

The Royal Bank of Canada *Appellant;*

and

**First Pioneer Investments Limited, Murray
Edgar Hogarth and Brian Spence**
Respondents.

File No.: 16637.

1983: November 9, 10; 1984: September 17.

Present: Estey, McIntyre, Chouinard, Lamer and
Wilson JJ.

ON APPEAL FROM THE COURT OF APPEAL FOR
ONTARIO

*Creditor and debtor — Securities — Registration —
Debentures — Holder of unregistered debenture realiz-
ing assets securing the debt — Whether or not other
creditors entitled to share proceeds — The Corporation
Securities Registration Act, R.S.O. 1970, c. 88, s. 2(1).*

The Royal Bank loaned Rent-A-Bug Limited, a car rental franchisor, \$40,000 secured by the personal guarantee of the three principals of the parent company. To overcome a persistent overdraft situation with the Bank and chronic shortage of working capital, Rent-A-Bug's principals approached the Pioneer Group of companies one of which was a successful franchisee. First Pioneer purchased a \$60,000 interest in a debenture held by Rent-A-Bug's parent company on Rent-A-Bug's assets. The debenture, despite instructions to the contrary, was never registered. When it became apparent that Rent-A-Bug was nearing financial failure, the Bank cancelled its overdraft privileges and, contrary to its agreement with Rent-A-Bug, applied the proceeds of the sale of Rent-A-Bug's U.S. business to reduce the overdraft. The debenture, having gone into default, First Pioneer proceeded to exercise its power of sale. Although the Bank had actual notice of the debenture and knew of First Pioneer's intentions, it raised no objections and called upon the personal guarantor.

The Bank sues on its own behalf and on behalf of all other unsecured creditors of Rent-A-Bug for an accounting, for a share of the proceeds of sale and for damages. Both lower courts found no taint of fraud in the actions taken by First Pioneer and dismissed the action. The issue is whether the holder of an unregistered debenture can as a secured creditor realize on his

Banque Royale du Canada *Appelante;*

et

**First Pioneer Investments Limited, Murray
Edgar Hogarth et Brian Spence** *Intimés.*

N° du greffe: 16637.

1983: 9, 10 novembre; 1984: 17 septembre.

Présents: Les juges Estey, McIntyre, Chouinard, Lamer
et Wilson.

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

*Créancier et débiteur — Sûretés — Enregistrement
— Débentures — Réalisation des biens garantissant la
dette par le détenteur d'une débenture non enregistrée
— Les autres créanciers ont-ils le droit de partager le
produit de la vente? — The Corporation Securities
Registration Act, R.S.O. 1970, chap. 88, art. 2(1).*

La Banque Royale a prêté à Rent-A-Bug Limited, un concédant d'agences de location d'automobiles, 40 000 \$ garantis par la caution personnelle de trois dirigeants de la société mère. Pour faire face au découvert bancaire constant et au manque chronique de fonds de roulement, les dirigeants de Rent-A-Bug sont entrés en pourparlers avec le groupe de sociétés Pioneer, dont une exploitait une concession florissante. First Pioneer a acquis une part de 60 000 \$ dans une débenture détenue par la société mère de Rent-A-Bug sur l'actif de cette dernière. Malgré des instructions de le faire, la débenture n'a jamais été enregistrée. Lorsqu'il est devenu clair que Rent-A-Bug frôlait la catastrophe financière, la Banque a annulé le droit au découvert et, contrairement à l'entente intervenue entre elle et Rent-A-Bug, elle a utilisé le produit de la vente de Rent-A-Bug des États-Unis pour réduire le découvert. La débenture étant en souffrance, First Pioneer a exercé son droit de faire vendre les biens. Bien que la Banque ait eu une connaissance effective de la débenture et ait été au courant des intentions de First Pioneer, elle n'a pas formulé d'opposition, mais elle s'est adressée à la caution personnelle.

La Banque poursuit pour son compte et pour le compte de tous les créanciers chirographaires de Rent-A-Bug et demande une reddition de compte, une partie du produit de la vente et des dommages-intérêts. Les cours d'instance inférieure ont conclu à l'absence d'apparence de fraude dans la conduite de First Pioneer et ont rejeté l'action. Il s'agit de savoir si le détenteur

security before unsecured creditors have a chance to intervene to avoid the transaction.

