *Howey*, considèrent l'ensemble du plan et le qualifient de plan de placement⁴². Ceci est même poussé jusqu'à considérer comme faisant partie du plan un contrat absolument indépendant du contrat de placement lui-même si le contrat en question fait partie du plan d'ensemble pour faciliter le financement des obligations de l'acheteur⁴³.

18. La question est cependant plus délicate lorsque la signature du contrat de services n'est pas obligatoire et, qu'effectivement, certains acheteurs décident de ne pas signer ce dernier contrat. Le problème s'était posé dans *Howey* et la Cour suprême avait dit en l'occurrence, après avoir décidé que la compagnie offrait des contrats de placement :

This conclusion is unaffected by the fact that some purchasers choose not to accept the full offer of an investment contract by declining to inter into a service contract with the respondents. The Securities Act prohibits the offer as well as the sale of unregistered, non-exempt securities. Hence it is enough that the respondents merely offer the essential ingredients of an investment contract⁴⁴.

Cette conclusion a été reprise par une décision récente⁴⁵. Il faudrait cependant éviter de penser que cette affirmation de la cour peut être érigée en principe général d'application universelle. En effet, dans *Howey*, il est évident que la cour se plaçait dans le contexte précis de la cause où la grande majorité des acheteurs avait adhéré au contrat de services et où l'acquéreur achetait non pas un terrain normalement utilisable, mais plutôt une bande très mince et très longue et noyée parmi tant d'autres, qu'elle ne pouvait finalement servir qu'à planter quarante-huit arbres à la file indienne. Il était normal que la cour décide que la compagnie offrait des contrats

42. Voir, à titre d'exemple, *Hector v. Wiens*, 533 F. 2d 429 (9th Cir., 1976).

43. Dans *Davis v. Avco Corporation*, '73-'74 CCH- Fed. Sec. L. Rep. para. 94.560 (N.D. Ohio, 11 janv. 1974), il a été décidé que le contrat par lequel la compagnie de finance avait accordé un crédit à Davis pour lui permettre de se joindre au plan de *Glenn W. Turner* faisait partie du plan global étant donné que cet emprunt était facilité par l'entente entre les deux compagnies.

44. *Supra*, note 34, p. 300.

45. *S.E.C. v. Brigadoon Scotch Distributors, Ltd.*, 388 F. Supp. 1288, (S.D.N.Y., 1975). Dans *Blackwell v. Bentsen*, 203 F. 2d 690 (5th Cir., 1953), les faits étaient semblables à ceux de *Howey* mais la cour a néanmoins dit, à la page 693 :

There is a dispute of fact as to whether two of the purchasers here involved entered into management contracts. If they merely purchased land, without more, such a purchase would not constitute an investment contract within the meaning of the Securities Act. In view of the dispute on this point, we leave that question open for decision on the facts as they develop at the trial.

de placement. Dans certains cas, la cour est justifiée de penser que le prix payé par l'investisseur comprend un élément d'espoir dans la réalisation du plan global imaginé et offert par les promoteurs et que le choix laissé à cet investisseur a pour unique but d'éviter l'application de la loi. Par contre, il est fort possible que la compagnie offre un choix réel, en termes économiques, entre différentes possibilités. Par exemple, elle pourrait offrir, dans un même développement immobilier, la possibilité entre une formule de pleine propriété sans aucun engagement de nature productive et une autre par laquelle la compagnie s'engage à louer l'appartement acheté et à s'occuper de l'administration. Dans le premier cas, l'acheteur aurait acquis une première ou une seconde résidence personnelle ou simplement un appartement qu'il louera par ses propres efforts tandis que, dans le deuxième cas, l'acheteur aura acheté une possibilité de placement au sens des lois des valeurs mobilières⁴⁶. Le même cas s'est présenté dans l'affaire *Pacific* où l'investisseur avait le choix réel entre participer à un plan de placement de fonds que 95% des clients choisissaient et la possibilité d'acheter des lingots d'argent qu'il payait normalement. La Cour suprême du Canada a décidé que le deuxième contrat n'était pas un contrat de placement mais un simple contrat de vente de denrées.

Les modalités et les possibilités dans ce domaine sont innombrables, mais l'essentiel revient toujours à préciser la nature de l'engagement et la réalité de la relation économique acceptée.

2.2.1.2. Le cas du contrat comprenant des options

19. À l'inverse, lorsque le même contrat laisse à l'investisseur le choix entre différentes options et que certaines de ces options sont des contrats de placement, la Cour suprême a décidé, dans *S.E.C. v. United Benefit Insurance*⁴⁷, que le contrat était divisible. Dans cette cause, la compagnie d'assurance demandait au participant à son plan, nommé Flexible Fund Annuity, de payer une prime fixe pendant un certain nombre d'années. Ces primes alimentaient le fond commun investi essentiellement dans des actions ordinaires, dans le but de produire un gain de capital et des intérêts périodiques. Avant la date de maturité de la police, l'assuré pouvait retirer sa part du fonds ou racheter sa police. À la date de maturité, l'assuré pouvait soit racheter son assurance ou la convertir en une assurance-vie

46. A.M. BERMAN et A.D. STONE, *supra*, note 8.

47. 387 U.S. 207 (1967).

conventionnelle. Tous ces contrats étaient régis par différentes lois concernant le domaine des assurances, mais la S.E.C. voulait que la partie du contrat relative à la période avant la date de maturité de la police soit traitée comme un contrat de placement. La Cour suprême lui a donné raison étant donné que le contrat contenait deux promesses entièrement indépendantes. Son raisonnement a été le suivant :

We find it equally clear that the accumulation provisions constitute an « investment contract » within the terms of § 2 of the Securities Act. As the Court said in *S.E.C. v. Joiner Leasing Corp.*, 320 U.S. 344, 352-353, « The test... is what character the instrument is given in commerce by the terms of the offer, the plan of distribution, and the economic inducements held out to the prospect. In the enforcement of an act such as this it is not inappropriate that promoter's offerings be judged as being what they were represented to be ». Contracts such as the « Flexible Fund » offer important competition to mutual funds, [...] and are pitched to the same consumer interest in growth through professionally managed investment. It seems eminently fair that a purchaser of such a plan be afforded the same advantages of disclosure which inure to a mutual fund purchaser under § 5 of the Securities Act [...]»⁴⁸.

2.2.1.3. Le cas du contrat de nature mixte

20. Le cas se présente à l'occasion des contrats de franchise et des contrats de distribution de produits avec une organisation de ventes pyramidales. Dans ces deux cas, il arrive souvent que l'investisseur achète du promoteur un produit qui a une valeur intrinsèque et, en plus, participe à un plan de placement de fonds avec le promoteur. Ces situations sont habituellement complexes et posent les problèmes les plus difficiles, aussi bien sur le plan pratique que théorique. Elles feront l'objet des développements suivants. Pour l'instant il suffit de dire que, lorsque les deux aspects du problème se retrouvent dans le même contrat et que leur valeur respective est relativement importante, les tribunaux scindent le contrat et distinguent les deux éléments. Ce fut le cas dans *SEC v. Koscot Interplanetary*⁴⁹ où l'investisseur se procurait auprès du promoteur des produits de beauté à vendre et participait au recrutement de la force de vente.

Si, par contre, l'importance relative de deux éléments du même contrat est très différente, les tribunaux, tout en adhérant au principe de la divisibilité des engagements, ne l'appliquent pas⁵⁰.

48. *Id.*, p. 211.

49. *SEC v. Koscot Interplanetary, Inc.*, 497 F. 2d 473 (5th Cir., 1974).

50. *Securities Commission v. Bestline Products*, [1972] 6 W.W.R. 245, 249 (C.A. B.C.).

2.2.2. L'influence de la publicité sur la qualification du contrat

2.2.2.1. Les principes applicables

21. La définition du concept de « contrat de placement » est évidemment indépendante de l'obligation d'enregistrer ce contrat avant de l'offrir en vente⁵¹ ou des multiples exemptions d'enregistrement prévues par la loi⁵². Cependant, en pratique, le problème de la définition se pose presque toujours à l'occasion d'une plainte à l'effet qu'un contrat de placement a été *offert* sans respecter l'obligation d'enregistrement préalable. C'est pourquoi le dossier est souvent étudié dans son ensemble et l'intime conviction des juges, dans la plupart des cas, est fondée sur l'appréciation de l'ensemble des faits et pondérée par l'importance relative qu'ils accordent à chaque élément par rapport à tous les autres. Cette approche logique est aussi fondée sur l'exigence de la Cour suprême dans *Joiner* qui précise que des valeurs mobilières existent, si :

[It] be proved as matter of fact that they were widely *offered or dealt in under terms or courses of dealing which established their character in commerce* as « investment contracts » [...] ⁵³.

Cette opinion est aussi celle de *Howey* dont le test principal dit :

An investment contract [...] means a contract [...] whereby a person invests his money in a common enterprise and *is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party*, [...] ⁵⁴.

La Cour suprême a aussi considéré ce problème dans *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*⁵⁵, avant de décider que, dans ce cas précis, il ne s'agissait pas de la vente de fonds de placement.

À partir de ces principes généraux, quelques règles indicatives peuvent être dégagées.

2.2.2.2. Les cas où la publicité n'est pas retenue

22. D'abord, lorsque, intrinsèquement, le contrat est de toute évidence un contrat de placement, les tribunaux n'ont aucune hésitation à faire abstraction de la publicité modérée qui ne laisse pas deviner clairement la nature

51. *Loi des valeurs mobilières*, art. 50 ; l'article 14 de la loi définit le commerce des valeurs mobilières.

52. *Id.*, art. 51.

53. 320 U.S. 344, 351, le souligné est ajouté.

54. 328 U.S. 294, 299, le souligné est ajouté.

55. 421 U.S. 837 (1975) ; Note « Tenant Shares in a Nonprofit Cooperative Apartment and the Federal Securities Laws », 28 *U. Fla. L. Rev.* 296, 301 (1975).

du contrat offert. C'est la solution qui a été retenue dans *Glenn W. Turner*⁵⁶ et *Koscot*⁵⁷.

23. Par contre, lorsque le contrat, intrinsèquement, est jugé non pas comme un contrat de placement de fonds mais comme une simple vente, alors le matériel de promotion qui décrit sans précision et sans engagement de la part du promoteur l'ensemble du projet prévu, ou qui donne des indications de commune renommée quant au potentiel économique du bien vendu, ne modifiera pas la nature du contrat offert. Ainsi, le promoteur d'un développement résidentiel qui incite les gens à acheter rapidement, dès le lancement du projet, sans attendre la hausse des prix de vente qui accompagnera nécessairement la construction d'un terrain de jeu, d'un centre d'achats ou d'un club communautaire qu'il a l'intention de construire, n'offre pas un contrat de placement sans enregistrement. Il en va de même lorsque le promoteur utilise des slogans comme « Investissez dans la pierre ! » ou « Profitez de l'inflation ». Exceptionnellement, cette tolérance est poussée trop loin⁵⁸.

24. Dans les cas où les documents de promotion accentuent plutôt le côté « profit sans effort » mais où le contrat finalement signé laisse à l'investisseur le contrôle de ses activités, l'absence de la dépendance sur l'effort des

56. 474 F. 2d 476 (9th Cir., 1973).

57. *Supra*, note 49.

58. Dans *Happy Investment Group v. Lakeworld Properties, Inc.*, 396 F. Supp. 175 (N.D. California, 1975), la cour a présenté ses arguments ainsi :

Plaintiffs in this action urge, however, that they relied upon defendants' efforts to develop their land into a successful subdivision. It is certainly the case that defendants, through their literature and sales talks, seem to have given the impression that they would contribute substantial efforts to create a thriving subdivision, but in fact they offered no concrete programs, presented no substantive plans to further this goal. The defendants, in retrospect, were masters of generalizations. For example, although defendants claimed they were « placing emphasis upon home construction » (Plaintiffs' Exhibit A-2) and were going to « work closely with appropriate Northern California home-builders » (*Id.*), they actually offered no help insofar as individual home construction went, except to supply a list of names of local contractors with approximate bidding prices. (Plaintiff's Exhibit E-1, p. 2). Again, although plaintiffs were told that commercial areas were being planned and would « be designated » in the near future, nothing was said about defendants' participating in efforts to draw commerce as commercial enterprises to the area [...]

In the instant case, although the literature and sales pitch by defendants might lead plaintiffs to believe that defendants would give them more than land, in fact defendants never offered specialized or particularized skills to plaintiffs and did not perform any skilled activities for plaintiffs after the land changed hands. The *Howey-Joiner* test, even as modified by *Glenn Turner*, requires that essential managerial efforts be made or offered by defendants. The test is not fulfilled when there are promises of the general nature made by defendants in their literature and handouts, but no actual commitments to perform specific services that affect plaintiffs' control and management of the land.

autres fait pencher l'ensemble du côté de l'absence de contrat de placement, si, en contrepartie de son placement, l'acheteur obtient un bien qu'il est en mesure d'exploiter ou qui a une valeur intrinsèque importante. Ceci est surtout évident dans les cas de vente de franchises. Dans *Chapman v. Rudd Paint & Varnish Co.*⁵⁹, Chapman avait signé avec la compagnie Rudd Paint un contrat de distribution exclusive des produits de la compagnie. La publicité de celle-ci pouvait laisser croire que les agents mettaient une mise de fonds initiale et récoltaient de gros profits pour un effort minimum. La compagnie insistait sur l'assistance qu'elle offrait à ses agents, mais flattait ses produits qui se « vendaient d'eux-mêmes ». Le contrat d'exclusivité régionale signé par Chapman ne laissait aucun doute quant à l'absence de profits garantis. La cour a précisé le cheminement qu'il faut suivre dans ce cas :

Thus, applying the test of *S.E.C. v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 66 S. Ct. 1100, 90 L.Ed. 1244, referred to above, the distributorship agreement, standing alone, is not an investment contract, and therefore not a security within the meaning of the Securities Act of 1933.

However, in determining whether a particular instrument is an investment contract and therefore a security, inquiry does not necessarily stop with an examination of the instrument. Where the terms of the instrument are reasonably subject to varying interpretations, the background facts, including the terms of the offer, the plan of distribution and the economic inducements held out to the prospect, are to be reviewed. *S.E.C. v. United Benefit Life Ins. Co.*, 387 U.S. 202, 211, 87 S. Ct. 1557, 18 L.Ed. 2d 673; *S.E.C. v. C.M. Joiner Leasing Corp.*, 320 U.S. 344, 352-353, 64 S. Ct. 120, 88 L.Ed. 88. Moreover, the brochure is here pertinent because the Securities Act of 1933 prohibits the offer as well as the sale of unregistered non-exempt securities. See *Howey*, at 301, 66 S. Ct. 1100⁶⁰.

Cette décision a été suivie dans *Wieboldt v. Metz*⁶¹ où la publicité disait,

IDEAL ABSENTEE-OWNERSHIP or INVESTMENT OPPORTUNITY TOO!
If you are looking beyond ownership/management only, let us show you the unique advantages this dynamic business offers to those interested in investment, and/or absentee ownership.

et le tribunal a finalement conclu :

The Court must conclude that, although defendants may have created the illusion that the subdivision would develop primarily through their managerial efforts, in fact defendants offered to do and did nothing more than sell plaintiffs a parcel of land.

Cette décision a été approuvée et suivie dans *Davis v. Rio Rancho Estates, Inc.*, 401 F. Supp. 1045 (S.D. N.Y., 1975).

59. 409 F. 2d 635 (9th Cir., 1969).

60. *Id.*, p. 640.

61. 355 F. Supp. 255 (S.D. N.Y., 1973).

mais où les faits démontrent que l'acheteur avait le plein contrôle de l'entreprise achetée.

2.2.2.3. Les cas où la publicité est retenue

25. Lorsque la publicité flattant l'investissement est exagérée et que le bien obtenu en contrepartie du placement a une valeur aléatoire, on retient la thèse du contrat de placement indépendamment des précautions prises dans le contrat pour éviter l'application des lois des valeurs mobilières et ce, en l'absence de toute idée de fraude⁶².

Une des premières expressions de cette règle se trouve dans *SEC v. Universal Service Association*⁶³ où les promoteurs d'un mouvement constitué d'un amalgame d'idées sociales, économiques et religieuses groupées sous le vocable « plenocracy », propageaient l'idée que les terres cultivées selon certaines méthodes scientifiques qu'ils pratiquaient, produisent continuellement davantage. Différentes formes corporatives permettaient d'amasser les « contributions consenties » par les membres du mouvement, lesquels recevaient la garantie qu'au bout de cinq ans, ils récupéreraient leur mise de fonds augmentée de 150%. La Cour d'appel a décidé qu'il s'agissait d'un contrat de placement.

Cette règle a été aussi appliquée dans *S.E.C. v. Glen-Arden Commodities, Inc.* où la Cour d'appel a présenté le problème dans les termes suivants :

The question therefore becomes whether the customers were in fact purchasing simply warehouse receipts, akin to a commodity future, or whether, in light of the economic reality and the totality of circumstances surrounding the sales here, the customers were making an investment, which in view of the appellants' commitments and representations constituted an « investment contract » within the meaning of § 2(1) of the *Securities Act*, 15 U.S.C. & 77b(1).

Judged by the Joiner test there can be no question but that here the appellants were selling investment contracts. The defendants guaranteed services, they promised results. The economic inducements were in the nature of inducements to invest. The evidence below shows that investors put up their money not so much to secure casks of Scotch whisky but to participate in an enterprise which was virtually guaranteed to « double their money » in four years. It ill behooves appellants, after enticing their customers with fancy brochures touting their investment plan, now to claim there was no investment plan but the mere sale of an unadorned commodity. Even worse, it does violence to the facts⁶⁴.

62. *Roe. v. U.S.A.*, 287 F. 2d 435 (5th Cir., 1961).

63. 106 F. 2d 232 (7th Cir., 1939).

64. 493 F. 2d 1027, 1034 (2nd Cir., 1974).

Finalement, la Commission des valeurs mobilières du Québec a également appliqué ce principe à plusieurs reprises, notamment dans *Queen Creek and Cattle Corp.*⁶⁵. Dans ce dernier cas, il s'agissait d'une publicité équivoque promettant un rendement annuel de 20% pour un investissement immobilier en Arizona.

26. Dans *Pacific*, la Cour suprême a considéré la publicité, même si elle n'était pas de nature exagérée et malgré le sérieux du promoteur pour insister sur le fait que le contrat, intrinsèquement, était un contrat de placement de fonds à cause du risque que la formule comprenait⁶⁶; il nous semble que la Commission des valeurs mobilières du Québec a tenu un raisonnement semblable dans *Rock Enterprises*⁶⁷.

2.2.2.4. L'importance de la qualité des investisseurs

27. Il ressort des développements précédents que dans leur souci de rechercher la réalité économique, les tribunaux ne se contentent pas d'éléments objectifs, mais utilisent aussi des éléments subjectifs tels que l'attrait que peuvent avoir les mots sur les investisseurs. En d'autres termes, ils « individualisent » la réalité économique.

Les tribunaux retiennent dans ce but tous les éléments susceptibles de leur indiquer l'intention des parties. Ainsi ils retiendront l'éloignement du lieu de l'investisseur⁶⁸, la disponibilité de l'acheteur de s'occuper de son investissement pour le rentabiliser⁶⁹ ou, à la limite, pour le liquider en cas de besoin⁷⁰, la possibilité d'exploiter l'opportunité par l'investisseur déterminé⁷¹, le genre de publication où la publicité a été faite⁷² et la possibilité pratique pour un investisseur de prendre livraison du bien vendu⁷³.

Le degré d'éducation et les capacités individuelles des investisseurs sont parfois retenus et l'expérience des affaires est un élément important⁷⁴; mais il faut que l'expérience soit pertinente au domaine. L'extrait suivant d'une décision récente est explicite :

65. C.V.M.Q., décision 4904, 21 juillet 1975, *B.H.* VI,29.

66. *Infra*, par. 44 et note 114.

67. C.V.M.Q., décision 4895, 26 juin 1975, *B.H.* VI,26.

68. *SEC v. Howey Co.*, *Supra*, note 54, p. 296.

69. *Idem*.

70. *Rock Enterprises*, *supra*, note 67, p. 6 de la décision.

71. *SEC v. Howey*, *supra*, note 54, p. 295.

72. *SEC v. Brigadoon Scotch Distributors*, 388 F. Supp. 1288, 1290, (S.D. N.Y., 1975).

73. *Continental Marketing Corp. v. SEC*, 387 F. 2d 466 (10th Cir., 1972).

74. *Mr. Steak, Inc. v. River City Steak, Inc.*, 460 F. 2d 666, 670, (10th Cir., 1972), confirmant 324 F. Supp. 640 (D.C. Colorado, 1970).

In one issue of « Sense in Suburbia », a biweekly information bulletin published by Suburban Land, it was written that : « Suburban investors consist of doctors, R & D engineers, a restaurant owner, an announcer for the Voice of America, an Arlington Judge, several attorneys, an appliance distributor, an elevator mechanic, an electrical engineer at Bendix, computer programmers, retired military officers, several teachers, a public relations director, a publishing representative, government employees from Department of Agriculture, Navy, The FBI, Department of Defense, a real estate broker, an entertainer — and even a student working his way through college ». Plaintiff's Exhibit no. 6D. These are not the type of individuals one would normally expect to have the requisite expertise for planning and constructing a new community ⁷⁵.

28. Pour terminer, il nous semble que le témoignage le plus éloquent en faveur d'une considération globale de la publicité et de son influence sur les investisseurs qu'on veut protéger est celui du juge Hitchenson, dissident dans l'affaire *Joiner* en Cour d'appel :

[...] record does not support the view of the opinion that no engagements whatever were made as to drilling a well or conducting an enterprise of any sort. It is true that no such express engagement were made, but it is equally true, especially in cases of fraud doing, that implied agreements bind as firmly as express ones. A careful reading of the record convinces me that here was no mere sale of leases. Here was also the sale of an interest in an enterprise, the drilling of exploratory wells on a block of leases by which drilling alone value was imparted to them. This is made plain both by the oral testimony and the exhibits. The exhibits are the conventional development letters spread with molasses to catch flies, the molasses being the understanding, implied in most of the cases and expressed in some of them, that an exploratory well would be drilled ⁷⁶.

3. Le test de *Howey* ⁷⁷

29. Nous avons dit au début de cet article que la décision *Howey* cristallisait l'une des deux approches possibles à la définition du contrat de placement. En réalité, cette affirmation reprend l'opinion généralement entretenue par la doctrine et la jurisprudence. Pour notre part, nous pensons plutôt que la Cour suprême a énoncé dans sa décision un *test principal* d'application générale et destiné à être utilisé dans la majorité des cas et un *test alternatif*, applicable lorsque tous les éléments du premier test ne sont pas évidents. Malheureusement, pendant très longtemps, les tribunaux n'ont retenu que le test principal et le test alternatif a été mis au rancart. Nous tâcherons de le repêcher.

75. *Johnson v. Suburban Land Investment Co.*, 1973 CCH, Fed. Sec. L. Rep., para. 94.022, note 2, p. 94022.