Held: The appeal should be allowed.

Registration required under s. 2(1) of *The Corporation Securities Registration Act* is to enable the parties dealing with the debtor to determine conclusively what security interests in the debtor's assets are in existence before advancing credit. The prevention of fraudulent preferences for a particular creditor is only a narrow consequence of this registration scheme. The crucial relationship at which the Act is aimed, therefore, is that between the holder of the unregistered instrument and the other unsecured creditors, rather than the relationship between the holder of the unregistered instrument and the debtor. Although the effect of the non-registration is to render void the debenture holder's preference *vis-à-vis* the unsecured creditors, the statutory requirement is not geared toward rendering the debt itself void. The unregistered debenture continues to be valid in so far as it embodies an enforceable contract.

Stein v. The Ship "Kathy K", [1976] 2 S.C.R. 802; *Beaudoin-Daigneault v. Richard*, [1984] 1 S.C.R. 2, applied; *Re Shelly Films Ltd.*, [1963] 1 O.R. 431, overruled; *Clarkson v. McMaster & Co.* (1895), 25 S.C.R. 96; *Re Perrier-Roy-Therrien Ltd.*, [1970] 3 O.R. 765; *Meharg v. Lumbers* (1896), 23 O.A.R. 51; *Re Crichton Enterprises Ltd.* (1979), 31 C.B.R. (N.S.) 43; *Baker v. Leeson* (1882), 1 O.R. 114; *Althen Drilling Co. v. Machinery Depot Ltd.* (1960), 23 D.L.R. (2d) 148, referred to.

APPEAL from a judgment of the Ontario Court of Appeal (1981), 121 D.L.R. (3d) 510, 32 O.R. (2d) 121, 39 C.B.R. (N.S.) 147, dismissing an appeal from a judgment of Parker A.C.J.H.C. Appeal allowed.

Eric R. Murray, Q.C., and Paul S. Rouleau, for the appellant.

A. M. Rock and M. S. F. Watson, for the respondents.

The judgment of the Court was delivered by

WILSON J.—This action was brought by the appellant Bank on behalf of all the creditors of a bankrupt company called Rent-A-Bug Limited

d'une débenture non enregistrée peut, à titre de créancier privilégié, exercer sa sûreté avant que les créanciers chirographaires aient l'occasion d'agir et d'empêcher l'opération.

Arrêt: Le pourvoi est accueilli.

L'enregistrement exigé par le par. 2(1) de *The Corporation Securities Registration Act* vise à permettre aux parties qui sont en relations avec le débiteur d'établir de façon définitive quelles sûretés grèvent ses biens avant de lui faire crédit. La prévention de la préférence frauduleuse d'un créancier en particulier n'est qu'une conséquence limitée de ce système d'enregistrement. Le rapport important visé par la Loi est donc le rapport entre le détenteur de la sûreté non enregistrée et les autres créanciers chirographaires plutôt que le rapport entre le détenteur de la sûreté non enregistrée et le débiteur. Bien que la conséquence du défaut d'enregistrer soit de rendre nulle la préférence du détenteur de la débenture à l'égard des autres créanciers chirographaires, l'exigence de la Loi ne tend pas à rendre la dette elle-même nulle. La débenture non enregistrée reste valide pour autant qu'elle concrétise un contrat exécutable.

Jurisprudence: arrêts appliqués: *Stein c. Le navire "Kathy K"*, [1976] 2 R.C.S. 802; *Beaudoin-Daigneault c. Richard*, [1984] 1 R.C.S. 2; arrêt rejeté: *Re Shelly Films Ltd.*, [1963] 1 O.R. 431; arrêts mentionnés: *Clarkson v. McMaster & Co.* (1895), 25 R.C.S. 96; *Re Perrier-Roy-Therrien Ltd.*, [1970] 3 O.R. 765; *Meharg v. Lumbers* (1896), 23 O.A.R. 51; *Re Crichton Enterprises Ltd.* (1979), 31 C.B.R. (N.S.) 43; *Baker v. Leeson* (1882), 1 O.R. 114; *Althen Drilling Co. v. Machinery Depot Ltd.* (1960), 23 D.L.R. (2d) 148.