76. 133 F. 2d 241, 246.

77. *SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 294 (1946). Dorénavant nous citerons cette décision de la Cour suprême ainsi, *Howey*, suivie de la page seulement.

Par ailleurs, dans *Howey*, le test principal a été formulé à plusieurs reprises mais par un autre hasard, les tribunaux et la doctrine n'ont retenu que la formulation la plus stricte et se sont enfermés dans un carcan d'où il était difficile de sortir.

Finalement ce test principal a été tellement cité durant les quarante dernières années, qu'il a évolué pour devenir une sorte de formule magique que tout le monde répète et respecte, mais dont personne n'est sûr de la signification ou de la portée. En tout cas une formule dont on n'ose pas trop s'écarter. La dernière décision de la Cour suprême des États-Unis sur la question l'a de nouveau reprise⁷⁸ et très récemment, la Cour suprême du Canada l'a encore utilisée⁷⁹.

30. Les faits de *Howey* peuvent se résumer ainsi. La compagnie W.J. Howey était propriétaire de grandes étendues de terrains en Floride. Ces terrains, lotis en de petites parcelles étroites et longues, étaient plantés d'orangers. Les lots étaient vendus, en pleine propriété, à des personnes de passage dans la région. Les clients potentiels étaient avertis que l'exploitation de ces lots n'était rentable que si elle était faite de manière industrielle et professionnelle. Après l'achat du lot, la plupart des clients signaient avec une compagnie différente un contrat de service d'une durée de dix ans, non résiliable. Le propriétaire n'avait aucun droit légal d'intervention dans les activités d'exploitation de son propre lotissement, le tout étant laissé à la discrétion entière de la compagnie de services qui, après avoir exploité le tout comme un ensemble, partageait les bénéfices nets de la récolte entre les différents propriétaires, au *pro rata* de leur intérêt. La compagnie était solvable, sérieuse, et présentait toutes les garanties d'une administration professionnelle compétente.

31. La SEC soutenait que les deux compagnies concernées offraient un plan global de placement de fonds tandis que ces dernières prétendaient offrir l'une, un contrat d'achat en pleine propriété d'un lotissement planté d'orangers et l'autre, un contrat indépendant d'exploitation et de service.

La Cour de première instance et la Cour d'appel ont rejeté la thèse du contrat de placement. Cette décision a été infirmée en faveur de la thèse du plan unique par une importante décision majoritaire de la Cour suprême.

Après avoir rappelé que l'interprétation faite par les différentes juridictions des États du terme *investment contract* pouvait être valablement

78. *United Housing Foundation v. Forman*, 421 U.S. 837 (1975). Dorénavant nous citerons cette décision de la Cour suprême ainsi, *Forman*, suivie de la page.

79. *Pacific Coast Coin Exchange of Canada v. O.S.C.*, (1978) 18 N.R. 52. Dorénavant nous citerons cette décision ainsi, *Pacific*, suivie de la page.

adoptée par les tribunaux de juridiction fédérale⁸⁰, la Cour suprême a donné sa propre définition du concept dans le test suivant :

[...] an investment contract for purposes of the Securities Act means a contract, transaction or scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party, it being immaterial whether the shares in the enterprise are evidenced by formal certificates or by nominal interests in the physical assets employed in the enterprise⁸¹.

32. Nous allons étudier dans les paragraphes qui suivent les différents éléments de ce test principal soit (1) le placement d'argent, (2) dans une entreprise commune et (3) être amené à s'attendre à des profits (4) provenant uniquement de l'effort du promoteur ou d'une tierce personne. Finalement, dans une réflexion critique, nous essayerons d'apprécier la valeur actuelle de ce test. Nous étudierons le test alternatif ultérieurement avec la théorie du risque.

3.1. « Un placement d'argent »

33. Cet élément de la définition est essentiel. Sans lui, le test n'aurait aucun sens et de toute façon, en l'absence d'un placement, l'investisseur ne risque rien et il deviendrait inutile de le protéger par une réglementation des valeurs mobilières. Cependant, à part cette lapalissade, cet élément du test mérite d'être éclairci sous deux aspects.

3.1.1. Investir son propre argent

34. D'abord, certains pensent que le test exige la fourniture de son propre argent à l'entreprise commune⁸². Cette opinion s'appuie sur les mots « ... a person invests *his* money in a common enterprise... »⁸³. Quoiqu'il en soit, la jurisprudence est à l'effet qu'il n'est pas nécessaire qu'on soit propriétaire de l'argent investi. Il est établi qu'on peut utiliser son crédit ou les facilités bancaires pour honorer ses engagements. Ainsi interprété, cet élément revient à dire qu'il suffit que l'investisseur engage son crédit de manière à subir, le cas échéant, les pertes qui peuvent résulter de ses obligations⁸⁴.

80. *Howey*, p. 298.

81. *Ibidem*.

82. « Daniel v. I.B.T.: General Report of Study Group of 1933 Act of the Committee on Federal Regulation of Securities », 32 *Bus. Law.* 1925, 1936 (1977).

83. *Howey*, p. 299.

84. *El Khadem v. Equity Securities Corp.*, 494 F. 2d 1224 (9th Cir., 1974).

La question a été éclairée d'un jour nouveau par *Daniel v. International Brotherhood of Teamsters*⁸⁵ où la Cour d'appel a traité les contributions unilatérales versées par l'employeur à un fond de pension syndical en vertu d'une convention collective comme étant un salaire gagné par l'employé et supposément réinvesti dans le fond.

3.1.2. Investir de l'argent comptant

35. Par ailleurs, comme le test insiste sur le placement d'*argent comptant*, on pourrait se poser des questions lorsque l'investisseur, au lieu d'offrir de l'argent ou son crédit, apporte à l'entreprise commune un objet, un droit ou des services comme contribution unique ou en tant qu'apport supplémentaire. Dans la plupart des cas, cet apport en nature ou en services pourrait compliquer la qualification juridique du plan proposé, mais n'apporterait aucune modification essentielle à la nature de la relation économique entre le promoteur et l'investisseur. Ainsi, à part le problème de l'évaluation de l'apport, il n'existe pas de différence essentielle entre l'émission des valeurs d'une compagnie en contrepartie, par exemple, d'argent liquide ou en contre valeur d'un immeuble, d'un camion ou d'un brevet d'invention affecté à l'entreprise commune, et le même raisonnement est valable dans le cas d'un plan de placement de fonds⁸⁶. Par contre, le problème pourrait devenir plus délicat si l'apport de l'investisseur consiste à accomplir un travail. Ici, la difficulté est de distinguer l'effort apporté, en tant qu'investissement, de l'effort productif pertinent à la réalisation du profit escompté par le plan considéré. Dans ce dernier cas, nous nous éloignons de l'élément investissement pour rejoindre le dernier élément du test relatif à l'expectative des profits provenant de l'effort du promoteur ou d'une tierce personne.

36. Une des plus anciennes illustrations de la complexité de cette situation est *State v. Gopher Tire and Rubber Co.*⁸⁷, citée et approuvée par la Cour suprême dans *Howey* et qui a permis au juge Murphy d'énoncer le test. Dans cette cause, la compagnie recrutait des agents de publicité qui, en échange d'un certificat qu'ils payaient \$50 et de l'engagement de faire de la

85. *Daniel v. International Brotherhood of Teamsters*, 561 F. 2d 1223 (7th Cir., 1977). Dorénavant nous citerons cette décision ainsi, *Daniel*, suivie de la page.

86. J.T. HANNAN and W.E. THOMAS, « The Importance of Economic Reality and Risk in Defining Federal Securities », 25 *Hastings L.J.* 219, 236 (1974); J.A. TEW and D. FREEDMAN, « In Support of SEC v. W.J. Howey Co.: A Critical Analysis of the Parameters of the Economic Relationship Between an Issuer of Securities and the Securities Purchaser », 27 *U. Miami L. Rev.* 407, 414 (1973).

87. 177 N.W. 937 (S.C. Minnesota, 1920).

publicité autour d'eux pour les produits de la compagnie, recevaient 10% du prix de vente net des pneus vendus dans leur rayon d'action, 10% de réduction sur tout achat de pneus pour usage personnel et un bonus en actions privilégiées de la compagnie pour les bénéfices supplémentaires que la compagnie aurait faits. Le certificat d'adhésion au régime était transférable et la compagnie avait obtenu une reconnaissance de la part de l'adhérent qu'elle ne vendait pas de valeurs mobilières. La cour a décidé :

We cannot sustain defendant's contention that the certificates are contracts for the performance of services by its agents. The purchaser pays \$50 for a certificate in addition to become a « booster agent » for the sale of defendant's goods. As an inducement to invest, he is promised a share in defendant's profits. This promise extends, first, to the profits realized on sales made by the local dealer, and, next, to defendant's total profits. It appears to have been the purpose of defendant to obtain capital by the sale of its certificates, without issuing stock, and, at the same time, to build up a market for its goods without spending money in advertising. The certificates are like stock in that they give their holders the right to share in the profits of the corporation, but their value is purely speculative, for their holders get no interest in the tangible assets of the corporation⁸⁸.

Dans ce cas, une partie du placement était fournie en effort personnel. Cet effort était directement relié à la production du profit escompté par l'investisseur et, finalement, une partie des profits réalisés était payable en nature. On trouve une illustration plus récente de cette approche dans l'affaire *Glenn W. Turner* où la cour a dit en l'occurrence, en parlant des agents recruteurs de la compagnie :

In essence, to get that share, he invests three things : his money, his efforts to find prospects and bring them to the meeting, and whatever it costs him to create an illusion of his own wealth⁸⁹.

Nous allons retrouver ce problème plus tard⁹⁰. Pour l'instant, il suffit de dire que le critère de placement d'argent est satisfait si le placement est *appréciable* en argent⁹¹.

3.2. « Une entreprise commune »

37. L'« entreprise commune » est l'élément le plus controversé du test de *Howey*. Les opinions les plus modérées estiment que cet élément est ambigu

88. *Id.* à 938.

89. *SEC v. Glenn Turner Enterprises*, 474 F. 2d 476, 482 (9th Cir., 1973), dorénavant cité comme *Glenn Turner*, suivi de la page.

90. *Infra*, par. 56 et ss.

91. J.C. LONG, « An Attempt to Return "Investment Contracts" to the Mainstream of Securities Regulation », 24 *Okla. L. Rev.* 135, 161 (1971).

et lui trouvent au moins cinq significations logiquement possibles⁹². D'autres le considèrent soit inutile à l'application du test⁹³, soit non évident dans certains contrats⁹⁴. Enfin, certains estiment que, s'agissant d'un test, tous les éléments sont aussi essentiels les uns que les autres⁹⁵.

Nous pensons que ces divergences dépendent en grande partie de la préférence qu'on a pour une approche restrictive ou plus libérale de la notion de contrat de placement.

38. La difficulté n'existe évidemment pas lorsque le plan est traditionnel au point de se rapprocher le plus possible de la définition normale d'une valeur mobilière traditionnelle d'une compagnie. L'exemple est parfait lorsque les fonds sont remis aux promoteurs du projet qui les utilisent discrétionnairement pour sa réalisation et qui distribuent les profits aux investisseurs au *pro rata* de leur placement⁹⁶. La question ne se pose pas non plus lorsqu'il ne s'agit pas d'un contrat de placement, mais d'une entreprise individuelle comme l'ouverture d'un compte non discrétionnaire auprès d'un courtier pour l'achat de contrats à terme de denrées⁹⁷. La situation est semblable si l'entreprise commune est entre les promoteurs, mais entièrement indépendante des investisseurs qui achètent en pleine propriété un bien⁹⁸. On pourrait rapprocher aussi de ce dernier cas la situation inverse où des acheteurs acquièrent un bien dans le but de l'exploiter en commun, indépendamment des vendeurs.

Deux thèses s'affrontent au sujet des cas plus complexes.

92. J. R. COFFEY, « The Economic Realities of a "Security": Is There a More Meaningful Formula? », 18 *W. Res. L. Rev.* 367, 374 (1967).

93. T.A. PAQUETI, « The Expanding "Securities" Concept », 49 *Ill. B.J.* 728, 731 (1961); cf. « *Rock Enterprises*, *supra*, note 26, p. 10.

94. Note, « The Expanding Definition of a "Security": Sale-Leasebacks and Other Commercial Arrangements », *Duke L.J.* 1221, 1227 (1972).

95. *Curren v. Merrill, Lynch, Pierce, Fenner & Smith*, '76-'77 CCH, Fed. Sec. L. Rep., para. 95,862 (E.D. Michigan, 27 décembre 1976).

96. Comme dans *Penfield Co. of California v. S.E.C.*, 143 F. 2d 746 (9th Cir., 1944), où le contrat avait pour objet des reçus d'entreposage de whisky mais où la réalité économique était plutôt celle d'un contrat de placement dans une entreprise où tout le whisky appartenant à tous les acheteurs était mis en marché et où les bénéfices nets étaient répartis au *pro rata* entre tous les investisseurs.

97. *Sinva v. Merrill, Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 353 F. Supp. 359 (S.D. N.Y., 1966).

98. Pour un cas curieux cf., *Contract Buyers Leage v. F. & F. Investment*, 300 F. Supp. 210 (D.C. Illinois, 1969), où les acheteurs de résidences personnelles prétendaient avoir acheté un contrat de placement parce que les promoteurs avaient entre eux une entreprise commune.

3.2.1. La thèse restrictive

39. Le premier de cordée de l'approche restrictive est sans aucun doute l'arrêt *Milnarik v. M.-S. Commodities, Inc.*⁹⁹, où il s'agissait de qualifier un compte de gestion discrétionnaire de placement dans les contrats futurs de denrées. La cour a compris l'élément de l'entreprise commune comme devant nécessairement être une mise en commun de tous les fonds placés par les investisseurs. Le passage suivant de l'opinion de la Cour de première instance est éloquent. Il a été confirmé par la Cour d'appel :

*This characteristic of common enterprise is completely lacking in the present case. Even assuming that Nelson in fact solicited and collected money from numerous parties, no allegations are made that a common enterprise existed comprised of all people possessing discretionary account contracts with him. No claim is made that Nelson traded in a uniform manner for each of these accounts. Even if he had so uniformly traded, no pooling of funds for a common purpose is alleged. Nelson was apparently simply an agent for a number of separate and distinct principals, the plaintiffs being one such principal. The plaintiffs in no way can be viewed as having invested in a common enterprise with other suppliers of venture capital. Without such common investment, the property sale cases are not analogous*¹⁰⁰.

40. Cette décision a été suivie par certains tribunaux de première instance¹⁰¹ et a été finalement adoptée par la Cour d'appel du septième circuit qui l'a préférée aux décisions plus libérales des autres cours d'appel des États-Unis¹⁰². Dans le même ordre d'idées, il a été décidé qu'il n'existait pas d'entreprise commune lorsque les fonds provenant des investisseurs étaient mis en commun à la suite d'une décision unilatérale du promoteur et non à la suite d'un accord préalable¹⁰³.

41. La thèse restrictive adopte une approche globale dangereuse. En effet, selon cette thèse, pour qu'il y ait un contrat de placement, il faut nécessairement qu'il y ait plusieurs investisseurs qui participent uniformément au même plan et que le promoteur, s'il n'exploite pas ces investissements sous le même numéro de compte, du moins les traite de manière absolument identique. Poussée à l'extrême, cette approche refuse la protection de la loi à l'investisseur unique qui aurait accepté l'offre de participer au projet proposé. Elle nie aussi la protection à tous les participants si le promoteur prend la précaution d'individualiser les investissements. Ceci nous paraît contraire à l'économie de la loi.

99. 457 F. 2d 274 (7th Cir., 1972).

100. 320 F. Supp. 1149, 1152 (D.C. Illinois, 1972).

101. *SEC v. American Institute Counselors*, '75-'76 CCH, Fed. Sec. L. Rep., para. 95.388 (D.C. D. Columbia, 30 décembre 1975).

102. *Hirk v. Agri-Research Council*, 561 F. 2d 96 (7th Cir., 1977).

103. *Glazer v. National Commodity Research and Statistical Services*, 547 F. 2d 392 (7th Cir., 1976).

3.2.2. La thèse libérale

42. La thèse libérale évite les risques d'abus pouvant découler de la thèse restrictive, en adoptant une approche plus réaliste et plus individualisée du problème. Le meilleur exemple nous est encore une fois fourni par la Cour d'appel du neuvième circuit dans *Glenn Turner*. Elle se distingue par la mise en commun des efforts plutôt que des fonds. On devrait plutôt dire, pour plus de précision, la dépendance de l'espoir de l'investisseur de l'effort générateur de profit du promoteur. Ainsi, cette cour a repris le principe déjà dégagé par elle dans une décision antérieure¹⁰⁴ et qui se présente ainsi :

A common enterprise is 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 parties¹⁰⁵.

Cette idée a été reprise et détaillée davantage dans *Koscot*¹⁰⁶ :

As defined by the Ninth Circuit, «[a] common enterprise is 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.» *SEC v. Glen W. Turner Enterprises, Inc.*, *supra* at 482 n. 7. The critical factor is not the similitude or coincidence of investor input, but rather the uniformity of impact of the promoter's efforts.

Similarly, here, the fact that an investor's return is independent of that of other investors in the scheme is not decisive. Rather, the requisite commonality is evidenced by the fact that the fortunes of all investors are inextricably tied to the efficacy of the Koscot meetings and guidelines on recruiting prospects and consummating a sale. See *SEC v. Glen W. Turner Enterprises, Inc.*, *supra* at 482¹⁰⁷.

Elle trouve son appui dans un important précédent de la Cour suprême, où il avait été dit :

Of the several types of instruments designated as securities by § 3(a) (10) of the 1934 Act, the petitioners' shares most closely resemble investment contracts. «The test [for an investment contract] is whether the scheme involves an investment of money in a common enterprise with profits to come solely from the efforts of others». *Id.*, at 301, 66 S. Ct. at 1104. Petitioners are participants in a common enterprise — a money-lending operation dependent for its success upon the skill and efforts of the management of City Savings in making sound loans. Because Illinois law ties the payment of dividends on withdrawable capital shares to an apportionment of profits, the petitioners can expect a return on their investment only if City Savings shows a profit. If City savings fails to show a profit due

104. *Los Angeles Trust Deed and Mortgage Exchange v. SEC*, 285 F. 2d 162, 172.

105. *Glenn Turner*, p. 478.

106. *SEC v. Koscot Interplanetary, Inc.*, 497 F. 2d 473 (5th Cir., 1974) dorénavant citée, *Koscot*, suivie de la page.

107. *Id.*, à 478.

to the lack of skill or honesty of its managers, the petitioners will receive no dividends. Similarly, the amount of dividends the petitioners can expect is tied directly to the amount of profits City Savings makes from year to year. Clearly, then, the petitioners' withdrawable capital shares have the essential attributes of investment contracts as that term is used in § 3(a) (10) and as it was defined in *Howey* ¹⁰⁸.

43. Cette tendance libérale a été uniformément acceptée par les différentes cours d'appel des États-Unis qui ont eu à se prononcer sur la question ¹⁰⁹, à l'exception toutefois de la Cour du septième circuit qui lui préfère toujours la thèse restrictive.

44. Le juge de Grandpré a adopté cette approche dans *Pacific Coast Coin Exchange of Canada v. O.S.C.* ¹¹⁰. Les faits de cette cause sont importants. On peut les résumer ainsi.

Pacific est la filiale canadienne d'une compagnie américaine, Monex. Elle faisait au Canada le commerce de lingots d'argent. Pacific offrait à ses clients deux alternatives : l'achat comptant ou l'achat sur marge. Elle insistait cependant, dans sa publicité, sur les avantages de l'achat sur marge et 90% des clients finissaient par choisir cette formule. Le client qui avait choisi la première solution recevait immédiatement les lingots achetés, celui qui avait acheté sur marge devait payer un acompte de près de 35% et ne pouvait demander la livraison qu'après avoir payé l'ensemble de ce qu'il devait à la compagnie. La compagnie ne s'engageait pas à assurer un marché de revente pour ses contrats, mais assurait n'avoir jamais omis de le faire dans le passé. Par ailleurs, ses contrats ne pouvaient être vendus que par son intermédiaire. La preuve a montré que 85% des clients sur marge liquidaient leur compte sans demander la livraison. Dans ce cas, ils recevaient la différence entre le prix de vente et le prix d'achat après la déduction des commissions, frais d'entreposage et d'assurance.

Les clients étaient entièrement libres de leur décision de vendre ou d'acheter et la compagnie n'avait aucun pouvoir discrétionnaire autre que celui normalement accordé à un prêteur sur marge.

Le prix de base pour l'exécution des ordres des clients était directement relié au prix de la bourse des denrées.

Les paiements provenant des investisseurs entraient dans le compte général de la compagnie et étaient utilisés pour permettre à celle-ci de

108. *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 337, 338, 339.

109. *SEC v. Continental Commodities Corp.*, 497 F. 2d 516 (5th Cir., 1974); *SEC v. Haffender-Rimar International*, 496 F. 2d 1192 (4th Cir., 1974); *Hector v. Wiens*, 533 F. 2d 429 (9th Cir., 1976).

110. *Pacific Coast Coin Exchange of Canada v. O.S.C.*, (1978) 18 N.R. 52.

couvrir ses obligations envers les clients et pour les fins de ses propres placements ; les lingots des clients n'étaient pas individualisés. Pour être en mesure de respecter ses engagements, la compagnie maintenait un petit inventaire de lingots et faisait le commerce des contrats à terme d'argent. Ses diverses obligations étaient couvertes, en tout temps, à plus de 95%. Une équipe qualifiée de cinquante personnes administrait le portefeuille. La preuve a démontré que la compagnie était solvable et bien administrée.

45. La compagnie prétendait vendre une denrée spécifique, en l'occurrence des lingots d'argent, tandis que la Commission de l'Ontario prétendait qu'il s'agissait de la vente de contrats de placement de fonds. La Cour supérieure¹¹¹, la Cour d'appel¹¹² et la Cour suprême du Canada¹¹³ ont retenu la thèse du contrat de placement. Dans ce dernier cas, le juge en chef Laskin était dissident.

46. Le juge de Grandpré a refusé de voir dans cette cause une simple question de solvabilité et a insisté sur le fait que l'investisseur dépendait entièrement de la compétence et de la politique d'investissement de la compagnie pour réaliser le profit escompté. Il a considéré aussi que la dépendance de l'investisseur de Pacific pour se départir de son contrat était un élément important. Son raisonnement se résume ainsi :

À 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 pas nécessaire qu'il y ait entreprise commune entre les investisseurs¹¹⁴.

111. (1975) 55 D.L.R. (3d) 331 (S.C. Ont.).

112. (1976) 57 D.L.R. (3d) 641 (C.A. Ont.).

113. *Supra*, note 110.

114. *Pacific*, p. 62. Le juge en chef Laskin a été dissident essentiellement parce qu'il estimait que la décision majoritaire est fondée sur l'idée du risque commercial normal. À la page 66 le juge a écrit :

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 achetés 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. Les opérations en contrepartie n'ont donc d'influence que sur la situation financière des appelantes et il me semble que seule leur solvabilité

Ainsi compris, l'élément de « l'entreprise commune » exigé par le test principal de *Howey* devient intimement lié à l'élément « profits provenant uniquement de l'effort du promoteur ou d'un tiers ». Toutes les décisions canadiennes adoptent cette perspective libérale.