POURVOI contre un arrêt de la Cour d'appel de l'Ontario (1981), 121 D.L.R. (3d) 510, 32 O.R. (2d) 121, 39 C.B.R. (N.S.) 147, qui a rejeté l'appel interjeté contre un jugement du juge Parker, juge en chef adjoint de la Haute Cour. Pourvoi accueilli.

Eric R. Murray, c.r., et Paul S. Rouleau, pour l'appelante.

A. M. Rock et M. S. F. Watson, pour les intimés.

Version française du jugement de la Cour rendu par

LE JUGE WILSON—L'action a été intentée par la Banque appelante pour le compte de tous les créanciers d'une société commerciale faillie appe-

("Rent-A-Bug"). Because the appellant has made allegations of fraud and improper dealing against the respondents it is necessary to review the facts giving rise to the action in some detail.

1. The facts

Rent-A-Bug was a car rental franchisor which, after an initial period of rapid expansion in 1973 and early 1974, through a series of circumstances beyond its control fell upon hard times. The concept of the franchise was that franchise holders would operate car rental agencies which dealt exclusively in Volkswagen "Beetles". At one point franchises were in existence from British Columbia to Quebec and in parts of the United States and England. Rent-A-Bug provided its franchise holders with the following services:

- (1) the right to use the Rent-A-Bug name and have the advantage of the company's advertising and other promotional material;
- (2) group discounts on purchases of "Beetles" from Volkswagen;
- (3) group discounts on insurance;
- (4) a system-wide car reservation plan; and (in some cases)
- (5) accounting services.

In return the franchise holders paid Rent-A-Bug a royalty of 10 per cent of their sales.

The principals of Rent-A-Bug were initially R. Wisener, J. R. Sorrenti and H. Sorrenti who held Rent-A-Bug through a parent company, Duffcote Holdings. Rent-A-Bug's banker was the appellant, the Royal Bank. The Royal Bank had loaned Rent-A-Bug \$40,000 secured by the personal guarantee of Wisener and the Sorrentis. Rent-A-Bug also ran a large overdraft with the Royal Bank in its operating account. Rent-A-Bug's overdraft fluctuated from time to time and at one point in March 1974 it reached as high as \$36,452.93. Under more ordinary circumstances it seems to have been in the \$10,000 to \$20,000 range.

lée Rent-A-Bug Limited («Rent-A-Bug»). Parce que l'appelante allègue des actes de fraude et des irrégularités de la part des intimés, il est nécessaire d'analyser en détail les faits qui ont donné lieu à la présente action.

1. Les faits

Rent-A-Bug était un concédant d'agences de location d'automobiles qui, après une première période de croissance rapide en 1973 et au début de 1974, a traversé des temps difficiles à cause d'un ensemble de circonstances hors de son contrôle. L'idée de la concession était que le concessionnaire exploitait des agences de location d'automobiles qui louaient exclusivement des «coccinelles» Volkswagen. À un moment donné, il y avait des concessions de la Colombie-Britannique au Québec, dans certaines parties des États-Unis et de l'Angleterre. Rent-A-Bug fournissait aux concessionnaires les services suivants:

- 1) le droit d'utiliser l'appellation Rent-A-Bug et le bénéfice de la publicité de la société et d'autres articles publicitaires;
- 2) des escomptes de volume sur l'achat de «coccinelles» de Volkswagen;
- 3) des escomptes de volume sur l'assurance;
- 4) un système de réservation sur tout le réseau et (dans certains cas)
- 5) des services de comptabilité.

En échange, les concessionnaires payaient à Rent-A-Bug une redevance équivalant à 10 p. 100 de leurs ventes.

Les dirigeants de Rent-A-Bug étaient au début R. Wisener, J. R. Sorrenti et H. Sorrenti qui possédaient Rent-A-Bug par l'intermédiaire d'une société mère, Duffcote Holdings. L'appelante, la Banque Royale, était le banquier de Rent-A-Bug. La Banque Royale a prêté 40 000 \$ à Rent-A-Bug garantis par la caution personnelle de Wisener et des Sorrenti. Le compte d'exploitation de Rent-A-Bug à la Banque Royale avait également un découvert. Le découvert de Rent-A-Bug variait et a atteint, en mars 1974, la somme de 36 452,93 \$. Normalement, il semble qu'il se situait entre dix et vingt-mille dollars.