3.3. « Être amené à s'attendre à des profits »

47. Nous avons envisagé la première partie de cet élément, « être amené à s'attendre... », antérieurement et nous nous attarderons ici sur la notion de « profit ».

48. Le « profit » escompté est certainement un élément essentiel du test principal de *Howey* et l'opinion la plus répandue est à l'effet que ce test refuse le qualificatif de contrat de placement à des plans de commercialisation où aucun profit n'est escompté¹¹⁵. Par ailleurs, cette exigence de profit justifie toute la théorie du risque qui se distingue de *Howey* principalement sur ce point¹¹⁶.

Il est généralement admis que le profit exigé par le test est un profit commercial, direct et substantiel¹¹⁷, sinon tous les contrats risqueraient de

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.

et il a enchaîné, à la page 67 :

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 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.

115. R.J. COFFEY, *supra*, note 92, p. 375.

116. *Id.*, p. 403.

117. A.M. BERMAN and A.D. STONE, *supra*, note 8, p. 421.

devenir des valeurs mobilières¹¹⁸. Ceci est vrai, et la distinction entre la vente pure et simple et le contrat d'investissement était à la base même de *Joiner* et de *Howey*. L'unanimité n'est pas faite pour autant quant au sens à donner au mot « profit », tel qu'utilisé dans *Howey*. Les illustrations jurisprudentielles et doctrinales se rencontrent surtout lorsque l'objet du placement est un immeuble, mais sont d'une importance capitale pour tous les plans où l'économie fiscale est déterminante pour le choix de l'investissement.

3.3.1. *United Housing Foundation v. Forman*¹¹⁹

49. Dans cette affaire, la Cour suprême a discuté des différentes incidences monétaires qui peuvent découler d'un contrat et qui peuvent être considérées comme des profits pour les fins de la qualification d'un contrat de placement. Malheureusement, les circonstances particulières de l'espèce nous ont privé d'une décision claire sur cette question. Il s'agissait d'une action prise en vertu des lois des valeurs mobilières, par des locataires de Co-Op City à New York contre les promoteurs de ce projet. Co-Op City était un projet d'habitation conçu en fonction des lois sociales de New York, subventionné par des fonds publics et destiné à loger des personnes ayant des revenus modestes. Techniquement, le propriétaire et le gestionnaire du projet était la Corporation Riverbay, une coopérative d'habitation répondant aux exigences légales de la subvention gouvernementale.

Les personnes intéressées signaient une formule d'application pour l'appartement choisi et s'engageaient par un contrat de souscription à acquérir 18 « actions » à vingt-cinq dollars chacune pour chaque pièce de l'appartement.

La publicité et les documents signés par les intéressés précisaient clairement que chaque occupant aurait droit à un seul vote aux assemblées de la coopérative quelle que soit la grandeur de son appartement et par conséquent le nombre de parts qu'il détenait. Ces valeurs ne donnaient droit à aucun rendement périodique à titre de dividendes ou autres. Par ailleurs, l'occupant désirant quitter les lieux devait offrir ses parts en priorité à Riverbay, sans bénéfice, et si celle-ci refusait de les acquérir, il pouvait en disposer au prix coûtant, à des personnes répondant aux exigences légales pour habiter les lieux et désirant le faire. Autrement dit, ces valeurs ne valaient que leur prix initial et ne donnaient droit qu'à l'occupation d'un appartement si la personne s'engageait à respecter les règlements de la coopérative.

118. *Id.*, p. 424.

119. *Supra*, note 78.

L'intéressé signait aussi un contrat par lequel il s'engageait à payer sa part des charges mensuelles.

Les requérants prétendaient qu'une infraction aux lois des valeurs mobilières avait eu lieu du fait que cette charge, initialement modeste, s'était avérée de plus en plus lourde, à cause de l'inflation, des intérêts de l'hypothèque, de la construction et de l'entretien.

50. La Cour d'appel a retenu les prétentions des requérants à l'effet qu'il s'agissait d'un contrat de placement ¹²⁰. En discutant les éléments du test de *Howey*, la cour a retenu comme « profits » possiblement escomptés (a) le loyer provenant de la location des parties communes et qui permettait de diminuer la charge payée par les résidents ¹²¹, (b) le traitement fiscal avantageux ¹²² et, (c) l'économie substantielle résultant d'un loyer indirectement subventionné et qui était appréciable en argent ¹²³. Sur ce dernier point, la cour a approuvé *State v. Lumbermen's Clinic*:

A saving of expense which could otherwise necessarily be incurred is also a profit to the person benefited. If respondent renders to its incorporators or members, or to businesses in which they are interested and in whose profits they share, a service at a cost lower than that which would otherwise be paid for such service, the respondent's operations result in a profit to its members ¹²⁴.

51. La Cour suprême a renversé la décision de la Cour d'appel. Dans un premier temps, elle a ainsi résumé l'état du droit sur cette question:

[...] By profits, the Court has meant either capital appreciation resulting from the development of the initial investment, as in *Joiner, supra* (sale of oil leases conditioned on promoters' agreement to drill exploratory well), or a participation in earnings resulting from the use of investors' funds, as in *Tcherepnin v. Knight, supra* (dividends on the investment based on savings and loan association's profits).

In such cases the investor is « attracted solely by the prospects of a return » on his investment. *Howey, supra*, 328 U.S., at 300. By contrast, when a purchaser is motivated by a desire to use or consume the item purchased — « to occupy the land or to develop it themselves », as the *Howey* Court put it, 328 U.S., at 300 — the securities laws do not apply. See also *Joiner, supra* ¹²⁵.

Après cette synthèse, la Cour s'est attaquée à chacun des éléments de la notion de profit, tel que dégagé par la Cour d'appel du second circuit. Elle a d'abord écarté fermement la possibilité de comprendre les avantages fiscaux dans la gamme des profits possibles. Elle l'a fait dans les termes suivants:

120. 500 F. 2d 1246 (2nd Cir., 1974).

121. *Id.*, p. 1254.

122. *Ibidem*.

123. *Ibidem*.

124. 58 P. 2d 812, 816 (1936).

125. *Forman*, p. 852.

[...] We know of no basis in law for the view that the payment of interest with its consequent deductibility for tax purposes, constitutes income or profits. These tax benefits are nothing more than that which is available to any homeowner who pays interest on his mortgage¹²⁶.

Concernant les loyers modiques à cause d'une subvention indirecte, la cour dit :

[...] The low rent derives from the substantial financial subsidies provided by the State of New York. This benefit cannot be liquidated into cash; nor does it result from the managerial efforts of others. In a real sense, it no more embodies the attributes of income or profits than do welfare benefits, food stamps or other government subsidies¹²⁷.

Finalement, au sujet du revenu découlant de la location des locaux communs, elle s'est exprimée ainsi :

[...] The income, if any, from these conveniences, all located within the common areas of the housing project, is to be used to reduce tenant rental costs. Conceptually, one might readily agree that net income from the leasing of commercial and professional facilities is the kind of profit traditionally associated with a security investment. See *Tcherepnin v. Knight, supra*. But in the present case this income — if indeed there is any — is far too speculative and insubstantial to bring the entire transaction within the Securities Acts.

Initially we note that the prospect of such income as a means of offsetting rental costs is never mentioned in the Information Bulletin. Thus it is clear that investors were not attracted to Co-Op City by the offer of these potential rental reductions. See *Joiner, supra*, 320 U.S., at 353. Moreover, nothing in the record suggests that the facilities in fact return a profit in the sense that the leasing fees are greater than the actual cost to Co-Op City of the space rented. The short of the matter is that the stores and services in question were established not as a means of returning profits to tenants, but for the purpose of making essential services available for the residents of this enormous complex¹²⁸.

La cour a distingué ce projet résidentiel de type particulier des situations comprenant un contrat de placement :

There is no doubt that purchasers in this housing cooperative sought to obtain a decent home at an attractive price. But that type of economic interest characterizes every form of commercial dealing. What distinguishes a security transaction — and what is absent here — is an investment where one parts with his money in the hope of receiving profits from the efforts of others, and not where he purchases a commodity for personal consumption or living quarters for personal use¹²⁹.

126. *Id.*, p. 855.

127. *Ibidem*.

128. *Id.*, p. 856.

129. *Id.*, p. 858.

52. Cette réaction violente de la Cour suprême à la décision de la Cour du deuxième circuit a laissé un sentiment d'insécurité juridique. Certains ont compris *Forman* comme étant un recul par rapport aux décisions antérieures et les premières décisions ultérieures sont dans ce sens.

Dans *1050 Tenants Corporation v. Jakobson*¹³⁰, il s'agissait aussi d'une coopérative d'habitation, mais cette fois le projet était privé, n'était pas subventionné et ne bénéficiait d'aucune garantie gouvernementale. La coopérative, incorporée en vertu des lois de New York, avait pour objet de gérer le 1050, Park Avenue, à Manhattan. Ce projet était identique à celui de *Forman* sous tous les aspects, sauf que les détenteurs de parts avaient la possibilité de les vendre, avec profit, à d'autres personnes qui auraient l'intention d'habiter l'immeuble.

Le même tribunal de première instance qui avait refusé la thèse du contrat de placement dans le cas de *Forman* a distingué ce cas et retenu cette qualification. Sur la notion de profit, le tribunal a estimé que le test de *Howey* était applicable puisque, (a) les membres pouvaient vendre leurs valeurs et réaliser un bénéfice même si leur droit de disposer des parts était limité et inséparable du droit d'habiter, (b) il y avait un avantage fiscal certain du fait que les résidents pouvaient déduire de leur revenu les charges et l'intérêt de l'argent et finalement, (c) le revenu provenant de la location des locaux non vendus servait à alléger proportionnellement les charges des résidents¹³¹. La Cour d'appel¹³² a infirmé ce jugement, essentiellement par référence à *Forman* où elle venait d'essuyer un revers.

La même cour de première instance est revenue à la charge en qualifiant de contrat de placement un plan similaire mais où l'élément profit était encore plus évident. Mais la Cour d'appel est demeurée sur sa position de respect inconditionnel à *Forman*. Dans cette cause, *Grenader v. Spitz*¹³³, la Cour d'appel a dit en l'occurrence :

Appellees' major argument in distinguishing *Forman* is that the lessee in Co-op City whose tenancy is terminated, voluntarily or otherwise, is required to offer his stock to the housing corporation at its initial selling price. Since he is the beneficiary of a public subsidy, the requirement that he make no profit is understandable. In contrast, the tenant of the private cooperative Building here admittedly has the right to dispose of his apartment and his shares to a new and approved lessee-purchaser at whatever price the real estate market then permits. Hence, there is an opportunity to make a profit and it is urged that this is a normal characteristic of a security or, more accurately, an investment contract within the securities acts. Moreover, the court in *Jakobson, supra*, 503 F. 2d at 1378, so held. Again, we hold that the opinion of Mr. Justice Powell in *Forman* is definitive.

130. 503 F. 2d 1375 (2nd Cir., 1974).

131. 363 F. Supp. 1171 (S.D. N.Y., 1973).

132. *Supra*, note 130, p. 1378.

133. 537 F. 2d 612 (2nd Cir., 1975).

As we have already indicated, the transaction here essentially involves the acquisition of a residence. Just as the purchaser of a private one family residence is not unaware that he may eventually sell his property at a profit or loss depending upon the vagaries of the real estate market, so the proprietary lessee of a privately owned cooperative cannot be unconscious of the fact that upon its disposal he will gain or lose depending upon the same market factors¹³⁴.

53. La décision de la Cour suprême dans *Forman* n'a pas été rendue à l'unanimité et la dissidence très éloquentes du juge Brennan porte essentiellement sur les *principes* mêmes de l'approche limitative à la notion de profit que semble préconiser la majorité. À cet effet, le juge dit :

Besides its express rejection of each of the forms of profit found by the Court of Appeals, the Court must surprise knowledgeable economists with its proposition, *ante*, at 13, that profits cannot assume forms other than appreciation of capital or participation in earnings. All of the varieties of profits involved here accrue to the resident-stockholders in the form of money saved rather than money earned. Not only would simple common sense teach that the two are the same, but a more sophisticated economic analysis also compels the conclusion that in a practical world there is no difference between the two forms of income. The investor finds no reason to distinguish, for example, between tax savings and after-tax income. Under a statute having as one of its « central purposes » « to protect investors », *Tcherepnin*, *supra*, 389 U.S., at 336, it is obvious that the Court errs in distinguishing among types of economic inducements which have no bearing on the motives of investors. Construction of the statute in terms of economic reality is more faithful to its « central » purpose « to protect investors »¹³⁵.

Cette approche libérale a été suivie par le tribunal fédéral de première instance du District de Columbia dans *SEC v. American Institute Counselors*¹³⁶ où le promoteur insistait sur l'économie fiscale dont bénéficierait l'investisseur. Sur ce point le tribunal a conclu :

Furthermore, the defendants here have provided further financial incentives to investors to invest in the Securities. Thus, the defendants advise investors that they need not report certain of the Securities on their tax returns as a foreign bank or brokerage « account », that they need not pay the usual tax on foreign annuities, and that no United States authorities will regulate these investments. Decisions of the Supreme Court and several other Courts of Appeals demonstrate that the expectation of « profit » referred to in *Howey* may be met by the existence of any financial incentive to invest. See, *VALIC*, *supra*; *United Benefit*, *supra*; and *SEC v. Glenn W. Turner Enterprises*, 348 F. Supp. 766 (D. Ore. 1972), *aff'd* 474 F. 2d 476 (9th Cir., 1972), *cert. denied*, 414 U.S. 821 (1973)¹³⁷.

134. *Id.*, à 618.

135. *Forman*, p. 863.

136. *Supra*, note 101.

137. *Ibidem*.

Plus récemment encore, la Cour d'appel du septième circuit a aussi adopté l'approche libérale du problème de l'économie fiscale dans l'application du test *Howey* à l'occasion de l'affaire *Daniel*, en insistant sur l'effet positif de l'impôt différé sur le capital investi¹³⁸.

3.3.2. L'appréciation critique de *Forman*

54. Nous pensons que les faits particuliers de *Forman* ont brouillé les cartes. La Cour suprême était certainement justifiée de refuser d'appliquer les notions de contrat de placement dans ce cas extrême. Elle a aussi rappelé, et ceci est entièrement justifié, que l'achat d'une résidence privée ne devait pas être régi par les lois des valeurs mobilières.

Par contre, il nous paraît impossible que la Cour suprême ait voulu écarter du domaine des contrats de placement tous les cas où l'économie fiscale est l'élément déterminant, puisqu'en prenant cette position extrême, elle viendrait à refuser, du même coup, la protection des lois des valeurs mobilières à tous les investisseurs qui succombent aux différents plans d'abri fiscal. Cependant l'opinion demeure équivoque sur ce point.

De plus, il est certainement vrai que la Cour suprême a refusé de considérer que l'économie de loyer provenant d'une législation de nature sociale puisse donner lieu à des opérations de nature spéculative et répondre à la notion de profit du test de *Howey*. Mais, par ailleurs, il ne fait aucun doute que la cour a très clairement admis, en s'appuyant sur *Tche-repnin*, que l'économie de loyer peut constituer un profit lorsqu'elle découle de la location des lieux communs¹³⁹. Dans ce cas, cependant, la cour a estimé que cet élément était négligeable. Ceci nous amène à penser que la position négative prise par la Cour d'appel du second circuit dans *1050 Tenants Corporation et Grenader v. Spitz* au sujet de l'économie de dépense est malheureuse.

55. Nous pourrions résumer les éléments constitutifs du profit selon le test de *Howey* en disant que le profit est un élément essentiel et indispensable du test, qu'il doit être suffisamment important pour justifier la volonté d'investir dans un contrat de placement, qu'il ne doit pas découler d'une simple circonstance économique dépendante des circonstances générales, mais doit plutôt découler d'engagements directement reliés au plan. Il n'est pas nécessaire que le profit soit payable en argent; il suffit qu'il soit appréciable en argent et peut consister en une économie de dépenses. La seule réserve à ce sujet semble être que l'économie escomptée ne doit pas

138. *Daniel*, p. 1237.

139. *Forman*, p. 856.

être un allègement fiscal disponible à tout le monde, indépendamment du contexte d'un plan de placement et ne doit pas résulter d'une exploitation des lois du bien-être social.

3.4. «Provenant uniquement de l'effort de tiers»

56. Cet élément est certainement le plus important du test principal de *Howey*. Il est aussi le plus controversé. Il recoupe tous les autres éléments du test qui ne peuvent être étudiés indépendamment de lui.

57. Il est possible de dire que les tribunaux et la doctrine, sauf quelques exceptions sans importance¹⁴⁰, sont unanimes pour interpréter cet élément libéralement et pour accepter une participation relative de la part de l'investisseur¹⁴¹. Il n'en demeure pas moins que le test libéral a été formulé de différentes façons. Ceci laisse planer une incertitude quant à la nature et au degré de la participation tolérée. Il est possible de dire que le désaccord dans le milieu juridique s'est transposé du plan des principes à celui de l'appréciation des faits. Cette circonstance nouvelle rend l'étude détaillée des circonstances de chaque cause absolument nécessaire.

58. Avant d'aborder le problème fondamental, une remarque mérite d'être faite. Les difficultés que les tenants de la thèse libérale ont eu à se départir de la thèse restrictive sont dues à l'approche peu critique adoptée par les tribunaux et la doctrine vis-à-vis les précédents et notamment ceux de la Cour suprême des États-Unis. Ainsi, lorsque le contrat de placement de fonds, et c'est le cas le plus courant, ne prévoit pas une participation de la part de l'investisseur, il devient peu significatif que les tribunaux utilisent la formule restrictive du test principal de *Howey*. Ceci est notamment vrai pour les sept seules décisions dans lesquelles la Cour suprême des États-Unis a utilisé la formule¹⁴², ainsi que pour un grand nombre de décisions

140. *Mr. Steak v. River City Steak*, 1160 F. 2d 666 (10th Cir., 1972).

141. À titre d'exemple on pourrait citer, à part *Glenn W. Turner et Koscot, Nash & Associates, Inc. v. Lums of Ohio, Inc.*, 484 F. 2d 392 (6th Cir., 1973), *Lino v. City Investing, Co.*, 487 F. 2d 689 (3rd Cir., 1973), *Parvin v. Davis Oil Co.*, 524 F. 2d 112 (9th Cir., 1975), *Hector v. Wiens*, 533 F. 2d 429 (9th Cir., 1976), *Fargo Partners v. Dain Corp.*, 540 F. 2d 912 (8th Cir., 1976), *Bitter v. Hody's International, Inc.*, '73-'74 CCH, Fed. Sec. L. Rep., para. 94,562 (9th Cir., 28 mars 1974); *Miller v. Central Chinchilla Group*, '73-'74 CCH, Fed. Sec. L. Rep., para. 94,465 (8th Cir., 28 mars 1974).

142. *Forman*, 421 U.S. 837 (1975); *Tcherepnin v. Knight*, 383 U.S. 332 (1967); *SEC v. United Benefit Life Insurance*, 387 U.S. 202 (1967); *SEC v. Capital Gains Research Bureau*, 375 U.S. 180 (1963); *SEC v. Variable Annuity Life Insurance*, 359 U.S. 65 (1959); *Howey*, 328 U.S. 293 (1946) et *Joiner*, 320 U.S. 344 (1944).

des autres tribunaux américains¹⁴³. La situation est similaire lorsque la loi¹⁴⁴ ou le contrat¹⁴⁵ prévoit, dans le cas d'une société, que l'investisseur est passif et que le contrôle absolu de l'entreprise est laissé aux associés actifs. À l'inverse, l'utilisation de la formule restrictive n'est pas plus significative dans un contexte où l'hypothèse du contrat de placement est écartée parce que l'investisseur contrôle entièrement seul son placement individuel, sans aucune participation de l'autre partie. Dans ces cas, il n'existe pas d'entreprise commune et la relation entre les contractants est d'une nature différente de celle qui existe dans le cas d'un contrat de placement¹⁴⁶. Dans de telles circonstances, les tribunaux utilisent souvent la formule restrictive et il arrive fréquemment que ces précédents soient cités sans que les distinctions fondamentales soient faites.

59. Le problème de l'appréciation de l'effort réciproque fourni par l'investisseur et le promoteur, quoique relativement récent prend de l'ampleur très rapidement. Le problème est crucial lorsqu'il s'agit d'appliquer les lois des valeurs mobilières aux franchises et aux plans de distribution pyramidale des biens et des services. Nous allons présenter et discuter les décisions les plus significatives dans ce domaine.

3.4.1. *Mr. Steak, Inc. v. River City Steak, Inc.*¹⁴⁷

3.4.1.1. La décision

60. La compagnie Mr. Steak a vendu une franchise de restaurant à River City Steak. Il s'agissait de décider si ce contrat était un contrat de place-

143. Cf. à titre d'exemple pour la Cour d'appel, *Penfield Co. of California v. S.E.C.*, 143 F. 2d 646 (9th Cir., 1944); *Roe v. U.S.A.*, 287 F. 2d 435 (5th Cir., 1961); *Sanders v. John Nuveen & Co.*, 463 F. 2d 1975 (7th Cir., 1972); *S.E.C. v. Glen-Arden Commodities, Inc.*, 493 F. 2d 1027 (2nd Cir., 1974).

144. *Hirsch v. DuPont*, 553 F. 2d 750 (2nd Cir., 1977).

145. *No-Tex Agencies, Inc. v. Jones*, 482 F. 2d 1093 (5th Cir., 1973); *Andrews v. Blue*, 489 F. 2d 367 (10th Cir., 1973).

146. Le cas type est celui décrit dans *Sinva, Inc. v. Merrill Lynch*, 253 F. Supp. 359 (S.D. N.Y., 1966) où il a été notamment dit, à la page 367 :

[T]he purchase of commodities futures involves no reliance upon the efforts of promoters, managers, employees, or any third party. The mere presence of a speculative motive on the part of the purchaser or seller does not evidence the existence of an "investment contract" within the meaning of the securities acts. In a sense anyone who buys or sells a horse or an automobile hopes to realize a profitable "investment". But the expected return is not contingent upon the continuing efforts of another.

147. *Mr. Steak v. River City Steak*, 324 F. Supp. 640 (D.C. Colorado, 1970) confirmé par 1160 F. 2d 666 (10th Cir., 1972). La décision du tribunal de première instance sera citée, *Mr. Steak*, suivie de la page.

ment. La Cour de première instance et la Cour d'appel rejetèrent cette thèse.

Le contrat signé entre les parties prévoyait que le propriétaire de la franchise permettait l'utilisation du nom et du procédé, dispensait les conseils et rendait les services habituels à l'acheteur lequel, pour sa part, devait payer au vendeur \$35,000 et un pourcentage hebdomadaire du chiffre d'affaires. Le contrat contenait aussi toutes les clauses habituelles d'un contrat de franchise.