The respondent, First Pioneer Investments Limited ("First Pioneer") is part of the "Pioneer" group of companies controlled by the respondent Hogarth. It would appear that all of the shares in the relevant Pioneer Companies were held by Hogarth or members of his immediate family. The respondent Spence was an employee of First Pioneer and was responsible on a day-to-day basis for the company's involvement with Rent-A-Bug.

In late 1973 and early 1974 because of its rapid expansion Rent-A-Bug was chronically short of working capital. Pioneer Petroleum, one of the Pioneer group of companies, operated gas stations along the Niagara Peninsula and in conjunction with these operations ran a successful Rent-A-Bug franchise. The principals of Rent-A-Bug approached the Pioneer companies in search of working capital. At first this involved the prepayment of royalties but in December of 1973 First Pioneer purchased a \$60,000 interest in a \$110,000 debenture held by Duffcote Holdings, Rent-A-Bug's parent company, on Rent-A-Bug's assets.

In 1974 First Pioneer made a series of loans to Rent-A-Bug in order to inject working capital. It received as security a debenture for \$55,000 from Rent-A-Bug, the debenture being dated March 15, 1974. Rent-A-Bug's lawyers were instructed to register the debenture but they failed to do so. This debenture is the subject of the present action.

At the same time Hogarth and Spence became officers and directors of Rent-A-Bug. From that time forward Spence assumed major responsibility for overseeing Rent-A-Bug's day-to-day operations. While things went well for Rent-A-Bug in the summer of 1974, the bottom fell out of the business in the fall and winter of 1974 and early 1975. There were several reasons for this decline. In the fall of 1974 Volkswagen discontinued the manufacture of Beetles. The Volkswagen "Rabbit" was in short supply and did not represent a viable alternative. Furthermore it was discovered that the company had no trade mark on the Rent-A-Bug name and Volkswagen dealers across the country were opening up car rental agencies and trading on Rent-A-Bug's goodwill. Finally, the

L'intimée First Pioneer Investments Limited («First Pioneer») appartient au groupe de sociétés «Pioneer» contrôlées par l'intimé Hogarth. Il appert que toutes les actions des sociétés Pioneer en cause appartenaient à Hogarth ou à des membres de sa proche famille. L'intimé Spence était un employé de First Pioneer et s'occupait de l'administration quotidienne de la société avec Rent-A-Bug.

À la fin de 1973 et au début de 1974, à cause de son expansion rapide, Rent-A-Bug était toujours à court de fonds de roulement. Pioneer Petroleum, une des sociétés du groupe Pioneer, tenait des stations d'essence dans la péninsule du Niagara et, en même temps, exploitait une concession florissante de Rent-A-Bug. Les dirigeants de Rent-A-Bug sont entrés en pourparlers avec les sociétés Pioneer à la recherche de fonds de roulement. Au début, il s'est agi du paiement par anticipation de redevances, mais en décembre 1973 First Pioneer a acquis une part de 60 000 \$ dans une débenture de 110 000 \$ que Duffcote Holdings, la société mère de Rent-A-Bug, détenait sur l'actif de celle-ci.

En 1974, First Pioneer a consenti un certain nombre de prêts à Rent-A-Bug pour lui injecter des fonds de roulement. Elle a reçu en garantie de Rent-A-Bug une débenture de 55 000 \$ datée du 15 mars 1974. Les avocats de Rent-A-Bug ont reçu instruction d'enregistrer la débenture, mais ils ont omis de le faire. C'est cette débenture qui fait l'objet de la présente action.

À la même époque, Hogarth et Spence sont devenus dirigeants et administrateurs de Rent-A-Bug. À compter de cette époque, Spence a pris la responsabilité d'administrer les opérations quotidiennes de Rent-A-Bug. Même si les choses se sont bien passées pour Rent-A-Bug durant l'été de 1974, l'affaire s'est effondrée au cours de l'automne et de l'hiver 1974 et au début de 1975. Il y avait plusieurs motifs à ce déclin. En automne 1974, Volkswagen a cessé de fabriquer des «coccinelles». L'approvisionnement de «Rabbit» de Volkswagen était insuffisant et cette voiture ne représentait pas une solution de rechange viable. De plus, on a découvert que la société n'avait pas de marque de commerce sur l'appellation Rent-A-Bug et les concessionnaires Volkswagen de tout le

advent of provincial car insurance in British Columbia made the national group insurance services offered by Rent-A-Bug useless to its franchise holders in that province.

The net result of these developments was that Rent-A-Bug had no services of value to offer its franchise holders and the latter either dropped out or refused or were unable to make their royalty payments. In the course of this decline Rent-A-Bug was still running up bills and the company took a number of initiatives to cut down on its costs and to generate new capital. The most important of these was the sale in October 1974 of Rent-A-Bug's United States business for \$45,000. Rent-A-Bug had an agreement with the Bank that these funds would be earmarked as operating funds and would not be used by the Bank to pay down the company's overdraft. In fact, however, the Bank subsequently cancelled Rent-A-Bug's overdraft privileges and applied part of the money to the payment of the existing overdraft. With franchise holders unwilling to pay royalties and the Bank unwilling to extend further credit, it was probably apparent to all concerned by early 1975 that the company's chances of survival were slim, if not non-existent.

On February 19, 1975 First Pioneer acted on its debenture which was in default and appointed Spence as receiver. In short order Spence came to the conclusion that the company was not viable and proceeded to value its assets. He valued the office furniture at \$2,730 and the remaining franchises at \$10,000. He sold those assets to Pioneer Computing, another member of the Pioneer group, for \$12,730. The proceeds of the sale were returned to First Pioneer in partial satisfaction of its debenture.

Pioneer Computing subsequently changed its name to Pioneer Rent-A-Car and continued to operate the original Rent-A-Bug franchise system. Pioneer Rent-A-Car advised the holders of the Rent-A-Bug franchises that it would continue the accounting and other services which Rent-A-Bug

pays ouvraient des agences de location de voitures et exploitaient l'achalandage de Rent-A-Bug. Finalement, l'avènement de l'assurance automobile provinciale en Colombie-Britannique a rendu les services d'assurance-groupe offerts à l'échelle nationale par Rent-A-Bug inutiles pour les concessionnaires de cette province.

Le résultat net de ces événements a été que Rent-A-Bug n'avait plus de services utiles à offrir à ses concessionnaires et ces derniers abandonnaient l'affaire, refusaient ou étaient incapables de payer les redevances. Pendant cette période de déclin, Rent-A-Bug engageait encore des dépenses et la société a pris un certain nombre de mesures pour diminuer ses coûts et créer du nouveau capital. La plus importante de ces mesures a été la vente, en octobre 1974, de l'entreprise Rent-A-Bug des États-Unis pour 45 000 \$. Il était entendu entre Rent-A-Bug et la Banque que ces sommes seraient affectées au fonds d'exploitation et que la Banque ne s'en servirait pas pour réduire le découvert de la société. En réalité toutefois, la Banque a annulé le droit de Rent-A-Bug au découvert et a utilisé une partie de la somme au remboursement du découvert courant. Puisque les concessionnaires ne voulaient plus payer les redevances et que la Banque ne voulait plus faire crédit, il était probablement manifeste pour tous les intéressés au début de 1975 que les chances de la société de s'en sortir étaient minces, sinon nulles.

Le 19 février 1975, First Pioneer a fait valoir ses droits en vertu de la débenture qui était en souffrance et a nommé Spence à titre de séquestre. Sur le champ, Spence est arrivé à la conclusion que la société n'était pas viable et en a évalué l'actif. Il a évalué le mobilier de bureau à 2 730 \$ et les concessions restantes à 10 000 \$. Il a vendu cet actif à Pioneer Computing, une autre société du groupe Pioneer, pour le prix de 12 730 \$. Les recettes de la vente ont été remises à First Pioneer en paiement partiel de sa débenture.

Pioneer Computing a par la suite changé sa raison sociale qui est devenue Pioneer Rent-A-Car et a poursuivi l'exploitation du système initial de concessions de Rent-A-Bug. Pioneer Rent-A-Car a indiqué aux concessionnaires de Rent-A-Bug qu'elle continuerait de fournir des services de

had provided but at a reduced royalty of 5 per cent. Within six months Pioneer Rent-A-Car was out of business.