Partant du test de *Howey*, le tribunal de première instance a voulu vérifier si les profits de l'acheteur découlaient uniquement de l'effort du tiers. Le tribunal a d'abord constaté que le contrat accordait des « extensive supervisory powers »¹⁴⁸ et que le pouvoir de l'acquéreur était « *severely circumscribed* »¹⁴⁹. Cherchant à cerner davantage la réalité économique du contrat, le juge Arraj a analysé les clauses relatives à la direction, à l'administration et à la gestion financière du restaurant.

Le restaurant devait être administré par un directeur appelé *investor-manager* qui devait lui aussi mettre un investissement initial. L'acquéreur devait choisir le directeur et, au cas où il ne le ferait pas, celui-ci était choisi par le vendeur. Dans les faits, le directeur a été engagé et son salaire fixé sans même consulter l'acheteur. Dans le cadre de ses fonctions, le directeur devait se conformer aux directives unilatéralement décidées pour administrer un « *sanitary, efficient and high quality Mr. Steak restaurant* ». D'autre part, le directeur était « *the only person who shall be permitted to actively manage the Mr. Steak restaurant* ». Selon le contrat, le « propriétaire du restaurant » n'avait le droit d'inspecter ses affaires que durant des heures de travail raisonnables. Le renvoi du directeur était aussi prévu dans ces termes :

The ASSOCIATE hereby irrevocably grants to MR. STEAK the power to supervise, instruct and direct the activities, duties and functions of the Investor-Manager and in the event the Investor-Manager does not comply with any directive or recommendation by MR. STEAK, then the ASSOCIATE hereby agrees that MR. STEAK can, at its absolute discretion, remove said Investor-Manager from the active operation of the ASSOCIATE's MR. STEAK restaurant herein and replace him with another individual chosen by MR. STEAK¹⁵⁰.

Le juge a justifié sa décision à l'effet que l'acheteur avait quand même le pouvoir d'administrer son restaurant, par la clause suivante du contrat entre le directeur et Mr. Steak :

148. *Mr. Steak*, p. 642.

149. *Id.*, p. 645.

150. *Id.*, p. 643.

The INVESTOR-MANAGER agrees to continually maintain a general reputation in his business community for honesty, integrity, good credit and conduct a Mr. Steak restaurant in an honest and upright manner and to operate the restaurant according to all standards set up by the ASSOCIATE and MR. STEAK ¹⁵¹.

Les clauses financières dépassaient le cadre du contrôle pour celui de la gestion quotidienne des affaires. Mr. Steak recevait une procuration bancaire sans réserve pour les comptes du restaurant: il recevait directement les bordereaux quotidiens et les relevés périodiques, payait les factures et les salaires et recevait les déclarations d'inventaires.

Le juge en vint à la conclusion suivante:

The practical consequence of these provisions was to afford Mr. Steak an effective control system over the franchisee's receipts and operations. The cost of the franchisee is loss of control over some phases of his financial operations although his business judgment need not be otherwise impaired ¹⁵².

La preuve testimoniale était aussi à l'effet que River Steak n'effectuait aucun contrôle sur les affaires quotidiennes du restaurant qui était administré par Mr. Steak directement, ou par le directeur.

Pour répondre à l'argument de l'acheteur à l'effet qu'il n'avait aucun contrôle sur les affaires du restaurant, le tribunal a précisé:

As we view the problem presented by this motion, who exercised actual control over the restaurant is not determinative. Rather, it is merely a factor to consider. Recently, the Tenth Circuit had occasion to consider this question. In *Continental Marketing Corp. v. S.E.C.*, 387 F. 2d 466 (10th Cir. 1967), the Court stated,

« We do not think the element of ownership or control is essential. The better approach and the one which the Supreme Court in *Howey* noted was being employed by the state courts is to disregard form for substance and place emphasis on economic reality. The more critical factor is the nature of the investor's participation in the enterprise. If it is one of providing capital with the hopes of a favorable return then it begins to take on the appearance of an investment contract notwithstanding the fact that there may be more than one party or other than a principal party and his agent on the other end of the transactions. 387 F. 2d at 470 » ¹⁵³.

De toute façon, pour le tribunal, l'abdication par le propriétaire de son droit de « *play an active if severely circumscribed role* » dans l'administration du restaurant, s'il n'est pas empêché de le faire par les agissements du vendeur ou par sa propre incapacité, ne modifie pas la nature commerciale du contrat de franchise au point d'en faire un contrat d'investissement. Ainsi:

151. *Ibidem*.

152. *Ibidem*.

153. *Id.*, p. 644.

Here, it does not appear that River City Steak was an uninformed investor. It was acquainted with the nature of the business it undertook. Even though a « turn-key » operation was sold, it remained the sale of a business which the defendant could control and included the normal risks incident to operation of any enterprise. See *Chapman v. Rudd Paint & Varnish Co.*, 409 F. 2d 635 (9th Cir. 1969), where a similar « turn-key » distributorship was held not to involve the sale of securities. River City Steak's financial participation was unlimited, and it remained liable for continuing operational expenses.

We contrast the usual investor-promoter situation, where the skill or ingenuity of the investor does not determine the success or failure of the venture and where the investor's fortunes parallel those of the promoter, to the present situation where River City's Steak enterprise stands or falls independently of Mr. Steak's success or failure¹⁵⁴.

La Cour d'appel a confirmé la décision du tribunal de première instance puisque le test de *Howey* ne pouvait pas s'appliquer¹⁵⁵.

3.4.1.2. L'appréciation critique de la décision

61. À notre avis, cette décision est discutable. En étudiant le dossier, le juge Arraj a pu relever toutes les clauses limitant, en droit, le pouvoir du propriétaire. Certaines de ces clauses se retrouvent dans les contrats d'adhésion des franchises et peuvent, à la limite, être condamnables à d'autres titres. Cependant, les clauses de gestion financière étaient nettement limitatives du droit du propriétaire, tandis que les clauses relatives à l'administration lui laissaient, dans les meilleures circonstances, un droit de regard sur certains aspects d'importance marginale. La limite imposée à l'inspection des lieux par le propriétaire était nettement indicative de l'intention du vendeur de la franchise. Le juge n'a pas saisi que les clauses relatives à la terminaison du contrat, et les pouvoirs exercés directement ou par l'intermédiaire du directeur, révocable par lui et effectivement nommé par lui, qui dépendait en droit et dans les faits du vendeur, faisaient que le peu de contrôle que le propriétaire avait en droit ne pouvait pas être exercé en fait, et que l'abdication du propriétaire était obligatoire et découlait de tout le contrat. Le juge a mal apprécié la portée économique des clauses qu'il a étudiées et a omis candidement de relever que l'apparence d'une possibilité de contrôle marginal par le propriétaire du restaurant était précisément voulue par le contrat d'adhésion préparé en vue d'éviter l'application de la loi. À cet effet, le juge s'est fait prendre au jeu évité par le juge Hitcheson du cinquième circuit, dissident dans l'affaire *Joiner* en appel¹⁵⁶.

154. *Id.*, p. 645.

155. 1160 F. 2d 666.

156. 133F 2d 241, 246, cf. *supra*, par. 28.

Le juge a aussi commis une erreur de droit dans sa référence à la décision de la Cour d'appel fédérale du dixième circuit dans *Continental Marketing*. S'il avait raison d'insister sur l'idée avancée par ce jugement à l'effet que « The more critical factor is the nature of the investor's participation in the enterprise. If it is one of providing capital with the hopes of a favorable return then it begins to take on the appearance of an investment contract [...] »¹⁵⁷, il a mal appliqué la référence concernant l'élément du contrôle. Lorsque la Cour d'appel a dit : « We do not think the element of ownership or control is essential »¹⁵⁸, elle ne référerait pas à une situation identique à celle qui nous intéresse où il s'agit de savoir si l'investisseur contrôle son investissement, mais répondait à la situation où l'investissement était contrôlé par un tiers non contrôlé par le vendeur. D'ailleurs le reste de la phrase était clair à cet effet.

62. Cette décision est l'une des premières dans le domaine des franchises. Elle a certainement eu le mérite de montrer toute la complexité de la question et d'aborder de front le problème de la qualité de l'effort respectif du promoteur et de l'investisseur. Par contre cette décision n'est pas arrivée, dans les faits, à protéger l'investisseur *effectivement* à la merci du promoteur. Nous pensons qu'elle n'a pas suffisamment tenu compte de la règle de la réalité économique au moins au niveau de l'application pratique de cette règle.

3.4.2. *Glenn W. Turner Enterprises*¹⁵⁹ et *Koscot Interplanetary*¹⁶⁰

63. Ces deux décisions s'apparentent à *Mr. Steak*, dans ce sens qu'elles ont abandonné l'élément exclusif du test et insisté sur la qualité de l'effort fourni par les intéressés. Cependant, contrairement à *Mr. Steak*, ici il a été décidé que le contrat était un contrat de placement de fonds. Il est vrai que les faits de la cause rendaient l'application du test plus facile.

3.4.2.1. Les décisions

64. Glenn Turner et sa filiale, Dare to be Rich, vendaient des cours de motivation pour les affaires. Les acheteurs de ces cours devenaient des recruteurs de nouveaux acheteurs et percevaient une prime sur les nouvelles adhésions. La SEC a soutenu que les compagnies vendaient des contrats de placement. La Cour de district lui a donné raison et cette décision a été confirmée par la Cour d'appel.

157. 387 F. 2d 466, 470.

158. *Ibidem*.

159. *Supra*, note 89.

160. *Supra*, note 106.

Les compagnies offraient à l'acheteur potentiel quatre paliers différents de perfectionnement. L'accès au palier supérieur était subordonné à l'acquisition du matériel relatif aux paliers précédents. L'intéressé pouvait aussi acheter une cinquième formule appelée le plan de mille dollars.

Les paliers s'appelaient *Adventure 1, 2, 3* ou *4* selon le cas. L'acheteur recevait des documents pédagogiques et pouvait assister à des séances de formation. Seuls les acheteurs des cours 3 et 4 et du plan de mille dollars pouvaient continuer à titre de recruteurs dans l'organisation pyramidale de la vente.

L'acquéreur du cours 3 était appelé « stagiaire de vente indépendant » et recevait \$100, \$200 ou \$300 selon le cas, chaque fois qu'il favorisait le recrutement d'un acheteur de l'un des cours des trois premiers paliers. L'acquéreur du cours 4 pouvait s'attendre à une rétribution supplémentaire s'il arrivait à vendre un cours de son palier. Le participant du plan de \$1 000 avait un système de commission analogue.

Les documents pédagogiques et les séances d'initiation avaient pour objectif principal la formation de vendeurs de cours et non une formation générale.

L'acquéreur d'un cours ou du plan qui voulait gagner une commission devait se plier à un scénario très minutieusement monté de vente sous pression. Il devait investir dans des dépenses qui lui donnaient des apparences de grande richesse, assister avec ses recrues à des séances de vente où son rôle était minutieusement préparé par la compagnie, où il devait répéter des phrases toutes faites à des moments précis et où, finalement, il était simple comparse dans une pièce entièrement jouée par des spécialistes de la vente sous pression. Tout le système était fondé sur des affirmations mensongères et omettait d'informer les acheteurs que la capacité d'absorption du marché était très limitée; à partir d'un certain degré, celui-ci était saturé et les acquéreurs du plan n'avaient pratiquement plus aucune chance de pouvoir vendre des plans supplémentaires.

65. La Cour de district a décidé que les plans 3 et 4 ainsi que le plan de \$1 000 étaient des plans de placement¹⁶¹. La Cour d'appel a adopté complètement ce raisonnement et a présenté l'interprétation suivante de l'élément *solely* du test de *Howey*:

Strict interpretation of the requirement that profits to be earned must come « solely » from the efforts of others has been subject to criticism. See, e.g., *State of Hawaii v. Hawaii Market Center*, Haw. 1971, 485 P. 2d 105. Adherence to such an interpretation could result in a mechanical, unduly restrictive view of what is and what is not an investment contract. It would be easy to evade by adding a

161. 348 F. Supp. 766.

requirement that the buyer contribute a modicum of effort. Thus the fact that the investors here were required to exert some efforts if a return were to be achieved should not automatically preclude a finding that the Plan or Adventure is an investment contract. To do so 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 this case, Dare's source of income is from selling the Adventures and the Plan. The purchaser is sold the idea that he will get a fixed part of the proceeds of the sales. In essence, to get that share, he invests three things: his money, his efforts to find prospects and bring them to the meetings, and whatever it costs him to create an illusion of his own affluence. He invests them in Dare's get-rich-quick scheme. What he buys is a share in the proceeds of the selling efforts of Dare. Those efforts are the *sine qua non* of the scheme; those efforts are what keeps it going; those efforts are what produces the money which is to make him rich. In essence, it is the right to share in the proceeds of those efforts that he buys. In our view, the scheme is no less an investment contract merely because he contributes some effort as well as money to get into it¹⁶².

66. *SEC v. Koscot Interplanetary*, était une affaire où la compagnie établissait une chaîne pyramidale pour la distribution de ses produits. La compagnie Koscot était, comme Dare to be Great, une filiale de Glenn W. Turner et vendait des produits cosmétiques.

Le plan était simple. Au bas de la pyramide, on trouvait le détaillant appelé *Beauty Adviser*, qui obtenait les produits à vendre d'un *Supervisor* ou d'un *Retail Manager* avec une remise de 45%. Ce dernier recevait le produit d'un *Distributor*, qui était le grossiste, avec une remise de 55% du prix. Il pouvait vendre au détaillant ou directement au public. Finalement, la compagnie fournissait le produit au *Distributor* avec une remise de 65%. Ce produit pouvait être aussi vendu directement ou par l'entremise des autres intermédiaires.

Ce plan commercial n'était cependant pas complet. En effet, le *Retail Manager* devait payer \$1 000 pour être admis à ce niveau de la distribution, par contre il pouvait gagner \$600 de commission chaque fois qu'il recrutait un nouveau collègue. Le titre de *Supervisor* exigeait \$5 000 d'investissement mais permettait de gagner \$600 ou \$3 000 si on recrutait un *Retail Manager* ou un autre *Supervisor*.

Les vendeurs potentiels recrutés par les personnes déjà en place n'étaient pas entièrement pris en charge par celles-ci. Le rôle de recruteur se limitait trop souvent à repérer une personne et à l'attirer à des séances d'information sans même lui dévoiler le champ d'activité dont il s'agissait.

162. Glenn Turner, p. 482.

Le recruteur devait suivre à la lettre des instructions très détaillées concernant son rôle avant et pendant la séance d'information. La vente du plan était de la compétence des spécialistes de la compagnie responsables de la vente sous pression. L'agent assurait la claqué.

Les tribunaux ont trouvé que ce qui motivait les gens à collaborer à devenir *Retail Manager* ou *Distributor* était bien plus la possibilité de gagner en recrutant de nouveaux collègues que l'opportunité d'obtenir les produits à un meilleur prix. Nulle part, dans les décisions, il n'est fait cas de l'utilisation que la compagnie faisait de l'argent qu'elle ramassait de ses vendeurs-recruteurs.

67. La SEC essayait évidemment d'établir que le plan de recrutement des vendeurs par Koscot était une vente de contrat de placement tandis que la compagnie tentait de prouver qu'il s'agissait d'un simple plan de distribution efficace de produits cosmétiques. Le tribunal de district a donné raison à la compagnie¹⁶³. Cette décision a été renversée par la Cour d'appel du cinquième circuit qui a conclu à l'existence d'un contrat d'investissement.

La Cour d'appel a rappelé le sens qu'il fallait donner au terme *solely* du test de *Howey* dans les termes suivants :

In view of these developments and our analysis of the import of the language in and the derivation of the *Howey* test, we hold that the proper standard in determining whether a scheme constitutes an investment contract is that explicated by the Ninth Circuit in *SEC v. Glen W. Turner Enterprises, Inc.*, *supra*. In that case, the court announced that the critical inquiry is « 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 ». *Id.* at 482¹⁶⁴.

La Cour d'appel a cependant senti le besoin de fixer des garde-fous contre l'utilisation abusive de cette nouvelle formulation du test qui, mal interprétée, risquerait de faire basculer la plupart des contrats dans le domaine des valeurs mobilières :

We confine our holding to those schemes in which *promoters retain immediate control over the essential managerial conduct of an enterprise* and where the investor's realization of profits is inextricably tied to the success of the promotional scheme. Thus, we acknowledge that a conventional franchise arrangement wherein the promoter exercises merely remote control over an enterprise and the investor operates largely unfettered by promoter mandates presents a different question than the one posed herein¹⁶⁵.

163. 365 F. Supp. 588.

164. *Koscot*, p. 483.

165. *Id.*, p. 485.

68. Les deux cours d'appel sont d'accord pour dire que l'effort exigé du promoteur dans *Howey* doit être un effort pertinent à la poursuite de l'objectif de profit. Elles tolèrent également une légère participation pertinente de la part de l'investisseur. Poussant plus loin le raffinement du test, les deux décisions essayent aussi de définir l'effort pertinent pour la qualification de l'acte juridique. Mais leur accord semble s'arrêter ici. Dans *Glenn W. Turner*, la distinction réside dans la recherche factuelle « *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* »¹⁶⁶ tandis que dans *Koscot*, il faut chercher si les promoteurs « *retain immediate control over the essential managerial conduct of an enterprise* »¹⁶⁷ et ceci par opposition au *remote control* qui, seul, ne suffirait pas pour la qualification d'un contrat de placement. Il nous paraît, de la comparaison de ces deux formules, que celle de *Koscot* accepterait la *délégation* du pouvoir d'administrer aux investisseurs et que ceci n'affecterait pas pour autant la qualification de l'acte. Cette interprétation de la formule n'a pas encore été testée devant les tribunaux. Même si juridiquement la délégation de pouvoirs ne modifie en rien la réalité de la relation entre les parties au contrat, il est certain qu'elle complique la recherche de la réalité des relations économiques voulues entre les parties.

3.4.2.2. L'application jurisprudentielle des deux décisions

69. *Glenn Turner* et *Koscot* ne sont malheureusement pas des cas limites qui permettent de tracer une frontière claire entre ce qui serait et ce qui ne serait pas un contrat de placement. Il est incontestable que dans les deux cas, l'agent recruteur avait un rôle très marginal. Par ailleurs, le souci de rechercher la réalité du plan plutôt que l'apparence laisse une grande part à l'appréciation des faits par les tribunaux et refuse la systématisation. Cependant il est possible de placer ici quelques nouvelles bornes de signalisation.

70. D'abord, certains tribunaux ont compris *Glenn Turner* de manière tellement restrictive qu'ils semblent finalement énoncer un test nouveau qui peut, à la limite, être encore plus restrictif que le test initial de *Howey*. Ceci nous paraît être un contresens. À titre d'exemple, on peut citer *Lino v. City Investing Co.*¹⁶⁸ où la cour, après avoir passé en revue toutes les thèses libérales possibles a conclu :

166. *Glenn Turner*, p. 482.

167. *Koscot*, p. 485.

168. 487 F. 2d 689 (3rd Cir., 1973).

We find these authorities persuasive. The reasoning of the Supreme Court, the Ninth Circuit, the SEC and the Supreme Court of Hawaii leads us to hold that an investment contract can exist where the investor is required to perform some duties, as long as they are nominal or limited and would have « little direct effect upon receipt by the participant of the benefits promised by the promoters »¹⁶⁹.

71. Dans ce cas particulier, la cour avait raison de conclure que le contrat qu'elle envisageait n'était pas un contrat de placement, mais l'interprétation restrictive qu'elle donna du test libéral a été reprise et respectée dans *A.B.A. Auto Lease Corp. v. Adam Industries, Inc.*¹⁷⁰, où l'acquéreur d'une franchise de location d'automobiles devait trouver des clients mais n'avait aucun contrôle sur aucun aspect de son activité. Le tribunal a écarté la thèse du contrat de placement tout en concluant :

Admittedly this is a close case and it appears defendants have attempted to retain the maximum control without having the license agreement deemed an investment contract¹⁷¹.

72. Par ailleurs, lorsqu'il apparaît que l'entreprise de l'acheteur de la franchise est viable en soi, indépendamment des services rendus, et que celui-ci ne garde que le contrôle raisonnable pour protéger la qualité, l'uniformité et l'image de la franchise, les tribunaux concluent au contrat de franchise plutôt qu'au contrat de placement¹⁷². Mais, précisément, le problème majeur consiste à savoir quelles sont les clauses qui font raisonnablement partie d'un contrat de franchise. Nous sommes donc dans un cercle vicieux.

73. Certains tribunaux tolèrent une plus grande participation de la part de l'investisseur dans un plan de placement. Ainsi, dans *Miller v. Central Chinchilla Group, Inc.*¹⁷³, les défendeurs offraient des chinchillas en vente. L'acquéreur devait s'en occuper et les faire reproduire. Le vendeur s'engageait à acheter à \$100 chaque nouveau-né ainsi produit. La Cour d'appel a décidé qu'il s'agissait de la vente d'un contrat de placement puisque quels que soient les efforts fournis par les investisseurs, ces derniers ne pouvaient s'attendre à aucun profit si le vendeur ne parvenait pas à trouver de nouveaux participants au plan. Voici le raisonnement de la cour à cet effet :

Viewed in this context, it becomes apparent that the plaintiffs' efforts in raising the chinchillas are really of no more significance to the venture's ultimate success than were the efforts of the investors in Turner. There, the investor to profit had

169. *Id.*, p. 692, le souligné est ajouté.

170. 387 F. Supp. 531 (F.D. Pennsylvania, 1975).

171. *Id.*, p. 533.

172. *Bitter v. Hody's International, Inc.*, *supra*, note 141 ; *Parvin v. Davis Oil Co.*, 524 F. 2d 112 (9th Cir., 1975) ; *Hector v. Wiens*, 533 F. 2d 429 (9th Cir., 1976).

173. *Supra*, note 141.

to contribute three things: « his money, his effort to find prospects and bring them to the meetings, and whatever it costs him to create an illusion of his own affluence. » *Securities & Exchange Com'n v. Glenn W. Turner Ent., Inc.*, *supra* at 482. Here, the investor had to contribute two things: his money and his efforts in raising the chinchillas. The later contribution is alleged to have been represented as being minimal. In both cases, the investor's profit was dependent upon the defendants' efforts to persuade additional persons to invest in the enterprise.

The effort to persuade others to invest was held to be the « undeniably significant » one in *Turner*, and we are convinced on the record before us that it was the significant one here ¹⁷⁴.

74. Lorsque l'investisseur a la possibilité légale de contrôler son placement au point de ne plus répondre aux exigences du contrat de placement et qu'il choisit de ne pas exercer ce contrôle, cette abdication de son droit ne modifie en rien la nature juridique de son contrat ¹⁷⁵. Un investisseur ne peut pas modifier unilatéralement la nature des engagements bilatéraux. Par ailleurs, ce refus d'exercer le contrôle peut être interprété comme un moyen d'exercer passivement ses droits ¹⁷⁶.

75. Les associés ayant un statut légal les autorisant à participer à l'administration de la société, comme les gérants d'une société en commandite, ne peuvent pas revendiquer le statut d'investisseur passif pour le simple fait qu'ils ont opté de déléguer leur pouvoir d'administrer à un groupe restreint ¹⁷⁷. Ces associés ne peuvent pas non plus prétendre être traités comme des investisseurs passifs à cause de leur statut minoritaire qui leur interdit, en pratique, d'exercer un contrôle quelconque sur les affaires de la société ¹⁷⁸.

76. Finalement, rappelons que *Mr. Steak* n'a pas retenu l'impossibilité pratique d'exercer le contrôle comme élément de qualification lorsque l'investisseur avait théoriquement ce droit ¹⁷⁹.

77. Nous pensons que la position du droit américain a été particulièrement bien posée par une décision récente de la Cour d'appel fédérale dans *Bell v. Health-Mor, Inc.* ¹⁸⁰.

Il s'agissait de qualifier un contrat où l'acheteur d'un aspirateur pouvait gagner \$10 chaque fois qu'il référerait un nouvel acheteur au vendeur.

174. *Id.*, para. 95639.

175. *Mr. Steak*, p. 643.

176. J.A. TEW and D. FREEDMAN, *supra*, note 86, p. 420.

177. *N.Y.S.E. v. Sloan*, '74-'75 CCH, Fed. Sec. L. Rep., para. 95,083.

178. *Hirsch v. DuPont*, 396 F. Supp. 1214 (S.D. N.Y., 1975).

179. 324 F. Supp. 640, 643.

180. 549 F. 2d 342 (5th Cir., 1977).

Le dossier à la disposition de la Cour d'appel ne contenait pas suffisamment de détails pour permettre une conclusion, mais la cour a posé le problème de la qualification de l'effort de l'acheteur dans les termes suivants :

The appellees raise one significant legal distinction between the case at bar and *Koscot*. They claim that the alleged profit, i.e., the \$10 referral fee, was not dependent upon the consummation of a sale. This fact can go to two elements of the Howey test. It could nullify the common enterprise element, or the significant efforts element, in the sense that it is possible that the production of income was dependent upon the efforts of the vendees. In this regard the contract inquiries are what were the significant efforts in producing the \$10 fee and who made the efforts. The payment of the \$10 fee was dependant upon a qualified customer's submitting to a sales demonstration. Thus, the significant effort in earning the fee was prompting the potential vendee to witness a demonstration, or, in other words selling the sales demonstration and making the necessary appointment. If these efforts were made by defendants, then, under *Koscot* the arrangement would be a security. If the efforts were made by plaintiffs, then there would be no security involved and the action would be subject to dismissal¹⁸¹.

3.5. L'appréciation critique du test principal de *Howey*

78. Le test de *Howey* a été très critiqué ces dernières années. Les uns ont été jusqu'à dire que la décision était malheureuse¹⁸². Les autres, plus cléments, ont estimé que le test élaboré dans cette décision était devenu une camisole de force¹⁸³ et ne répondait plus aux exigences de sécurité juridique ou aux besoins actuels¹⁸⁴. Ce sentiment d'insatisfaction généralisé a fait penser que *Glenn Turner* énonçait un test de remplacement¹⁸⁵ même si la cour qui a rendu la décision s'était elle-même défendue contre de telles intentions¹⁸⁶. Nous respectons ces différentes opinions mais nous ne partageons aucune d'elles.

181. *Id.*, p. 346.

182. J.C. LONG, *supra*, note 91, p. 139.

183. B. GOODWIN, *supra*, note 10, p. 704.

184. J.C. LONG, *supra*, note 91, p. 177.

185. J.T. HANNAN and W.E. THOMAS, *supra*, note 86, p. 235.

186. *Glenn Turner*, pp. 482 et 483 :

Let us assume that in *Howey*, *supra*, the sales and service agreements had provided that the buyer was to buy and plant the citrus trees. Unless he did so, there would be no crop to cultivate, harvest and sell, no moneys in which he could share. The essential nature of the scheme, however, would be the same. He would still be buying, in exchange for money, trees and planting, a share in what he hoped would be the company's success in cultivating the trees and harvesting and marketing the crop. We cannot believe that the Court would not have held such a scheme to be an investment contract. So here. Regardless of the fact that the purchaser here must contribute something besides his money, the essential managerial efforts which affect the failure or success of the enterprise are those of Dare, not his own.

79. La Cour suprême a énoncé un principe articulé, logique et de valeur permanente, mais ce test a été généralement mal appliqué ultérieurement par des tribunaux qui se sont trop attachés à des idées fragmentaires pour être en mesure d'apprécier l'ensemble de l'opinion¹⁸⁷.

Les tribunaux ont retenu la formulation la plus restrictive du test principal qui définissait le contrat de placement comme étant celui où « [...] a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party »¹⁸⁸.

Ce test lu avec l'ensemble de l'opinion du juge Murphy semble être une simple application circonstancielle d'un test plus général. Certains diront même un simple *dictum*¹⁸⁹.

Le juge Murphy a énoncé le même test principal à plusieurs reprises dans son opinion. Il a rapporté et approuvé les tests élaborés par d'autres tribunaux et en l'occurrence, il a écrit :

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 »¹⁹⁰.

Mais l'expression la plus frappante de la formulation plus libérale du test principal énoncé dans cette décision est le paragraphe suivant :

Such tracts gain utility as citrus groves only when cultivated and developed as component parts of a larger area. A common enterprise managed by respondents or third parties with adequate personnel and equipment is therefore essential if the investors are to achieve their paramount aim of a return on their investments. Their respective shares in this enterprise are evidenced by land sales contracts and warranty deeds, which serve as a convenient method of determining the investor's allocable shares of the profits. The resulting transfer of rights in land is purely incidental.

Thus all the elements of a profit-seeking business venture are present here. The investors provide the capital and share in the earnings and profits; the promoters manage, control and operate the enterprise¹⁹¹.

Our holding in this case represents no major attempt to redefine the essential nature of a security. Nor does our holding represent any real departure from the Supreme Court's definition of an investment contract as set out in *Howey*. We hold only that the requirement that profits come "solely" from the efforts of others would, in circumstances such as these, lead to unrealistic results if applied dogmatically, and that a more flexible approach is appropriate.

187. J.T. HANNAN and W.E. THOMAS, *supra*, note 86, p. 225.

188. *Howey*, pp. 298-299.

189. H. BROWN, *supra*, note 10, p. 559.

190. *Howey*, p. 298.

191. *Id.*, p. 300.

Le dernier paragraphe de cet extrait rappelle le test dégagé par *Glenn Turner* et laisse de la place à une certaine participation de la part de l'investisseur. Mais sur ce dernier point, un éclairage supplémentaire nous est apporté par l'étude des précédents sur lesquels est fondée l'opinion de la Cour suprême.

80. Pour rendre sa décision, la cour s'était référée, entre autres, à *Stevens v. Liberty Packing Corp.*¹⁹². Les faits de cette cause étaient en tout point identiques à *Miller v. Central Chinchilla*¹⁹³. La décision était à l'effet qu'il s'agissait d'un contrat de placement étant donné que l'investisseur ne pouvait espérer réaliser un profit que si le promoteur parvenait à trouver de nouveaux adhérents. La Cour suprême a accepté ce raisonnement et l'a adopté. La participation de l'acheteur peut être considérée comme un apport en services, mais elle peut aussi satisfaire le dernier élément du test si elle est considérée comme un effort pertinent à la production du profit escompté. Toutefois, dans cet exemple, l'entreprise demeure entièrement sous le contrôle du promoteur.

81. Pour rendre sa décision, la Cour suprême s'est également appuyée sur *State v. Gopher Tire and Rubber*¹⁹⁴. Or dans ce cas, nous l'avons vu, il a été décidé qu'il s'agissait d'un contrat de placement, même si l'investisseur agissait comme agent de publicité pour la compagnie où il avait acheté une part de qualification. Cet effort de la part de l'investisseur paraît aussi être considéré comme un investissement supplémentaire payé en services. Ceci est vrai, mais comme la compagnie comptait uniquement sur ses agents pour promouvoir la vente de ses produits, il est indéniable que l'effort de ces derniers était pertinent à la finalité de l'entreprise et générateur de profits. Il est facile d'imaginer que le chiffre d'affaires de la compagnie et, par conséquent, le profit de l'entreprise et des agents de publicité était tributaire à un certain degré de l'effort de ces agents. Nous pensons qu'ici il s'agit d'un précédent où l'investisseur détenait une partie minime de l'effort directement responsable du profit, sans pour autant influencer le rapport des forces au point de modifier le contrat. Il est intéressant de noter que sur ce point précis, *Glenn Turner* et *Koscot* nous semblent indiquer un recul par rapport au potentiel de *Howey*.

82. La Cour suprême a de nouveau formulé le test principal dans *Forman* où le plan envisagé n'exigeait aucun effort de la part de l'investisseur. La cour a cependant ajouté :

192. 161 A. 193 (1932).

193. *Supra*, note 141.

194. 177 N.W. 937 (1920), *supra*, para. 36.

This test, in short hand form, embodies the essential attributes that run through all of the Court's decisions defining a security. The touchstone is the presence of an investment in a common venture premised on a reasonable expectation of profits to be derived from the entrepreneurial or managerial efforts of others¹⁹⁵.

83. Après cette revue globale des quatre éléments du test principal de *Howey*, nous pensons être justifiés de dire que ce test admet une application particulièrement large dont la seule limite est marquée par le bon sens. Ainsi, l'investissement peut être en biens ou en services et, par analogie, le profit escompté peut également consister dans l'espoir d'obtenir un bien, un service ou un intérêt quelconque, à condition toutefois qu'il puisse être appréciable en argent¹⁹⁶. L'entreprise commune consiste en une simple dépendance de l'effort d'*entrepreneurship* du promoteur mais n'exclut pas une participation relativement importante de la part de l'investisseur, même si cette participation influence la réussite complète du plan.

84. Nous pensons que cette position libérale est conforme à la tradition de la Cour suprême des États-Unis. Il est éloquent de rappeler que toutes les fois où elle a eu à se prononcer sur la question, la Cour suprême a opté pour la thèse du contrat de placement, et qu'elle l'a toujours fait malgré la décision toujours inverse de la Cour de première instance et de la Cour d'appel. Une seule exception, dans ce tableau, la décision *Forman*. Nous ne pensons pas qu'il s'agisse d'un recul par rapport aux décisions antérieures mais bien plus d'une décision circonstanciée.

4. La théorie du risque

85. La théorie du risque est la deuxième théorie qui sert à définir le contrat de placement. Certains la voient comme une théorie de remplacement pour le test trop rigide de *Howey*¹⁹⁷. Nous préférons plutôt dire que cette théorie, telle qu'appliquée par le droit des États américains, est une théorie complémentaire du test de *Howey*. Mais nous pensons aussi qu'elle est inutile et fait double emploi avec le test principal de *Howey* interprété libéralement. Tous les cas qu'elle entend régler sont d'ailleurs entièrement couverts par le test principal.

4.1. Le droit des États américains

86. La théorie du risque, telle que développée par le droit des États américains est relativement récente. Sa première formulation date de 1961.

195. *Forman*, p. 852.

196. *Supra*, para. 55.

197. Voir J.R. COFFEY, *supra*, note 92.

Comme elle a été envisagée en tant que réaction contre la rigidité de *Howey*, il est normal que toutes les décisions rendues dans cet esprit aient adopté la formulation la plus libérale de ce même test. Nous envisagerons, tour à tour, les trois étapes marquantes de cette thèse.

4.1.1. *Silver Hills v. Sobieski*¹⁹⁸

87. Les faits sont simples. Des personnes entreprirent de promouvoir et de construire un club sportif et social. À cette fin, elles recrutèrent des membres disposés à acheter des parts et à payer un abonnement annuel. Les fonds devaient servir à la construction et à l'amélioration du club et les parts permettaient aux membres d'utiliser les installations, mais ne leur donnaient aucun droit dans les profits ou les actifs de l'entreprise. Le membre pouvait se départir de ses parts, mais uniquement avec le consentement du conseil d'administration.

Le directeur des corporations prétendait, entre autres, que ces parts étaient des valeurs mobilières parce qu'elles présentaient le risque même que la loi des valeurs mobilières de la Californie entend enrayer. Par contre, les promoteurs prétendaient que le membre n'investissait pas de l'argent, mais achetait le droit d'utiliser les aménagements du club.

La cour a retenu l'argument de la nature risquée du placement dans les termes suivants :

We have here nothing, like the ordinary sale of a right to use *existing* facilities. Petitioners are soliciting the risk capital with which to develop a business for profit. The purchaser's risk is not lessened merely because the interest he purchases is labelled a membership. Only because he risks his capital along with other purchasers can there be any chance that the benefits of club membership will materialize.

It bears nothing that the act extends even to transactions where capital is placed without expectation of any material benefits. Thus from its exemption of securities of certain nonprofit companies the act specifically excepts « notes, bonds, debentures, or other evidence of indebtedness, whether interest-bearing or not ». *Since the act does not make profit to the supplier of capital the test of what is a security, it seems all the more clear that its objective is to afford those who risk their capital at least a fair chance of realizing their objectives in legitimate ventures whether or not they expect a return on their capital in one form or another.* Hence the act is as clearly applicable to the sale of promotional memberships in the present case as it would be had the purchasers expected their return in some such familiar form as dividends. Properly so, for otherwise it could too easily be vitiated by inventive substitutes for conventional means of raising risk capital¹⁹⁹.

198. 361 P. 2d 906 (S.C. California, 1961).

199. *Id.*, pp. 908-909.

88. Dans cette décision devenue la pierre angulaire de toute la théorie du risque, la cour limite l'application de la théorie aux cas où le projet n'existe pas encore. On pourrait se demander à quel moment précis un projet cesse d'appartenir à cette catégorie : au moment de la construction des locaux ou de l'installation de la machinerie, s'il y a lieu, au début du fonctionnement ou au début de la rentabilité ? Le choix le plus judicieux serait celui du moment où la réalisation a atteint un degré où le capital ne risque plus d'être sérieusement compromis. Cette date dépend de la nature du projet.

Pour *Sobieski*, le risque qui guette le capital doit être directement rattaché à l'entreprise naissante et non à l'activité nouvelle d'une entreprise bien établie ou à un secteur de pointe dont les preuves de rentabilité ne sont pas encore faites. Finalement, cette théorie veut couvrir les cas où aucun profit matériel n'est envisagé et qui, de ce fait, ne seraient pas couverts par *Howey*²⁰⁰. Nous ne pensons pas que cet élément en soi justifie la théorie puisqu'il nous semble clair que *Howey*, appliqué libéralement, se contenterait d'un avantage quelconque appréciable en argent²⁰¹. Nous ne croyons pas que, telle qu'exprimée, cette théorie apporte du neuf par rapport à *Joiner* et à *Howey* relativement à la théorie du risque, et nous ne partageons pas l'idée de ceux qui pensent que *Sobieski* est une approche nouvelle qui apporte des solutions à des cas laissés pour compte par *Howey*²⁰².

4.1.2. L'opinion du Procureur-général de la Californie relativement aux contrats de franchise²⁰³

89. Faisant suite à *Sobieski*, le Procureur-général de la Californie a émis une opinion où il disséqua les relations économiques nées des contrats de franchise. Il a étudié trois types différents de contrats.

90. Dans le premier type, l'investisseur ne participe que très marginalement à l'entreprise contre une participation aux profits. Ici, malgré l'apparence du contrat de franchise, l'investisseur achète en fait une valeur mobilière. Dans ce type de contrat, le promoteur peut même donner à l'investisseur le choix entre diriger sa propre entreprise ou se contenter de placer ses fonds et de recueillir des revenus. Il est même possible que cette deuxième option soit prévue dans un contrat séparé. Dans ces deux cas, le Procureur-général a estimé que tout le contrat était un contrat de placement puisque le promoteur offre un plan dont l'une des options est un contrat de placement.

200. J.T. HANNAN and W.E. THOMAS, *supra*, note 86, p. 233.

201. Cf. *supra*, par. 83.

202. Voir, J.C. LONG, *supra*, note 91 et *infra*, par. 113 et ss.

203. 49 Ops. Cal. Atty Gen. 124 (1967).

91. Le deuxième type de contrat envisagé par l'opinion est celui où l'acheteur de la franchise participe activement à son entreprise et où le promoteur consent à lui fournir certains services et certains biens. Dans ce cas, il s'agit d'une simple vente de franchise. Même si l'acheteur s'attend à tirer des profits de l'entreprise achetée, ce profit proviendra principalement de son effort personnel.

92. Finalement, le troisième type de contrat étudié est celui où l'acheteur de la franchise participe très activement à l'entreprise et le vendeur consent à lui fournir certains services et certains biens, mais où le vendeur entend financer les fournitures promises de manière substantielle avec les fonds de l'acheteur.

À la différence du deuxième cas, ici, l'acheteur fournira au vendeur le capital dont il a besoin. Pour résoudre le problème de la participation active de l'investisseur dans l'entreprise, le Procureur-général a développé la « thèse des deux entreprises ». Selon lui, l'essence même du contrat de franchise est que l'investisseur devienne le propriétaire de sa propre entreprise tout en profitant de l'aide et des conseils du promoteur. Donc, il est normal qu'il soit son propre patron et ceci ne comprend aucun des éléments du contrat de placement. Par contre, il n'est pas de la nature du contrat de franchise que l'acheteur finance l'entreprise de manière différente et indépendante du promoteur. C'est cette participation au financement de l'entreprise du promoteur qui rend le contrat un contrat de placement de fonds selon la thèse de *Sobieski*, si toutefois cette entreprise est sous-capitalisée et compte sur l'investissement pour entreprendre ses activités.

93. En faveur de la thèse des deux entreprises, on peut dire qu'elle protège l'investisseur comme s'il achetait une valeur traditionnelle dans une compagnie et interdit aux promoteurs peu scrupuleux d'éviter les lois des valeurs mobilières en choisissant un mode de financement techniquement différent de la vente d'une valeur traditionnelle mais qui vise les mêmes fins²⁰⁴.

La thèse des deux entreprises a cependant été critiquée. Certains lui ont reproché de s'être limitée aux cas de première capitalisation²⁰⁵, mais la critique la plus importante lui reproche de déformer la réalité juridique en distinguant artificiellement deux éléments d'un tout²⁰⁶.

Cette thèse a été adoptée implicitement par les décisions canadiennes.

204. B. GOODWIN, *supra*, note 10, p. 715.

205. J.T. HANNAN and W.E. THOMAS, *supra*, note 86, p. 263.

206. *Id.*, p. 261 pour un résumé des différentes opinions critiques.

Nous croyons que toutes les conclusions de la thèse des deux entreprises sont facilement réalisables si on applique *Howey* libéralement.

4.1.3. *State of Hawai v. Hawai Market Center*²⁰⁷

94. Cette cause est extrêmement importante. Traditionnellement abordée comme étant une théorie fondée sur le risque, elle présente en réalité, des aspects particulièrement intéressants pour l'étude du test de *Howey*, et notamment par rapport à l'élément de dépendance de l'effort de tiers. Cette décision revêt un intérêt particulier pour le droit canadien puisqu'elle est citée et respectée par toutes les décisions canadiennes importantes et qu'elle a été formellement adoptée par la Cour suprême dans *Pacific*.

4.1.3.1. La décision

95. Il s'agit d'un plan de vente de produits par l'intermédiaire d'une organisation pyramidale.

La compagnie Hawai Market Center était formée avec un capital de \$1 000 et avait pour objet l'ouverture et l'exploitation d'un magasin au détail, réservé exclusivement aux membres détenteurs d'une carte de clientèle.

Les membres fondateurs avaient la possibilité de gagner de l'argent durant la période d'organisation et d'exploitation du magasin. Ces membres étaient regroupés en deux catégories d'un niveau différent, mais le nombre total était limité à cinq mille personnes.

Au moment de son admission, le membre distributeur achetait du promoteur de la marchandise valant, au prix de gros, soixante-dix dollars à trois cent vingt dollars. Le membre avait alors l'opportunité de s'assurer un revenu par différents moyens. Il recevait cinquante cartes de clientèle qu'il pouvait distribuer aux futurs clients du magasin. Ceci lui assurait une commission de 10% sur tous les achats effectués par ces clients. Il recevait aussi cinquante dollars de commission chaque fois qu'il présentait à l'organisation une personne qui acceptait de devenir membre distributeur et trois cents dollars si cette personne devenait superviseur. Enfin, s'il décidait de devenir lui-même superviseur, une certaine somme lui était créditée.

Le membre superviseur payait huit cent vingt dollars pour de la marchandise qui n'en valait que cent quarante, il recevait une commission pour son effort de recrutement d'agents et de clients, et aussi chaque fois que

207. 485 F. 2d 105 (S.C. Hawai, 1971), ultérieurement cité comme *Hawai Market*, suivi de la page.

l'un des agents qu'il avait lui-même recruté attirait un nouveau membre ou qu'un client de cet agent faisait un achat.

Cette organisation permettait à chaque agent d'agir sur deux fronts différents. Il pouvait participer au recrutement des membres et s'assurer un revenu sur ce plan, comme il pouvait aussi, s'il le désirait, se contenter de distribuer les cartes de clientèle et recueillir le pourcentage sur les achats effectués. Il est évident que l'organisation pyramidale de l'équipe faisait que les revenus de chaque agent dépendaient de la qualité des clients et des agents recrutés par lui et par les autres agents. Par ailleurs, étant donné que le contrôle de l'entreprise et du magasin appartenait au promoteur, le bien-être de tous dépendait de l'habileté d'administration et de gérance de ce dernier. Finalement, le succès de l'entreprise était très fortement tributaire de l'effort des agents.

Les fonds provenant de la différence entre la valeur des produits achetés au moment de l'admission d'un nouveau membre et le prix que ce dernier payait effectivement permettaient au promoteur de financer l'entreprise et de fournir le magasin en marchandises. Par ailleurs, la publicité du promoteur indiquait clairement que cette mise de fonds était justifiée par l'opportunité offerte aux agents de réaliser un profit.

96. L'État de Hawaï prétendait que la compagnie vendait des contrats de placement tandis que celle-ci faisait valoir que la participation active des agents à la réalisation du projet interdisait l'application du test de *Howey*.

La cour a écarté le test de *Howey* à cause de sa faiblesse fondamentale qui :

[...] [it] has led courts to analyse investment projects mechanically, based on a narrow concept of investor participation. See *Gallion v. Alabama Market Centers, Inc.*, *supra*; *Emery v. So-Soft of Ohio, Inc.*, *supra*. Thus courts become entrapped in polemics over the meaning of the word « solely » and fail to consider the more fundamental question whether the statutory policy of affording broad protection to investors should be applied even to those situations where an investor is not inactive, but participates to a limited degree in the operation of the business²⁰⁸.

Ayant écarté l'application du test strict de *Howey*, la cour a rappelé les principes fondamentaux de la théorie du risque avant d'analyser les différents éléments du contrat en cause. Nous pensons nécessaire de reproduire le plus complètement possible son opinion étant donné l'importance capitale de cette décision pour le droit actuel dans ce domaine.