No evidence was presented to contradict Spence's assertion that he had valued Rent-A-Bug's office furniture fairly. Both Spence and Hogarth testified that in order to protect himself as receiver Spence had over-valued the Rent-A-Bug franchise. Hogarth's testimony forces one to the conclusion that the only reason Pioneer Computing paid \$10,000 for the franchises was that it knew that First Pioneer would get the money back on its debenture. In fact, it is probably fair to say that the franchises were worthless.

The Bank had actual notice of First Pioneer's debenture and its intentions throughout the relevant time period. No objection was made to Spence's appointment as receiver. Instead the Bank called upon Wisener as guarantor of its \$40,000 loan. The present action is in fact being financed by Wisener. The Bank is merely lending its name to the proceedings.

2. At trial

The case was tried before Parker A.C.J.H.C. who on November 7, 1974 found in favour of the respondents. In essence he found that while the circumstances of Spence's actions as receiver were such as to raise a presumption of fraud, the respondents had effectively rebutted that presumption. In particular, he found that Spence had been appointed as receiver in a *bona fide* attempt to make the Pioneer rental business viable and that this was done with the knowledge of the Bank. He further held that Spence's sale of Rent-A-Bug's assets to Pioneer Computing was a final attempt to recoup a small portion of First Pioneer's investment and that this did not constitute fraud. The respondents' reasoning for why Spence was appointed receiver instead of an outsider and why he did not seek an independent appraisal of Rent-A-Bug's assets was, in effect, that First Pioneer

comptabilité et les autres services que Rent-A-Bug avait déjà fournis, mais à un taux réduit de redevances de 5 p. 100. Moins de six mois plus tard, Pioneer Rent-A-Car fermait ses portes.

Aucun élément de preuve n'a été soumis pour contredire l'affirmation de Spence qu'il avait fait une évaluation honnête des meubles de bureau appartenant à Rent-A-Bug. Spence et Hogarth ont déposé que, dans le but de se protéger à titre de séquestre, Spence avait surévalué les concessions Rent-A-Bug. La déposition de Hogarth nous amène à conclure que la seule raison pour laquelle Pioneer Computing a payé les concessions 10 000 \$, c'est qu'elle savait que First Pioneer récupérerait cette somme en vertu de la débenture qu'elle détenait. En réalité, il est probablement juste d'affirmer que les concessions ne valaient rien.

Pendant toute la période en cause la Banque était effectivement au courant de l'existence de la débenture de First Pioneer et de ses intentions. Personne ne s'est opposé à la nomination de Spence à titre de séquestre. La Banque s'est plutôt adressée à Wisener en tant que caution du prêt de 40 000 \$. C'est Wisener qui en réalité supporte les frais de la présente action. La Banque n'est qu'un simple prête-nom dans ces procédures.

2. Le procès

La cause a été entendue par le juge en chef adjoint Parker de la Haute Cour qui, le 7 novembre 1974, a donné raison aux intimés. Essentiellement, il a conclu que, même si les circonstances accompagnant les agissements de Spence à titre de séquestre étaient de nature à soulever une présomption de fraude, les intimés avaient effectivement réfuté cette présomption. Plus précisément, il a conclu que Spence avait été nommé séquestre dans une tentative faite de bonne foi de rendre l'entreprise de location Pioneer viable et que le tout avait été fait au su de la Banque. Il a également conclu qu'en vendant l'actif de Rent-A-Bug à Pioneer Computing, Spence faisait une tentative ultime pour récupérer une petite partie de la mise de fonds de First Pioneer et qu'il ne s'agissait pas là d'une fraude. Les intimés ont expliqué pourquoi Spence avait été nommé séquestre plutôt qu'un

had already lost a lot of money on Rent-A-Bug and the company did not want to make further expenditures in appraising assets which it considered to be worthless. Finally, the trial judge held that Spence's appointment as receiver was valid as between Rent-A-Bug and First Pioneer and that Spence had not breached his duties as receiver.