La cour a d'abord rappelé les principes à la base même de la théorie du risque. Elle l'a fait dans les termes suivants :

208. *Id.*, p. 108.

[...] The salient feature of securities sales is the public solicitation of venture capital to be used in a business enterprise.

[...] This subjection of the investor's money to the risks of an enterprise over which he exercises no managerial control is the basic economic reality of a security transaction.

[...] Any formula which purports to guide courts in determining whether a security exists should recognize this essential reality and be broad enough to fulfill the remedial purposes of the Securities Act. Those purposes are (1) to prevent fraud, and (2) to protect the public against the imposition of unsubstantial schemes by regulating the transactions by which promoters go to the public for risk capital. Therefore, we hold that for the purposes of the Hawaii Uniform Securities Act (Modified) an investment contract is created whenever:

- (1) An offeree furnishes initial value to an offeror, and
- (2) a portion of this initial value is subjected to the risks of the enterprise, and
- (3) the furnishing of the initial value is induced by the offeror's promises or representations which give rise to a reasonable understanding that a valuable benefit of some kind, over and above the initial value, will accrue to the offeree as a result of the operation of the enterprise, and
- (4) the offeree does not receive the right to exercise practical and actual control over the managerial decisions of the enterprise.

The above test provides, we believe, the necessary broad coverage to protect the public from the novel as well as the conventional forms of financing enterprise²⁰⁹.

Après avoir ainsi rappelé et approuvé le test du professeur Coffey²¹⁰, la cour a entrepris l'analyse détaillée du contrat en fonction des différents éléments de cette formule.

Dans un premier temps, elle a analysé les risques supportés par les agents et fait important, elle l'a fait en référant à *Joiner*:

It is uncontested that the recruitment of founder-members was motivated by the need to raise capital to finance the opening of the proposed Hawaii Market Center store. Inextricably bound to the success of this enterprise is the ability of the founder-members to recoup their initial investment and earn income. The recruitment fee paid to distributors and supervisors, during the pre-operational phase of the plan, rests upon the promoter's ability to sell the success of the plan to prospective members. In addition, those members who choose to rely solely on the second method of earning income, the payment of commissions based on sales, receive no return at all on their investment unless the store functions successfully. This latter point is particularly important because recruitment of members increases geometrically. Therefore, since membership is limited to five thousand, a very large percentage of founder-members will be totally dependent on sales commissions to recover their initial investment plus income. It is thus apparent that the security of the founder-member's investments is inseparable from the risks of the

209. *Id.*, p. 109.

210. R.J. COFFEY, *supra*, note 92, 377.

enterprise. The success of the plan is the common « thread on which everybody's beads [are] strung ». *Securities & Exchange Commission v. C. M. Joiner Leasing Corp.*, 320 U.S. 344, 348, 64 S.Ct. 120, 122, 88 L.Ed. 88 (1943)²¹¹.

La cour a aussi réfuté l'argument voulant que la promesse d'une commission fixe nie toute participation aux bénéfices de l'entreprise et par le fait même échappe au domaine des contrats de placement :

It should be irrelevant to the protective policies of the securities laws that the inducements leading an investor to risk his initial investment are founded on promises of fixed returns rather than a share of profits. The reference point should be the offeree's expectations, not the balance sheet of the offeror corporation. The unwary investor lured by promises of fixed fees deserves the same protection as a participant in a profit sharing plan. For this reason courts have avoided a narrow definition of « profits ». They have recognized securities sales even where the promised benefits to the offeree were indirect, arising from an anticipated increase in the value of the property received, rather than direct payments from the offeror. *Securities & Exchange Commission v. C. M. Joiner Leasing Corp.*, *supra*, 320 U.S. at 348-349, 64 S.Ct. 120, 88 L.Ed. 88; *Roe v. United States*, 287 F.2d 435, 439 (5th Cir.), cert. denied, 368 U.S. 824, 82 S.Ct. 43, 7 L.Ed.2d 29 (1961). Thus, the fact that in the instant case HMC guaranteed the offerees amounts of money independent of enterprise profits does not undermine the investment nature of the transactions²¹².

Finalement, abordant la question du contrôle de l'investissement, la cour a dit :

Finally, as previously stated, it is irrelevant to the remedial purposes of the Securities Act that an investor participates in a minor way in the operations of the enterprise. Courts should focus on the quality of the participation. In order to negate the ending of a security the offeree should have practical and actual control over the managerial decisions of the enterprise. For it is this control which gives the offeree the opportunity to safeguard his own investment, thus obviating the need for state intervention. Coffey, *The Economic Realities of a «Security»*; *Is There a More Meaningful Formula?*, *supra* at 396-398.

In the present case the founder-members possess none of the incidents of managerial control which would preclude the finding of a security. The members have no power to influence the utilization of the accumulated capital. Nor will they have any authority over those decisions which will affect the operation of the store, if it is successfully established. Judged by an ability to protect their original investment, the offerees in this case are powerless. Thus, under the economic realities approach presently advocated, they properly belong to the class of investors falling within the remedial purposes of the Securities Act²¹³.

211. *Hawai Market*, p. 110.

212. *Ibidem*.

213. *Ibidem*.

4.1.3.2. L'appréciation critique de la décision

97. Cette décision est essentiellement fondée sur le test formulé par le professeur Coffey à partir d'une excellente étude dans laquelle il a refait tout le cheminement de la définition des valeurs mobilières depuis l'adoption des lois fédérales en 1933 et 1934. L'originalité de cette étude réside dans le fait qu'elle part de l'idée que l'objectif premier des lois des valeurs mobilières est la protection des investisseurs par le contrôle de la fraude et, notamment, celle qui compromet le capital investi. Toute l'analyse est axée sur la mise en valeur des réalités économiques existant dans toute promotion des valeurs mobilières. Tout le raisonnement s'applique au concept des contrats de placement. Le professeur Coffey a défini une valeur mobilière ainsi :

A « security » is :

- (1) A transaction in which
- (2) a person (« buyer ») furnishes value (« initial value ») to another (« seller »); and
- (3) a portion of initial value is subjected to the risks of an enterprise, it being sufficient if —
 - (a) part of initial value is furnished for a proprietary interest in, or debt-holder claim against, the enterprise, or
 - (b) any property received by the buyer is committed to use by the enterprise, even though the buyer retains specific ownership of such property, or
 - (c) part of initial value is furnished for property whose present value is determined by taking into account the anticipated but unrealized success of the enterprise, even though the buyer has no legal relationship with the enterprise; and
- (4) at the time of the transaction, the buyer is not familiar with the operations of the enterprise or does not receive the right to participate in the management of the enterprise; and
- (5) the furnishing of initial value is induced by the seller's promises or representations which give rise to a reasonable understanding that a valuable benefit of some kind, over and above initial value, will accrue to the buyer as a result of the operation of the enterprise²¹⁴.

Les tribunaux canadiens ont adopté cette formule par le biais de *Hawai Market*.

98. La théorie du risque est certainement un élément important de *Hawai Market*. À la différence de *Sobieski*, cette décision ne se limite pas aux cas où l'entreprise est sous-capitalisée ou nouvelle, mais comprend aussi les entreprises plus solides financièrement. Encore une fois, nous pensons que

214. R.J. COFFEY, *supra*, note 92, p. 377.

cette protection était déjà assurée par les décisions fédérales, comme *Joiner* et *Howey*²¹⁵.

À la différence aussi de *Sobieski*, *Hawai Market* exige qu'il y ait un espoir de profit ou de valorisation du capital. Ceci rapproche cette décision encore davantage du test principal de *Howey*²¹⁶.

Il nous semble que l'élément le plus important de cette décision est sa tentative de formuler différemment l'effort pertinent que le promoteur doit fournir selon le test principal de *Howey*²¹⁷ et de le rattacher, comme dans *Koscot*, à l'idée de contrôle de l'investisseur. Ici le critère devient « practical and actual control over the managerial decisions of the enterprise »²¹⁸.

Ce nouveau critère n'est pas plus précis que les précédents, mais il a l'avantage de mettre en évidence la relation entre le contrôle de l'investissement et le risque auquel est assujéti le capital. Ainsi, il devient clair que plus l'investisseur contrôle l'entreprise, moins son capital risque d'être compromis par des décisions unilatérales de l'entrepreneur²¹⁹. C'est précisément le but de la pondération par le test alternatif de *Howey*²²⁰.

Si, dans une relation bilatérale d'activités communes, l'investisseur a un pouvoir légal de contrôler directement son investissement, le contrat ne sera plus un contrat de placement mais pourrait devenir un contrat de société. Lorsque dans une situation extrême, l'investisseur est le seul maître des décisions importantes, alors il s'agira d'une entreprise individuelle et non d'une activité commune où le partenaire, s'il existe, ne peut être qu'un simple mandataire. Dans ce cas, on est évidemment très loin du domaine des valeurs mobilières.

4.2. Le droit fédéral des États-Unis

99. La théorie du risque développée par *Sobieski* et *Hawai Market* se voulait une réaction aux insuffisances du droit fédéral supposément impuissant à régler certaines situations²²¹. Par ailleurs, certains doutent enco-

215. *Infra*, par. 103 et ss.

216. J.A. TEW and D. FREEDMAN, *supra*, note 86, p. 440.

217. *Ibidem*.

218. *Hawai Market*, p. 40.

219. J.R. COFFEY, *supra*, note 92, p. 396.

220. *Id.*, p. 383.

221. *Cf. supra*, para. 82 et ss.

re de l'acceptation de cette théorie récente par le droit fédéral²²². Nous rejetons ces deux affirmations. *Joiner* et *Howey* nous paraissent avoir prévu la théorie du risque et leur champ d'action nous semble encore plus grand que celui de *Sobieski* ou de *Hawai Market*. Nous croyons aussi que la théorie du risque, dans sa formulation récente, a été envisagée par le droit fédéral américain ; mais étant donné ses limites, il a été impossible, jusqu'à date, de l'appliquer à des situations qui ne seraient pas déjà couvertes par *Joiner* et *Howey* interprétés libéralement.

100. Nous envisagerons en premier lieu les principes qui se dégagent de *Joiner* et de *Howey* et ensuite nous rapporterons les efforts faits par les tribunaux fédéraux pour adopter les solutions de la théorie du risque.

4.2.1. La théorie du risque telle qu'envisagée par *Joiner* et *Howey*

101. Envisageant le problème du risque auquel était assujetti le capital investi, la Cour suprême, dans *Joiner*²²³, a justifié sa décision par le raisonnement suivant :

[...] Without the drilling of the well, no one's lease had any value, and except for that undertaking they had been obtained at no substantial cost. The well was necessary not only to fulfill the hopes of purchasers but apparently even to avoid forfeiture of their leases.

It is clear that an economic interest in this well-drilling undertaking was what brought into being the instruments that defendants were selling and gave to the instruments most of their value and all of their lure. The trading in these documents had all the evils inherent in the securities transactions which it was the aim of the Securities Act to end²²⁴.

102. Le plan offert par *Joiner* exigeait un placement de capital de la part d'un investisseur passif. Les chances de récupération du capital investi étaient tributaires du seul effort aléatoire du promoteur. De toute façon, dans le meilleur des cas, le projet était hautement spéculatif et ne présentait aucune garantie de profit. Nous pensons que cette situation est l'exemple même de celles que *Sobieski* et *Hawai Market* voulaient contrôler. Ceci est tellement vrai que *Sobieski*, la plus radicale des deux décisions, s'est référée à *Joiner*²²⁵.

222. Cf. à titre d'exemple, *Bestline Securities and Antitrust Litigation*, 412 F. Supp. 732, 737 (S.D. Florida, 1976), où la cour après avoir réfuté l'application de la théorie du risque par le droit fédéral, a ajouté à la note (8) : « Likewise, the Supreme Court declined the invitation in *United Housing Foundation v. Forman*, to import the "risk capital" theory into Federal securities jurisprudence ». En réalité, l'opinion de la Cour suprême était beaucoup plus nuancée. Cf., *infra*, note 240.

223. J.T. HANNAN and W.E. THOMAS, *supra*, note 86, p. 241.

224. *Joiner*, p. 349.

225. Cf. *supra*, para. 87 et ss.

103. La théorie du risque est aussi prévue par *Howey*, à titre de test supplétif au test principal. Mais, malheureusement, ce test supplétif est resté en veilleuse durant de longues années, à cause d'une erreur de références commise par la Cour suprême elle-même et d'une désaffection ultérieure de la part des tribunaux stigmatisés par le test principal.

104. Le juge Murphy qui a rédigé l'opinion de la cour dans *Howey* a commis une erreur en citant la décision de la Cour d'appel dans le commentaire suivant :

We reject the suggestion of the Circuit Court of Appeals, 151 F. 2d at page 717, that an investment contract is *necessarily missing* where the enterprise is not speculative or promotional in character and where the tangible interest which is sold has intrinsic value independent of the success of the enterprise as a whole. *The test* is whether the scheme involves an investment of money in a common enterprise with profits to come solely from the efforts of others.

If that test be satisfied, it is immaterial whether the enterprise is speculative or non-speculative or whether there is a sale of property with or without intrinsic value. See *S. E. C. v. C. M. Joiner Leasing Corp.*, *supra*, 320 U.S. 352, 64 S.Ct. 124, 88 88. The statutory policy of affording broad protection to investors is not to be thwarted by unrealistic and irrelevant formulae²²⁶.

La Cour d'appel n'a pas affirmé le principe qui lui est imputé. En effet, l'argument principal que la cour de première instance avançait à l'appui de ses conclusions pour rejeter l'idée de contrat de placement dans le cas des contrats offerts par les deux compagnies, était que l'industrie des agrumes était une industrie développée qui avait déjà fait ses preuves dans la région, et qu'elle ne comportait donc pas l'élément de risque et de spéculation qui caractérisait les autres fruits qu'on aurait tenté d'introduire en Floride et où les tribunaux avaient conclu à l'existence d'un contrat de placement²²⁷.

La Cour d'appel a refusé de suivre ce raisonnement en écartant la distinction *a priori* entre les cas où le placement était sûr et ceux où il comportait un élément de risque. Ce principe a été affirmé sans équivoque dans les termes suivants :

226. *Howey*, p. 301. Il est surprenant que les commentateurs n'aient jamais soulevé ce point. Habituellement, ils se contentent de rapporter l'idée généralement acceptée que la décision de la Cour suprême a refusé d'aborder le problème de l'investissement spéculatif. Cf. à titre d'exemple, Note, « Glenn Turner : Closer to Economic Reality », 52 *N. Carolina L. Rev.* 476, 480 (1973).

227. 60 F. Supp. 440, 442. Cet argument a permis au tribunal de distinguer *SEC v. Bailey*, 41 F. Supp. 647 (S.D. Florida, 1941).

We, of course, agree with plaintiff that the protection of the invoked statute and the jurisdiction of the commission extend equally to securities of established businesses as to those of new businesses, to non-speculative as well as to speculative investments, and that the fact that an activity or pursuit has passed out of the promotional or experimental stage does not at all exempt it from the Act²²⁸.

Cependant la cour a quand même reconnu l'importance de cette distinction pour qualifier des plans de financement complexes. Le raisonnement à cet effet est :

But it may not be doubted that in close cases, like *Joiner's* was, the fact that an activity is purely promotional and speculative does have weight in answering the critical question, whether in fact the purchase was of a specific thing having specific value in itself or was of a thing having no value unless the enterprise as a whole should succeed. Where, in short, the seller is not conducting a speculative enterprise, and the thing sold has a specific and definite value apart from the success of the activity which sells it, it is exceedingly difficult to make out such a nexus between the sale and the enterprise sufficient to make the purchase not one of a specific thing but of an interest in the enterprise. *On the other hand, when the enterprise is speculative and promotional in character and the thing sold has value only if the enterprise as a whole succeeds, the nexus between purchase and enterprise, which makes them one in the sense that the purchase is really not of a specific thing but of an interest in the enterprise, at once meets the eye of the judge and informs his judgment in the case.*²²⁹.

Ainsi il nous semble possible d'affirmer que la Cour d'appel a retenu comme étant des contrats de placement les cas où l'investisseur risquait son capital sans avoir aucune garantie en retour. Par ailleurs, il nous paraît aussi évident que la Cour suprême avait recommandé, au cas où un élément du test principal manque ou n'est pas évident dans le modèle commercial proposé — et ce sera le cas des modèles complexes avec des obligations inter-reliées — de compenser l'élément manquant par la prépondérance de l'élément spéculatif et de soumettre l'ensemble à la réglementation des valeurs mobilières, par le truchement du contrat de placement, comme ceci avait été fait dans *Joiner*. Selon cette interprétation, seul échapperait à la réglementation le plan de financement qui ne comprend pas tous les éléments du test principal et qui ne comporte pas un élément important de spéculation ou de risque²³⁰.

228. 151 F. 2d 714, 717.

229. *Ibidem*, le souligné est ajouté.

230. J.E. HANNAN and W.E. THOMAS, *supra*, note 86, p. 244; R.J. COFFEY, *supra*, note 92, p. 383. Dans *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332, la Cour suprême a dit à la page 345 : « As was observed in *Howey*, "it is immaterial whether the enterprise is speculative or non speculative", 328 U.S., at 301, 66 S. Ct. at 1104. Cette affirmation reprend une partie seulement de la phrase. Nous maintenons respectueusement que l'opinion de la cour était différente dans *Howey*. Cette confusion a contribué à faire oublier le test alternatif originellement prévu par la Cour suprême.

Le risque doit être entendu ici au sens large. Il comprend aussi bien le risque qui vise le capital lui-même que celui dû à une sous-capitalisation de l'entreprise ou à un projet dans un domaine particulièrement spéculatif, que ceci soit à cause de la nouveauté de l'activité ou de la nature d'une activité déjà connue.

Howey n'est pas une décision volte-face²³¹, mais une admirable tentative d'énoncer un test général d'application universelle qui prévoit une pondération valable pour une meilleure administration de la loi.

4.2.2. Les tribunaux de juridiction fédérale face à la théorie du risque

105. Il nous semble que les décisions *Joiner* et *Howey* se complètent et, qu'ensemble, elles rendent les décisions *Sobieski* et *Hawai Market* inutiles.

Notre interprétation est facilement vérifiable par l'étude de quelques décisions significatives, couvrant les différents risques considérés par les tribunaux de juridiction fédérale.

Une des premières décisions est *Penfield Co. of California v. SEC*²³² où la Cour d'appel avait énoncé l'*obiter* suivant :

It follows under all the circumstances that the entire scheme involves in substance a speculative investment in a common enterprise necessarily contemplating complete reliance by the investor upon the appellant's efforts. Hence, (aside from the sales of its stock) the appellant has been selling securities both as agent for Bourbon Sales Corporation and as principal in the sale of its own bottling contracts²³³.

Ici l'élément retenu était la nature hautement spéculative du placement, indépendamment de la solvabilité de la compagnie. Ce cas n'aurait pas été couvert par *Sobieski*.

Dans *SEC v. Variable Annuity Life Insurance*²³⁴, il s'agissait d'une police d'assurance dont les primes étaient établies d'avance mais dont les annuités de remboursement devaient provenir du placement de toutes les primes dans des valeurs ordinaires de compagnies. Ce modèle visait à assurer les intéressés contre les risques de l'inflation. La Cour suprême a décidé qu'il s'agissait d'un contrat de placement pour les raisons suivantes :

While all the States regulate « annuities » under their « insurance » laws, traditionally and customarily they have been fixed annuities, offering the annuitants

231. Comme le pense le professeur Long; J.C. LONG, « The Naked Commodity Option Contract As A Security », 15 *Wm & Mary L. Rev.* 211, 248 (1973).

232. 143 F. 2d 746 (9th Cir., 1944).

233. *Id.*, p. 751.

234. 359 U.S. 65 (1959).

specified and definite amounts beginning with a certain year of his or her life. The standard for investment of funds underlying these annuities have been conservative. The variable annuity introduced two new features. First, premiums collected are invested to a greater degree in common stocks and other equities. Second, benefit payments vary with the success of the investment policy.

The difficulty is that, absent some guarantee of fixed income, the variable annuity places all the investment risks on the annuitant, none on the company. [...] In hard reality the issuer of a variable annuity that has no element of a fixed return assumes no true risk in the insurance sense. [...] In common understanding « insurance » involves a guarantee that at least some fraction of the benefits will be payable in fixed amounts. [...] The companies that issue these annuities take the risk of failure. But they guarantee nothing to the annuitant except an interest in a portfolio of common stocks or other equities an interest that has a ceiling but no floor. There is no true underwriting of risks, the one earmark of insurance as it has commonly been conceived of in popular understanding and usage²³⁵.

Dans ce cas, la Cour suprême a retenu le fait que le risque découlant de la politique de placement de la compagnie d'assurance serait entièrement supporté par l'investisseur. Ici aussi la solution n'aurait pas été atteinte par l'application du test de *Sobieski*.

Dans *Farrell v. U.S.A.*²³⁶, le promoteur offrait aux investisseurs des contrats à rendement garanti. La Cour d'appel a de nouveau retenu la thèse du contrat de placement parce que « [...] There is no evidence in the record that the investors, scattered over the United States, were informed that the makers of the obligations were shielded against liability under California Law »²³⁷.

Fait important, pour rendre cette décision, la cour s'est référée à *Joiner* et à *Variable Annuity Life Insurance* plutôt qu'à *Howey*. Ce cas aussi n'aurait pas été couvert par *Sobieski*.

Dans *SEC v. Latta*²³⁸ le promoteur vendait des parts indivises dans une succession contestée. L'investisseur sollicité devait payer les frais de justice. La Cour a décidé :

« Contracts » which purpose to assign undivided 1/21 000 distributive shares in the Estate of Mark Hopkins « in event of recovery » are « investment contracts » and « certificates of interest and participation ».

[...] The value if any, of the contracts rests upon the ability of the defendant, as the promotor of this litigious enterprise, to establish in the courts the claims of the alleged heirs of Mark Hopkins and the contract claimants to secure and accounting and redistribution of the estate. Unless the defendant is successful in that undertaking the contracts will remain scraps of worthless paper. This is a situation

235. *Id.*, 69 et 71.

236. 321 F. 2d 409 (9th Cir., 1963).

237. *Id.*, p. 416.

238. 250 F. Supp. 170 (N.D. California, 1965) confirmé par 356 F. 2d 103 (9th Cir., 1965).

where the economic welfare of investors is « inextricably woven » with the ability of the promotor to carry out a common enterprise for the benefit of those whose investments are solicited²³⁹.

Ici, le capital était destiné à être investi dans une entreprise précaire. Le résultat était aléatoire et l'investisseur n'avait aucun pouvoir de contrôler son investissement. Cette décision a été approuvée par *Hawai Market*.

Glenn Turner et *Koscot* envisageaient un risque de nature différente puisque, dans ces deux cas, la saturation possible du marché était un élément important.

On pourrait aussi ajouter qu'*a contrario*, *Forman* a aussi accepté la théorie du risque et l'a appliquée au cas particulier, un facteur important de la décision étant l'absence de risque pour l'investisseur du fait de la subvention et du contrôle administratif par les autorités publiques²⁴⁰.