3. On appeal

The Ontario Court of Appeal, in a short judgment by MacKinnon A.C.J.O., Jessup and Morden J.J.A. concurring, affirmed the judgment below. The Court pointed out that the trial judge's finding that the sale was for valuable consideration precluded the appellant from obtaining the relief it sought and made it unnecessary to consider the *Fraudulent Conveyances Act*, R.S.O. 1980, c. 176, and the *Assignments and Preferences Act*, R.S.O. 1980, c. 33. In addition, the Court relied on its own earlier judgment in *Re Shelly Films Ltd.*, [1963] 1 O.R. 431, for the proposition that First Pioneer's failure to register the debenture did not entitle the appellant and other unsecured creditors to share in the proceeds of the receiver's sale.

In accepting the trial judge's finding of fact of a proper sale the Court of Appeal correctly asserted that while it was open to the appellant to adduce evidence to challenge the value placed on Rent-A-Bug's assets by the receiver no such evidence had been put forward. This Court has made it clear that in the absence of palpable and overriding error on the trial judge's part which affected his assessment of the facts the findings at trial must be accepted: *Stein v. The Ship "Kathy K"*, [1976] 2 S.C.R. 802. Mr. Justice Lamer has recently stated in *Beaudoin-Daigneault v. Richard*, [1984] 1 S.C.R. 2, at p. 11, that this Court in reviewing the findings of fact of a trial judge will only interfere with such findings if it can "with certainty identify a determinative error".

étranger et pourquoi il n'avait pas demandé une évaluation indépendante de l'actif de Rent-A-Bug, en disant qu'en réalité, First Pioneer avait déjà perdu beaucoup d'argent avec Rent-A-Bug et que la société ne voulait pas engager d'autres dépenses pour évaluer un actif qu'elle considérait sans valeur. Enfin, le juge de première instance a conclu que la nomination de Spence à titre de séquestre était valide entre Rent-A-Bug et First Pioneer et que Spence n'avait pas manqué à ses obligations à titre de séquestre.

3. L'appel

La Cour d'appel de l'Ontario, dans un court jugement du juge en chef adjoint MacKinnon auquel les juges Jessup et Morden ont souscrit, a confirmé le jugement de première instance. La cour a souligné que la conclusion du juge de première instance selon laquelle il s'agissait d'une vente avec contrepartie valable empêchait l'appelante d'obtenir le redressement qu'elle demandait et rendait inutile l'examen de la *Fraudulent Conveyances Act*, R.S.O. 1980, chap. 176 et l'*Assignments and Preferences Act*, R.S.O. 1980, chap. 33. De plus, la cour a invoqué son arrêt antérieur *Re Shelly Films Ltd.*, [1963] 1 O.R. 431, pour affirmer que vu l'omission de First Pioneer d'enregistrer la débenture, l'appelante et les autres créanciers chirographaires n'avaient pas le droit d'obtenir une part du produit de la vente faite par le séquestre.

En acceptant la conclusion de fait du juge de première instance que la vente était valide, la Cour d'appel a à bon droit affirmé qu'il était loisible à l'appelante de produire des éléments de preuve pour contester la valeur attribuée à l'actif de Rent-A-Bug par le séquestre, mais qu'aucune preuve en ce sens n'avait été présentée. Cette Cour a dit expressément qu'en l'absence d'une erreur manifeste et dominante du juge de première instance, qui a faussé son appréciation des faits, il faut accepter les conclusions de première instance: *Stein c. Le navire "Kathy K"*, [1976] 2 R.C.S. 802. Le juge Lamer a dit récemment dans l'arrêt *Beaudoin-Daigneault c. Richard*, [1984] 1 R.C.S. 2, à la p. 11, que lorsque cette Cour analyse les conclusions de fait d'un juge de première instance, elle ne les modifie que si elle peut «identifier avec certitude une erreur déterminante».

4. The issue

Accepting then the findings of the learned trial judge that there was no fraud or improper dealing on the part of the respondents, the only issue of substance on this appeal is whether *Shelly Films* (*supra*) was correctly decided. The issue might be framed more fully as whether the scheme of *The Corporation Securities Registration Act*, R.S.O. 1970, c. 88, would be defeated by allowing the holder of an unregistered debenture to enjoy the position of a secured creditor by realizing on his security before unsecured creditors had a chance to intervene to avoid the transaction.