106. Une des premières causes où il est clair qu'une cour de juridiction fédérale était disposée à adopter les principes de *Sobieski* et de *Hawai Market* est *Mr. Steak*, approuvée en Cour d'appel²⁴¹. Selon cette décision, la théorie du risque devait être réservée aux situations « *where exceptionally high risk* [...] »²⁴² était évident.

Depuis *Mr. Steak*, différentes juridictions fédérales ont envisagé l'application de *Sobieski* et de *Hawai Market* à titre supplétif, lorsqu'elles avaient trouvé que *Joiner* et *Howey* ne pouvaient pas s'appliquer. Dans

239. 250 F. Supp. 170, 173.

240. La Cour suprême avait dit, à cette occasion, à la note 23 :

Respondents urge us to abandon the element of profits in the definition of securities and to adopt the « risk capital » approach articulated by the California Supreme Court in *Silver Hills Country Club v. Sobieski*. Even if we were inclined to adopt such a « risk capital » approach we would not apply it in the present case. Purchasers of apartments in Co-op City take no risk in a significant sense. If dissatisfied with their apartments, they may recover their initial investment in full.

Respondents assert that if Co-op City becomes bankrupt they stand to lose their whole investment. But, in view of the fact that the State has financed over 92% of the cost of construction and carefully regulates the development and operation of the project, bankruptcy in the normal sense is an unrealistic possibility. In any event, the risk of insolvency on an ongoing housing cooperative « differ[s] vastly » from the kind of risk of « fluctuating » value associated with securities investments. (Les références ont été omises). Cf. *supra*, note 114.

241. *Supra*, para. 60 et ss.

242. *Mr. Steak*, p. 647.

aucun cas cependant, il n'a été trouvé que ceci aboutirait à un résultat différent de celui atteint par le biais des décisions précédentes de la Cour suprême²⁴³.

4.3. La théorie du risque et le droit canadien

107. Les décisions canadiennes ont défini très libéralement le concept de valeurs mobilières et ont interprété aussi largement le test principal de *Howey* que *Glenn Turner* et *Koscot*²⁴⁴. Par ailleurs, les décisions ultérieures à *Hawai Market* ont aussi adopté la thèse développée par cette dernière et du fait même, la définition du professeur Coffey²⁴⁵. Par contre aucune décision n'a référé à *Sobieski*.

On peut dire qu'au Canada, on applique systématiquement le test de *Howey* et on appuie toujours le raisonnement par une discussion fondée sur la théorie du risque. Dans aucun cas, la théorie du risque n'a aidé à parvenir à une décision différente de celle obtenue par l'application du test de *Howey* libéralement interprété.

Comme les décisions canadiennes ne se particularisent pas des décisions américaines en ce qui concerne le test de *Howey*, nous avons préféré regrouper sous ce chapitre les éléments les plus pertinents à la discussion de la théorie du risque. Certaines décisions importantes cependant pour les développements antérieurs ont déjà été discutées ailleurs. C'est le cas notamment de *Pacific*, la cause canadienne la plus importante et la plus récente²⁴⁶.

4.3.1. *Regina v. Great Way Merchandising, Ltd.*²⁴⁷

108. Il s'agit de la première décision canadienne traitant spécifiquement la question d'un contrat de placement. Les faits de cette cause sont identi-

243. Cf. à titre d'exemple, *Nash & Associates v. Lum's of Ohio*, 484 F. 2d 392 (6th Cir., 1973); *Wieboldt v. Metz*, 355 F. Supp. 255 (S.D.N.Y., 1973); *Hirsh v. DuPont*, 396 F. Supp. 1214 (S.D. N.Y., 1975). Cf. cependant *Hody's International*, *supra*, note 141.

244. Voir cependant, *Century 21 Real Estate Corporation*, B.C. Corporate and Financial Services Commission, Weekly Summary, May 30, 1975. Dans cette cause, il s'agissait de la vente d'une franchise pour l'exploitation d'une agence immobilière. Il a été décidé que ce contrat ne constituait pas un intérêt dans les gains ou les profits d'une compagnie, étant donné que les redevances étaient calculées par rapport au « revenu brut ». En plus, il a été décidé qu'il ne s'agissait pas d'un contrat de placement, même si une franchise pouvait, à la rigueur, en constituer un.

245. Cf. notamment, *Pacific*, *supra*, para. 46; *Bestline*, *infra*, para. 110 et *Rock Enterprises*, *infra*, para. 112.

246. *Supra*, para. 46 et note 114.

247. (1971) 20 D.L.R. (3d) 67 (S.C. Alta).

ques à ceux de *Hawai Market Center*²⁴⁸. Cependant, certaines différences méritent d'être mentionnées. Dans cette affaire, comme dans la précédente, le contrat prévoyait un nombre maximal de 3 000 agents recruteurs pour l'ensemble du plan, mais aussi une limite locale de 1% de la clientèle potentielle de chaque région. Cette double limite avait évidemment pour but de diminuer le risque de saturation qui avait déjà été mentionné dans *Glenn Turner, Koscot et Hawai Market* et qui avait été retenu comme un élément important dans ces décisions. Néanmoins, l'efficacité de cette limite n'était pas aussi certaine puisque, de toute façon, les derniers à rejoindre le plan ne pouvaient plus espérer recruter d'autres collègues et voyaient ainsi leur chance de profiter pleinement du plan sérieusement compromise. Il est vrai qu'on peut répondre que, dans ce cas, ils auraient été avertis.

Par ailleurs, ici le rôle de l'agent était actif. Il semble que c'était à lui d'assurer entièrement l'adhésion de la nouvelle recrue. Nulle part, dans l'exposé des faits, il n'est fait mention de séances de recrutement ou de collaboration du promoteur à ce niveau. Ainsi, il aurait été possible de considérer que le montant payé à l'agent pour le recrutement d'autres agents était une commission due pour des services entièrement rendus par cet agent, ce qui aurait pu avoir pour conséquence d'écarter la notion de contrat de placement de fonds²⁴⁹. Ceci n'a pas été le cas.

Finalement, la cour a insisté sur l'utilisation que le promoteur faisait des sommes investies par l'agent recruteur. Une partie de cet argent servait à fournir la marchandise au magasin, mais une autre partie servait à financer les immobilisations nécessaires. La cour a admis volontiers l'existence de dispositions qui échappent à la notion de placement, mais ceci n'a pas été suffisant pour écarter la protection prévue par la loi. Voici quel a été son raisonnement :

The authorized representatives agreement provides that the distributor is to pay moneys to the Company. He is to receive a commission on certain sales. These provisions to my mind are investment provisions. Standing alone they could constitute an investment contract. However, combined with them are other provisions providing for matters which are not investment matters. To earn a commission the distributor must distribute the purchase authority cards. Part of the moneys paid by him are ear-marked for the purchase of products. However, I think it a fair inference that were it not for those portions of the moneys paid by the distributor not related to the cost of products, the scheme would not go forward. Further, it may be fairly inferred that a distributor will only be interested in the scheme because of the commission he will earn and, a portion of this earned commission is attributable to the fact he has invested moneys.

248. *Supra*, para. 94 et ss.

249. *Supra*, para. 77.

In my opinion, once an agreement contains provisions for investment, the fact that these provisions have been intermixed and intermingled with provisions relating to non-investment matters does not exempt the resulting contract from the provisions of the Securities Act, 1967. The Act may not be so easily avoided. The Securities Act, 1967, is remedial legislation and should be interpreted as such. It does not absolutely prohibit transactions such as the one at bar, but requires that they be approved first for the public protection. The investment of moneys in this case is a substantial, if not the predominant, element in the arrangement. An investment contract, by being burdened with non-investment provisions, cannot be so disguised as to lose its identity. The investment provisions infect the whole. I do not deny that there could be a contract in which the investment provisions are so minor and so submerged in non-investment provisions, that in essence the resulting contract would not be an investment security as provided in the Act. However, in my opinion, such is not the case here²⁵⁰.

La cour a fini par confirmer la décision du tribunal inférieur à l'effet que le promoteur vendait des contrats de placement²⁵¹ et a écarté le test restrictif de *Howey* comme suit :

Counsel for the Company argues that the authorized representatives « earn their commissions. Any money that they make is dependent upon their own efforts and not upon the efforts of a promoter or other third party ». As I have pointed out this is not so. The only work or effort required by the representative is to distribute the authorized cards and sign up other representatives. Then he earns a commission because the Company has used the money it has taken from the representatives to build a store, stock it with goods, manage it and sell the goods to the card-holders. The effort, except for the original distribution of the cards, comes from the Company. Counsel also seizes on the word « solely ». I do not think the case in the Supreme Court of the United States is authority for the proposition that by the combination of non-investment terms with investment terms the resulting contract ceases to be subject to the Securities Act²⁵².

109. Ces développements nous autorisent à conclure que, dans ce cas précis, la cour va encore plus loin que les décisions les plus représentatives du droit américain dans la protection accordée aux investisseurs puisqu'elle semble disposée à accepter un plus grand degré de participation active de la part de l'investisseur dans le plan. Le raisonnement dans son ensemble est fondé implicitement sur la thèse des deux entreprises dégagée par l'opinion du Procureur-général de Californie²⁵³.

250. *Supra*, note 247, pp. 77-78.

251. *Idem*.

252. *Supra*, note 247, p. 311.

253. *Supra*, para. 89 et ss.

4.3.2. *Securities Commission v. Bestline Products of Canada, Ltd.*²⁵⁴

110. Cette décision est la deuxième cause canadienne sur le sujet. Il s'agissait d'un plan de vente de porte en porte de produits ménagers. La force de vente était organisée pyramidale. Les grossistes vendaient aux intermédiaires qui vendaient aux camelots. À chaque niveau de l'organisation, l'agent était entièrement responsable du recrutement et de l'entraînement de ses subordonnés dans le plan. L'adhésion au plan coûtait trois dollars et l'ensemble de l'investissement était consacré à l'achat des produits et à l'entraînement de l'intéressé. Le profit de l'agent provenait d'un système de prix préférentiels à l'achat des produits et de commissions sur les ventes effectuées par l'intermédiaire des personnes sous sa responsabilité. L'agent recevait aussi un dédommagement lorsqu'un membre de son groupe obtenait une promotion.

La Cour d'appel a confirmé la décision de la Cour supérieure à l'effet que le plan n'était pas un contrat de placement, puisque tous les profits provenaient de l'effort personnel de l'agent et qu'aucune partie de l'apport financier de ce dernier ne bénéficiait à la compagnie Bestline.

Deux faits sont importants. Le premier est que la cour a entièrement adopté le raisonnement de *Great Way Merchandising* quant à la distinction entre l'entreprise de la compagnie et celle de l'agent et quant à l'interprétation large qu'il faut donner à *Howey*. Par ailleurs, le juge Nemetz, dans son opinion concurrente, a adopté, pour la première fois au Canada, le test de *Hawai Market Center* avec la définition du professeur Coffey.

111. Il est certain qu'il existe ici un intérêt commun entre tous les intéressés au plan et que l'entrepreneur gardait le contrôle de la mise en marché du produit vendu. Il est raisonnable de penser que les risques encourus étaient de simples risques commerciaux et ne découlaient pas de l'investissement. Ici la grande partie de l'investissement servait à l'achat de produits.

Il n'en demeure pas moins que le risque de saturation du marché était aussi réel que dans *Great Way Merchandising*. C'est finalement l'appréciation de l'ensemble des faits et la prépondérance des éléments commerciaux sur les éléments de simple placement qui a fait opter la cour pour une solution globale différente de celle acceptée dans le premier plan.

254. [1972] 6 W.W.R. 245 (B.C. C.A.) confirmant [1972] 2 W.W.R. 287 (B.C. S.C.).

4.3.3. Les Entreprises Rock Ltée²⁵⁵

112. Il s'agit d'une décision de la Commission des valeurs mobilières du Québec.

La compagnie achetait des terrains dans la région de Montréal pour ses projets de développements immobiliers. Une fois ces terrains subdivisés en lots, elle les revendait en pleine propriété à des investisseurs étrangers pour la plupart, en se réservant une option irrévocable durant cinq ans pendant lesquels elle pouvait racheter ces terrains en payant une plus-value de 13 à 20% par année. Les terrains ainsi vendus étaient loués par la compagnie pour un montant égal aux taxes annuelles. La compagnie s'occupait alors des plans de développement urbain et de l'installation des services essentiels. Quand tout ceci était fait, elle rachetait le terrain et commençait la construction. L'argent provenant de la vente de nouveaux lots permettait de financer le rachat des anciens.

La Commission a estimé qu'il s'agissait d'un contrat de placement où le profit escompté par l'investisseur découlait uniquement de l'effort de la compagnie. L'investisseur n'apparaissait que temporairement dans les activités de la compagnie pour assurer son financement intérimaire. Si la compagnie décidait de ne pas exercer l'option de rachat, l'investisseur aurait eu de la difficulté à revendre son terrain qui n'aurait pas été développé.

Deux faits apparaissent dans le dossier et ont particulièrement attiré notre attention. Le premier est que la compagnie avait des réalisations connues. L'autre est que la compagnie, semble-t-il, vendait le terrain pour 80% de sa valeur seulement en prévision du rachat qu'elle effectuerait. Ainsi, il est vrai que si la compagnie décidait de ne pas développer la région, donc de ne pas racheter le terrain, l'investisseur lointain aurait de la difficulté à le revendre et à réaliser le profit qu'il espérait. Cependant, l'acheteur aurait quand même bénéficié du prix avantageux auquel le terrain lui avait été vendu.

La Commission a retenu l'interprétation libérale de *Howey* mais a aussi adopté explicitement *Hawai Market Center*. Finalement, la Commission a décidé qu'il s'agissait de la vente d'un contrat de placement et non d'une simple vente de terrains accompagnée de certaines options de rachat²⁵⁶.

255. C.V.M.Q., décision 4895, 26 juin 1975, *B.H.*, VI,26

256. Le 2 juin 1978, la C.V.M.Q. a obtenu une injonction provisoire interdisant aux *Entreprises Québin Inc.*, de faire le commerce d'un plan identique à *Rock* (C.S. Mtl, n°. 500-05-012682-785). Par ailleurs après la remise de ce texte, la C.V.M.Q. a publié sa décision dans *Développement Morin Heights (Canada) Ltée et Morin Heights Development*

113. Immédiatement après cette décision, la Commission des valeurs mobilières du Québec a décidé que *Queen Creek Land and Cattle Corp.*²⁵⁷ vendait elle aussi des plans de placement de fonds. Dans ce dernier cas, la compagnie vendait aux intéressés un terrain en pleine propriété en Arizona et organisait le financement nécessaire pour la construction d'une maison. La publicité assurait l'acheteur d'un rendement annuel de 20% découlant d'un contrat d'administration et de location des lieux. La Commission a référé à sa décision dans *Rock*.

4.3.4. *Regina v. Palomar Development*²⁵⁸

114. Ici, il s'agit d'un cas limite, à la frontière du droit du courtage immobilier. Un entrepreneur en construction offrait à des particuliers de financer la construction de quadriplex sur des parcelles de terrain lui appartenant. Une fois terminés, les immeubles étaient vendus par l'entrepreneur qui, après avoir retenu ses dépenses et sa commission, partageait les profits avec les investisseurs. Le tribunal a adopté le raisonnement de

(*Overseas Ltd.*, décision 5593 du 14 juin 1978, *B.H.* vol. IX, n° 26. Dans cette affaire la compagnie canadienne entendait développer un centre de villégiature au Québec. À cet effet elle vendait par l'intermédiaire de la Compagnie Overseas, son mandataire, des « paquets-placement » comprenant un terrain en pleine propriété et un nombre d'actions privilégiées de la Compagnie. Cette dernière prétendait que les actions n'avaient aucune valeur intrinsèque et ne servaient qu'à faire profiter les acquéreurs des avantages d'un abri fiscal. La Commission a distingué les faits de ceux de *Rock Enterprises* sur les deux points majeurs suivants :

1. Les acheteurs de terrains doivent nécessairement acheter des actions d'*Overseas* sous forme de « paquet-placement », alors qu'aucune action n'était offerte aux acheteurs de terrains de *Rock*.
2. Les contrats de *Rock* étaient assortis d'une promesse ou d'une option de rachat de terrains alors que la compagnie ne promet pas de racheter mais plutôt d'aider à la revente des terrains.

La Commission a considéré le paquet dans son ensemble pour conclure qu'il s'agissait d'un contrat de placement, même s'il semble à la lecture de la décision que la valeur des terrains dépassait de loin celle des valeurs achetées en même temps. Par ailleurs, la Commission a retenu pour les fins de la qualification des engagements l'éloignement des acquéreurs, l'absence d'intention d'occuper les terrains, la relation directe entre la plus-value et la promesse de développement faite par la Compagnie et finalement la publicité à l'effet que la Compagnie s'efforcerait d'obtenir le plus haut prix sur le terrain si l'acquéreur décidait de le vendre. Le dossier est probablement plus complexe que ne laisse paraître la décision et la Commission a visiblement considéré l'ensemble du dossier pour tirer ses conclusions. Néanmoins il nous semble que ce cas est réellement un cas limite puisqu'aucune de ces dernières considérations telles que présentées dans la décision n'est suffisante en elle-même pour justifier la décision à l'effet qu'il s'agit d'un contrat de placement.

257. C.V.M.Q., décision 4904, 21 juillet 1975, *B.H.* VI,29.

258. [1976] 3 W.W.R. 423.

Great Way Merchandising et a conclu à l'existence d'un contrat de placement de fonds, sans même étudier la publicité et les techniques de sollicitation et de vente utilisées par le promoteur. Ceci nous laisse croire que la Commission de la Saskatchewan est disposée à comprendre le contrat de placement de manière très libérale.

4.4. L'appréciation critique de la théorie du risque

115. La théorie du risque a été partiellement justifiée par l'insécurité des éléments du test de *Howey*²⁵⁹. Mais il nous semble qu'elle n'apporte pas elle-même plus de sécurité juridique. Ainsi, nulle part dans les développements, nous ne pouvons trouver une indication quelconque quant au degré de risque suffisant pour décider de la qualification d'un contrat²⁶⁰. Il n'est pas suffisant de dire que ces critères seront dégagés avec le temps²⁶¹.

116. La théorie du risque, telle qu'appliquée actuellement, est aussi critiquable que *Howey* à cause du manque de précision de ses critères d'application. En effet, le raisonnement poussé à l'extrême nous permettrait de dire que toute transaction comprend un degré plus ou moins grand de risque. Or le législateur n'a certainement pas voulu comprendre l'ensemble des contrats privés et commerciaux dans la définition du contrat de placement²⁶². La jurisprudence des États américains n'est d'aucun secours dans ce domaine. Par contre, le droit fédéral a tenté, à l'occasion de la réglementation des billets promissaires, de tracer la ligne entre le simple risque commercial et le risque directement attaché aux contrats de placement. Une expression récente de l'une des deux tendances dans ce domaine est celle de *Great Western Bank and Trust v. Kotz*²⁶³ où la cour s'est exprimée dans les termes suivants :

To determine whether the transaction under review involves an « investment » in return for « securities » within the meaning of the securities laws, we analyse the nature and degree of risk accompanying the transaction to the party providing the funds²⁶⁴.

Formulant le problème par référence à *Forman*; la cour a poursuivi en disant :

259. *Supra*, para. 85 et ss.

260. J.T. HANNAN and W.E. THOMAS, *supra*, note 86, p. 262.

261. *Id.*, p. 249.

262. *Cf. supra*, notes 114 et 240.

263. 532 F. 2d 1252 (2nd Cir., 1976) qui respecte en l'occurrence *El Khadem v. Equity Securities Corp.*, 494 F. 2d 1224 (9th Cir., 1974), *cert. denied* 419 U.S. 900 (1974). Nous rapportons ici le raisonnement, pour son intérêt, indépendamment des conclusions de la cour dans le cas concret.

264. 532 F. 2d 1252, 1256.

Our ultimate inquiry is whether GWB has contributed « risk capital » subject to the « entrepreneurial or managerial efforts » of Artko, *Forman*, 421 U.S. at 852 [...] ²⁶⁵.

Finalement, la cour a fait la synthèse des éléments qui caractérisent l'investissement risqué :

The most important factor is time. Cf. *Nye v. Comm'r*, 50 T. C. 203, 212 & n. 9 (1968). While courts now consider the Exchange Act's nine-month exemption [15 U.S.C. § 78c (a) (10)] as nondispositive of the commercial-investment issue, it is true that the longer one's funds are to be used by another, the greater the risk of loss.

A demand or short-term note is almost ipso facto not a security unless payment is dependent upon the success of a risky enterprise, or the parties contemplate indefinite extension of the note or perhaps conversion to stock. See, e.g., *Zeller*, 476 F. 2d at 799 (maker of note could prevent demand by holder). While long-term notes generally look more like « securities », they may not be if, for example, they are callable at the will of the obligee. Cf. *Bazley v. Comm'r*, 331 U.S. 737, 742-43 (1947).

The existence and extent of collateralization is another important consideration. See *El Khadem*, 494 F. 2d at 1230 n. 14. The unsecured lender is generally more dependent upon the managerial skills of the borrower than is a secured party who can look to the collateral in case of inability to repay.

The form of the obligation must also be considered. While not controlling, the form utilized may help to explain the circumstances of issuance of the obligation.

The circumstances of issuance are particularly important. Whether the obligations were issued to a single party or to a large class of investors sheds light on the nature of the financing. *McClure*, 497 F. 2d at 493; *Sanders v. John Nuveen & Co., Inc.*, 463 F. 2d 1075, 1079-80 (7th Cir.), cert. denied 409 U.S. 1009 (1972).

Also important is the relationship between the amount borrowed and the size of the borrower's business, *C.N.S.*, 508 F. 2d at 2361; the larger the relative amount, the greater the stake, and therefore the risk, of the lender.

Another important factor is the contemplated use of the proceeds. Proceeds constituting an essential ingredient of enterprise formation (« participation in the pot luck of the enterprise », *Camp Wolters Enterprises, Inc. v. Comm'r*, 230 F. 2d 555, 560 (5th Cir. 1956), are generally securities. On the other hand, those used to maintain current financial position generally are not. *McClure*, 497 F. 2d at 494. See also *SEC v. Continental Commodities Corp.*, 497 F. 2d 516, 525-527 (5th Cir. 1974). Generally funds spent on current operations generate faster return than do funds used for capital expenditure ²⁶⁶.

Cette approche de la théorie du risque n'est pas partagée par toutes les cours d'appel des États-Unis. *Exchange National Bank of Chicago v. Touche, Ross & Co.* ²⁶⁷ est une illustration fidèle du raisonnement des tenants de l'autre tendance.

265. *Id.*, à 1257.

266. *Id.*, à 1257 et ss.

267. '76-'77 CCH, Fed. Sec. L. Rep. para. 95,614 (2nd Cir., 9 juin 1976).

5. Conclusions générales

117. Au terme de cette étude, qu'il nous soit permis de tirer quelques conclusions générales.

118. *Howey* était une décision prévoyante et moderne. Elle a subi le sort malheureux réservé parfois aux précurseurs. Son test principal a été mal compris et mal appliqué durant de longues années, avant d'être persécuté et condamné par *Sobieski* et *Hawai Market*. Finalement, il a été réhabilité par *Glenn Turner* et *Koscot*. Son test alternatif a été crucifié et sa résurrection amorcée est loin d'être terminée. Malgré tous ces malheurs, le martyr a toujours été respecté et ses disciples sont puissants et bien placés. Ses détracteurs n'ont pas été en mesure de le remplacer. Il n'est pas exclu qu'il reprenne entièrement le leadership de la définition du contrat de placement.

119. Par ailleurs, le législateur a voulu que le contrat de placement soit un fourre-tout où on ramasserait tous les plans de placement qui pourraient être nuisibles s'ils échappaient au traitement des commissions des valeurs mobilières ; mais les promoteurs ont été féconds et les tribunaux particulièrement zélés. La conséquence de tout ceci est que le risque de déborder le cadre initialement voulu par le législateur devient sérieux. Ceci explique la décision *Forman* et la dissidence du juge en chef Laskin dans *Pacific* où il a dit :

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 statutaire²⁶⁸.

120. Sur ce dernier point, il nous semble cependant que les tribunaux canadiens²⁶⁹, encouragés par la Cour suprême, sous réserve toutefois de l'importante dissidence du juge en chef, sont disposés à donner à la notion de contrat de placement une application encore plus compréhensive que celle acceptée par le droit américain. À cet effet, le juge de Grandpré dit, dans *Pacific* :

268. *Pacific*, p. 65.

269. Sauf, peut-être pour les tribunaux de la Colombie-Britannique, *supra*, para. 110 et ss. et note 244 quoique les causes provenant de cette province ne soient pas nécessairement concluantes.

Un dernier mot. À 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 ultérieurement²⁷⁰.

Très respectueusement, nous soumettons qu'il serait très dangereux pour la sécurité juridique d'interpréter cette opinion comme voulant dépasser encore davantage le test *Howey* dans son expression libérale.

121. Une remarque supplémentaire s'impose relativement au Québec.

Au Québec, la seule loi suffisamment articulée pour protéger efficacement les investisseurs, à l'exception de la *Loi de la protection du consommateur*, est la *Loi des valeurs mobilières*. Il n'y a pas de réglementation spéciale pour les contrats futurs de denrées, les franchises ou les investissements immobiliers.

Par ailleurs, la Commission des valeurs mobilières du Québec est particulièrement dynamique et efficace et jouit d'un respect et d'une crédibilité tels qu'il est logique de penser qu'elle pourrait être amenée à remplir le vide législatif et ceci serait conforme à la décision *Pacific*.

270. *Pacific*, p. 64. Le juge Houlden de la Cour supérieure avait dit en l'occurrence, à (1975) 55 D.L.R. (3d) 331, 347:

Although I have dealt with the meaning of « investment contract » as it has been interpreted by the courts of the United States, I would have preferred to have given the words a much wider meaning. In my opinion, the tests propounded in the American cases are too rigid and restrictive and if literally applied, could defeat the purposes of Securities legislation i.e. « the protection of the investing public through full, true and plain disclosure of all material facts relating to the securities being issued »: *Re Ontario Securities Commission & Brigadoon Scotch Distributors (Canada) Ltd.*, [1970] 3 O.R. 714 at 717. As McDermid J.A. said in *R. v. Great Way Merchandising Ltd.*, *supra*, at p. 77 an investment contract is « one which provided for investment ». And then quoting from Stout C.J. in *Commissioner of Taxes v. Australian Mutual Provident Society* (1903), 22 N.Z.L.R. 445 at p. 450 he defined investment as « the putting-out of money ». This definition accords with the much simpler definition given by Murphy J. in the *Howey* case *supra* at p. 298 where after referring to certain decisions of state courts, he said:

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 for profit from its employment ».

If this were the test of what constitutes an investment contract, then adopting the words of Murphy J. in the *Howey* case, form can be disregarded for substance and emphasis placed upon economic reality. When « investment contract » is given this interpretation, it undoubtedly casts a wide net, but the Court can narrow its sweep by applying the test of economic reality.

Si ces projections se réalisaient, ceci aurait l'avantage d'uniformiser les critères et les moyens de les appliquer. Ceci comporte cependant certains risques que nous estimons sérieux. En effet, la responsabilité énorme qui serait alors dévolue à la Commission des valeurs mobilières du Québec risquerait d'étendre son contrôle à l'ensemble des activités économiques de la province et l'intérêt de l'investisseur, qui se confond déjà avec l'intérêt du public, risquerait de devenir rapidement synonyme d'ordre public et aboutirait à un dirigisme économique. Il n'est pas exclu de penser que la Commission des valeurs mobilières du Québec soit effectivement la mieux placée pour exercer cette fonction, mais il est indispensable que cette option, si elle est retenue, soit adoptée par la voie législative normale, pour éviter que des esprits mal informés n'y voient des signes de totalitarisme administratif.

Un autre risque sérieux guette aussi la Commission des valeurs mobilières du Québec. Les contrats futurs de denrées, les franchises et les investissements immobiliers comprennent des notions complexes qui nécessitent une expertise particulière et un personnel important. Il est raisonnable de croire que des divisions particulières devraient en être chargées. S'il devait s'agir d'une commission indépendante, il faudrait songer à un mécanisme de synchronisation au niveau des politiques et de leur mise en application. Ceci diminuerait les risques d'une duplicité déjà apparente dans le système actuel.

La situation actuelle de la Commission des valeurs mobilières du Québec est délicate. Si elle refuse d'intervenir dans les secteurs fonctionnellement à la limite de sa juridiction, le Québec risquerait de développer des foyers d'infection dangereux pour l'ensemble de l'économie. Si par contre, elle décidait d'agir, elle se prêterait aux critiques malveillantes de ceux qui auraient intérêt à le faire. Nous croyons qu'à date elle a été prudente et efficace à la fois, mais ces notions jurent ensemble et l'équilibre instable qu'elles engendrent est vulnérable.

BIBLIOGRAPHIE *

Articles de revues

- AUGUSTINE D. and HRUSOFF, R.R., « Franchise Regulation », 21 *Hastings L.J.* 1347 (1970).
- AUGUSTINE D. and HRUSOFF, R.R., « Franchising Under the Securities Act of 1933 and the California Corporation Code », 44 *Los Angeles B. Bull.* 555 (1969).
- BERMAN A.M. and STONE, A.D., « Federal Securities Law and the Sale of Condominiums, Homes and Homesites », 30 *Bus. Law* 411 (1975).
- BILL, A.H., « Employee Payroll Savings Plans and the Federal Securities Laws », 23 *Prac. Law.* 59 (1977).
- BLOOMENTHAL, H.S., « The Many Faces of a Security », 22 *Prac. Law.* no 1, 43 et no 2, 29 (1976).
- BROMBERG, A.R., « Commodities Law and Securities Law », 1 *J. of Corp. L.* 217 (1976).
- BROWN, H., « Franchising: Fraud, Concealment and Full Disclosure », 33 *Ohio L.J.* 517 (1972).
- CLURMAN, D., « Condominiums as Securities: A Current Look », 19 *N.Y. L.F.* 457 (1974).
- COCHRAN, H.M., « Dare to be Great, Inc! : A Case Study of Pyramid Sales Plan Regulation », 33 *Ohio St. L.J.* 676 (1972).
- COFFEY, J.R., « The Economic Realities of a "Security": Is There a More Meaningful Formula? », 18 *W. Res. L. Rev.* 367 (1967).
- COLEMAN, M.H., « A Franchise Agreement: Not a "Security" Under the Securities Act of 1933 », 22 *Bus. Law* 493 (1967).
- CROCKER, L.J., « Investment Contracts Under Federal and State Law », 17 *W. Res. L. Rev.* 1108 (1966).
- CROCKETT, W.F., « Condominiums and the Sale of Securities Acts », 4 *Hawai B.J.* 4 (1967).
- DICKEY R.R. and THORPE, B.K., « Federal Securities Regulation on Condominium Offerings », 19 *N.Y. L.F.* 473 (1974).
- DORROH, P.E., « S.E.C. Regulation of California Real Estate Syndicates », 61 *Cal. L. Rev.* 205 (1973).
- ELLSWORTH, D.G., « Condominiums are Securities? », 2 *Real Estate L.J.* 694 (1974).
- ERWIN, G.D., « Partnership Interests as Securities », 9 *Creighton L. Rev.* 310 (1975).
- FEIGER, R.E., « Resurrecting the Spirit of the Securities Act of 1933 », 27 *Sw. L.J.* 554 (1973).
- FELDMAN M. and ROTHSCHILD, V.H., « Executive Compensation and Federal Securities Legislation », 55 *Mich. L. Rev.* 1115 (1957).
- FRAUST, D.L., « What is a Security: How Elastic is the Definition? », 3 *Sec. Reg. L.J.* 219 (1975).
- FREEDMAN, R.L., « An Analysis of the Franchise Agreement Under Federal Securities Law », 27 *Syracuse L. Rev.* 919 (1976).
- GOODWIN, B., « Franchising in the Economy: The Franchise Agreement as a Security Under Securities Acts, Including 10b-5 Considerations », 24 *Bus. Law* 1311 (1969).

* Cette bibliographie dépasse le cadre strict de la définition d'un contrat de placement de fonds pour couvrir le domaine plus large de la définition d'une valeur mobilière.

- GOODWIN, B., « Franchising Law Matures », 28 *Bus. Law* 703 (1973).
- GOODWIN, B., « The Name of the Franchising Game is: The Franchise Fee, The Celebrity or Basic Operations? », 25 *Bus. Law* 1403 (1970).
- GREEN, H.T., « The Regulation of Franchising Under the Securities Law », 6 *Ga. St. B.J.* 357 (1970).
- GRESHAM, Z.O., « Employee Stock Ownership Plans: Obligations of the Sponsor and Protection of the Beneficiaries Under the Federal Securities Laws », *Am. U. L. Rev.* 569 (1977).
- GRIMES, L.B. and KING, D.R., « A Look at Condominium Offerings Under the Federal Securities Laws — For the Idaho Lawyer », 9 *Idaho L. Rev.* 149 (1973).
- HAMMETT, H.D., « Any Promissory Note: The Obscene Security; a Search for the Non-Commercial Investment », 7 *Texas Tech. L. Rev.* 25 (1975).
- HANNAN J.T. and THOMAS, W.E., « The Importance of Economic Reality and Risk in Defining Federal Securities », 25 *Hastings L.J.* 219 (1974).
- HODES, S. and DREYFOS, D., « Discretionary Trading Accounts in Commodity Futures: Are They Securities? », 30 *Bus. Law* 99 (1974).
- HOISINGTON, B.L., « Condominiums and the Corporate Securities Law », 14 *Hastings L.J.* 241 (1963).
- HOLLAND, A. and YERES, W.L., « Employee Benefit Plans and Federal and California Securities Law », 33 *Bus. Law* 1727 (1978).
- HRUSOFF, R.R., « Securities Aspects of Real Estate Partnerships », 11 *Cal. West. L. Rev.* 425 (1975).
- HYDE, A.L., « Employee Stock Plans and the Securities Act of 1933 », 16 *West. Res. L. Rev.* 75 (1964).
- KRUPSKY, J.F., « Federal Securities Law and Variable Annuity Contracts », 24 *Drake L. Rev.* 839 (1975).
- LIPTON, M. and KATZ, G.A., « "Notes" Are Not Always Securities », 30 *Bus. Law* 763 (1975).
- LIPTON, M. and KATZ, G.A., « "Notes" Are (Are not?) Always Securities — A Review », 29 *Bus. Lawyer* 861 (1974).
- LONG, J.C., « The Naked Commodity Option Contract as a Security », 15 *Wm & Mary L. Rev.* 211 (1973).
- LONG, J.C., « The Expanding Definition of "Security" Under the Blue Sky Laws », 2 *Sec. Reg. L. Rev.* 217 (1974).
- LONG, J.C., « Don't Forget the Securities Act », 26 *Okla. L. Rev.* 160 (1973).
- LONG, J.C., « An Attempt to Return "Investment Contracts" to the Mainstream of Securities Regulation », 24 *Okla. L. Rev.* 135 (1971).
- LONG, J.C., « Partnership, Limited Partnership and Joint Venture Interests as Securities », 37 *Mo. L. Rev.* 580 (1972).
- LONG, J.C., « Introduction to Symposium: Interpreting Statutory Definition of a Security: Some Pragmatic Considerations », 6 *St. Mary's L.J.* 96 (1974).
- LOSS, L., « The Impact of the Federal Securities Code on Variable Contracts », 32 *Bus. Law* 875 (1977).
- MAFSKY, J.S., « Some Comments on the Expanding Definition of "Security" », 27 *U. Miami L. Rev.* 395 (1973).

- MCVAY, L.L. and MURCHISON, D.R., « Federal Securities Regulation of Condominiums », 62 *Geo. L.J.* 1403 (1974).
- MILLER, W.W., « Cooperative Apartments: Real Estate or Securities? », 45 *Boston U. L. Rev.* 465 (1965).
- MIRAHAN, D.J., « State and Federal Regulation of Condominiums », 55 *Marq. L. Rev.* 55 (1975).
- MUNDHEIM, R.H. and HENDERSON, G.D., « Applicability of the Federal Securities Laws to Pension and Profit-Sharing Plans », 29 *Law & Contemp. Prob.* 795 (1964).
- MURDOCK, C.W., « Tax Sheltered Securities: Is There a Broker-Dealer in the Woodwork? », 25 *Hastings L.J.* 518 (1974).
- PASQUESI, T.A., « The Expanding "Securities" Concept », 49 *Ill. B.J.* 728 (1961).
- POLLOCK, P.R., « Notes Issued in Syndicated Loans — A New Test to Define Securities », 32 *Bus. Law* 537 (1977).
- RIFKIND R.G. and BORTON, M.E., « SEC Registration of Real Estate Interests: An Overview », 27 *Bus. Law* 649 (1972).
- ROHAN, P.J., « The Securities Law Implications of Condominium Marketing Programs Which Feature a Rental Agency or Rental Pool », 2 *Conn. L.R.* 1 (1969).
- ROSENBAUM, R.D., « The Resort Condominium and the Federal Securities Law: A Case Study in Governmental Inflexibility », 60 *Va. L. Rev.* 785 (1974).
- SCHNEIDER C.W. and KANT, R.S., « Uncertainty Under the Securities Act », 26 *Bus. Law* 1623 (1971).
- SCHWEITZER, J.M., « Commercial Paper and the Securities Act of 1933 », 63 *Geo. L.J.* 1245 (1975).
- SHIPLEY, C.L., « The SEC's Expanding Definition of a Security », 37 *N.Y. St. B.J.* 521 (1965).
- SOBIESKI, J.G., « Securities Regulation in California: Recent Developments », 11 *U. Cal. Los Angeles L. Rev.* 1 (1963).
- SOBIESKI, J.G., « What is a Security? » 25 *Mercer L. Rev.* 381 (1974).
- TEW J.A. and FREEDMAN, D., « In Support of *S.E.C. v. W.J. Howey Co.*: A Critical Analysis of the Parameters of the Economic Relationship Between an Issuer of Securities and the Securities Purchaser », 27 *U. Miami L. Rev.* 407 (1973).

Notes, commentaires et rapports

- « Another Way to Regulate the Resort Development Boom », 27 *Okla. L. Rev.* 104 (1974).
- « Application of the Federal Securities Laws to Non-Contributory Defined Benefit Pension Plans », 45 *U. Chi. L. Rev.* 124 (1977).
- « Bank Loan Participations as Securities: Notes, Investment Contracts, and the Commercial/Investment Dichotomy », 15 *Duquesne L. Rev.* 261 (1977).
- « Blue Sky Laws: Sale of Oil Lease By Parcels », 17 *S. Cal. L. Rev.* 324 (1944).
- « Commercial Notes and Definition of A Security Under the Securities Exchange Act of 1934: A Note is A Note? », 52 *Nebraska L. Rev.* 478 (1973).
- « Community Apartments: Condominium or Stock Cooperative », 50 *Cal. L. Rev.* 299 (1962).
- « Condominium Regulation: Beyond Disclosure », 123 *U. Pa. L. Rev.* 639 (1975).

- «Cooperative Housing Corporation and the Federal Securities Laws», 71 *Colum. L. Rev.* 118 (1971).
- «Corporate Securities Act: Are Notes Secured by Mortgage "Securities" Under the Act?», 19 *Cal. L. Rev.* 641 (1931).
- «*Daniel v. International Brotherhood of Teamsters: General Report of Study Group of 1933 Act to the Committee on Federal Regulation of Securities*», 32 *Bus. Law.* 1925 (1977).
- «Definition of "Security" Within Meaning of Federal Statute: Investment Contracts», 36 *Colum. L. Rev.* 683 (1936).
- «Federal Securities Regulation of Condominiums: A Purchasers' Perspective», 62 *Geo. L.J.* 1403 (1974).
- «Florida Condominiums — Developer Abuses and Securities Law Implications Create a Need for a State Regulatory Agency», 25 *U. Fla L. Rev.* 350 (1973).
- «*Forman v. Community Services, Inc.*» (2nd Cir. 1974), 53 *Tex. L. Rev.* 623 (1975).
- «Founder Member Contracts Defined as Securities Under Risk — Capital Test», 18 *Wayne L. Rev.* 1141 (1972).
- «Franchise Agreement», 24 *Vand. L. Rev.* 638 (1971).
- «Franchise Regulation: An Appraisal of Recent State Legislation», 13 *B. C. Ind. & Com. L. Rev.* 529 (1972).
- «Franchise Regulation Under the California Corporate Securities Law», 5 *San Diego L. Rev.* 140 (1968).
- «Franchises and Founders' Contracts: Securities or Not?», 8 *Idaho L. Rev.* 146 (1971).
- «Franchises Sales: Are They Sales or Securities?», 34 *Albany L. Rev.* 383 (1970).
- «Glenn Turner: Closer to Economic Realities», 52 *N. Carolina L. Rev.* 476 (1973).
- «Is a Limited Partnership Interest a "Security": The Current State of the California and Federal Definitions Add a Legal Dimension to Economic Speculation», 16 *Santa Clara L. Rev.* 311 (1976).
- «Meaning of "Security" Under Section 2(1) of the Securities Act», 37 *Colum. L. Rev.* 650 (1937).
- «Meaning of "Security" Within the Federal Securities Act of 1933 and Comparable State Legislation», 28 *Cal. L. Rev.* 410 (1940).
- «*Mr. Steak Inc. v. River City Steak, Inc.*», 24 *Vand. L. Rev.* 638 (1971).
- «Notes as Securities Under the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934», 36 *Maryland L. Rev.* 233 (1976).
- «Pension Plans as Securities», 96 *U. of Penn. L. Rev.* 549 (1948).
- «Protecting the Franchise Through the Securities Laws», 26 *Okla. L. Rev.* 604 (1973).
- «Pyramid Schemes: Dare to be Regulated», 61 *Geo. L.J.* 1257 (1973).
- «Regulation of the Franchise as a Security», 19 *J. Pub. L.* 105 (1970).
- «Resale of Assignments of Oil and Gas Leases as Security — Investment Contract», 12 *Geo. Wash. L. Rev.* 494 (1944).
- «*S.E.C. v. Glenn W. Turner Enterprises*», (9th Cir. 1973), 27 *U. Miami L. Rev.* 487 (1973).
- «*S.E.C. v. Glenn W. Turner Enterprises*», (9th Cir. 1973), 51 *Texas L. Rev.* 788 (1973).
- «*S.E.C. v. Haffender-Rimar International*», (4th Cir. 1974), 32 *Wash. and Lee L. Rev.* 562 (1975).

- «*SEC v. Howey*», (S. Ct. 1946), 46 *Colum. L. Rev.* 885 (1946).
- «*SEC v. United Benefit Life Insurance Co.*», (S. Ct. 1967), 19 *Syracuse L. Rev.* 182 (1967).
- «Securities and Real Estate: Where the Twain Meets», 2 *Sec. Reg. L.J.* 48 (1974).
- «Securities Regulation of Employee Pension Plans: In the Wakes of the Daniel Decision», 38 *U. of Pitt. L. Rev.* 697 (1977).
- «Securities Regulation of Pyramid Schemes», 51 *Tex. L. Rev.* 788 (1973).
- «Shares of Cooperative Housing Corporation Are Securities», 62 *Geo. L. J.* 1515 (1974).
- «Student Symposium — Franchises As Securities», 33 *Ohio St. L.J.* 641 (1972).
- «Symposium: What is a Security?», *Wash. U. L. Q.* 815 (1974).
- «*Tcherepnin v. Knight*», (S. Ct. 1966), 81 *Harv. L. Rev.* 495 (1967).
- «*Tcherepnin v. Knight*», (S. Ct. 1966), 42 *Tulane L. Rev.* 898 (1968).
- «*1050 Tenants Corp. v. Jakobson*», (S.D. N.Y. 1973), 8 *Suffolk U.L. Rev.* 1289 (1974).
- «The Commercial Paper Market & The Securities Acts», *U. Chi. L. Rev.* 363 (1972).
- «The Evolution of Investment Contracts as a Security Under the Federal Securities Law», 25 *Syracuse L. Rev.* 690 (1974).
- «The Expanding Definition of "Security": Sale-Leasebacks and Other Commercial Leasing Arrangements», *Duke L. J.* 1221 (1972).
- «The Franchise Agreement: A Security for Purpose of Regulation», *III. L. Forum* 130 (1970).
- «The Franchise as a Security: Application of the Securities Laws to Owner-Operated Franchises», 11 *B. C. Ind. & Comm. L. Rev.* 228 (1970).
- «The Regulation of Risky Investments», 83 *Harv. L. Rev.* 603 (1970).
- «*United Housing Foundation, Inc. v. Forman*», (S. Ct. 1975), 28 *U. Fla L. Rev.* 296 (1975).
- «*United Housing Foundation v. Forman*», (S. Ct. 1975), 9 *Loyola of L.A. L. Rev.* 206 (1975).
- «*United Housing Foundation v. Forman*», (S. Ct. 1975), 21 *Vill. L. Rev.* 353 (1976).
- «*United Housing Foundation v. Forman*», (S. Ct. 1975), 17 *B. C. I. & Comm. L. Rev.* 287 (1976).
- «*United Housing Foundation v. Forman*», (S. Ct. 1975) 89 *Harv. L. Rev.* 254 (1975).
- «Variable Annuity Held to Be a Security and Subject to Registration with SEC», 34 *St. John's L. Rev.* 150 (1959).
- «Variable Annuity Policies Subject to SEC Regulation», 28 *Fordham L. Rev.* 379 (1959).
- «Variable Life Insurance and the Federal Securities Laws», 25 *Maine L. Rev.* 241 (1973).
- «What is a Security? Howey, Turner Enterprises and Franchise Agreements», 22 *Kan. L. Rev.* 55 (1973).
- «Written Contracts Between Speculator and Persons Furnishing Funds for Speculation as Securities Within Meaning of Act», 4 *Geo. Wash. L. Rev.* 156 (1935).