Section 2(1) of the Act reads in part:

2.—(1) Every mortgage and every charge, whether specific or floating, of chattels in Ontario created by a corporation, and every assignment of book debts, whether by way of specific or floating charge, made by a corporation engaged in a trade or business in Ontario and contained,

(b) in any bonds, debentures or debenture stock of the corporation as well as in the trust deed or other instrument securing the same, or in a trust deed or other instrument securing the bonds, debentures or debenture stock of any other corporation; or

is void as against creditors of the mortgagor or assignor, and as against subsequent purchasers or mortgagees from or under the mortgagor or assignor, in good faith, for valuable consideration and without notice, unless it is duly registered, and unless, if contained in a trust deed or other instrument to secure bonds, debentures or debenture stock, it complies with subsection 2.

The question of interpretation posed by the phrase "void as against creditors" has been a vexatious one for more than a century with the Courts fluctuating in their assessment of whether the words serve to render the unregistered debenture void *ab initio* or merely voidable at the timely insistence of other unsecured creditors. The Ontario Court of Appeal in the present case affirmed its own earlier decision in *Shelly Films*. In that case the court held that the unregistered

4. La question en litige

Si l'on accepte les conclusions du juge de première instance selon lesquelles il n'y a pas eu de fraude ou d'agissement malhonnête de la part des intimés, la seule question de fond soulevée dans ce pourvoi est de savoir si l'arrêt *Shelly Films* (précité) est bien fondé. On pourrait formuler la question de façon plus complète en se demandant si le fait de permettre au détenteur d'une débenture non enregistrée de se prévaloir des avantages d'un créancier privilégié en réalisant sa sûreté avant que les créanciers chirographaires aient l'occasion d'agir pour empêcher l'opération va à l'encontre de l'économie de *The Corporation Securities Registration Act*, R.S.O. 1970, chap. 88.

Voici un extrait du par. 2(1) de cette loi:

[TRADUCTION] 2.—(1) Toute hypothèque et toute sûreté, soit spécifique soit générale, à l'égard de biens mobiliers en Ontario créée par une société et toute cession de créances sous forme de sûreté, soit spécifique soit générale, consentie par une société commerciale en Ontario et contenue

b) dans toute obligation, débenture, action-débenture de la société ou dans tout acte de fiducie ou autre acte la créant, ou dans un acte de fiducie ou tout autre acte créant les obligations, débentures ou actions-débentures de toute autre société, ou

est nulle à l'égard des créanciers du débiteur hypothécaire ou du constituant et à l'égard des acquéreurs ou créanciers hypothécaires subséquents de ces derniers si l'acquisition ou l'hypothèque est consentie de bonne foi, contre une contrepartie valable et sans avis, à moins qu'elle ne soit régulièrement enregistrée et à moins, si elle est contenue dans un acte de fiducie ou un autre acte créant les obligations, débentures ou actions-débentures, qu'elle ne soit conforme au paragraphe 2.

Le problème d'interprétation soulevé par l'expression «nulle à l'égard des créanciers» est une question sur laquelle on achoppe depuis plus d'un siècle; l'avis des tribunaux a fluctué quant à savoir si cette expression a pour effet de rendre une débenture non enregistrée nulle *ab initio* ou simplement annulable à la demande présentée à temps par un des autres créanciers chirographaires. En l'espèce, la Cour d'appel de l'Ontario a confirmé son arrêt antérieur *Shelly Films*. Dans cette

chattel mortgage was voidable only so that the unsecured creditors could not claim against the mortgaged property after the chattel mortgagee had taken possession and sold the assets. The chattel mortgage at that point was spent and no longer subject to being avoided. The appellant, on the other hand, points out that the effect of the rule in *Shelly Films* is to allow a mortgage or debenture that is declared by statute to be void as against creditors if not registered to be made valid by the debenture holder going quickly into possession and selling the assets under his unregistered instrument before other unsecured creditors have a chance to voice a complaint. Indeed, the appellant argues that the reasoning in *Shelly Films* is something of an aberration since other courts, including this Court in *Clarkson v. McMaster & Co.* (1895), 25 S.C.R. 96, have held that the holder of an unregistered debenture or mortgage cannot enjoy the position of a secured creditor by subsequently realizing on the security.

The two distinct lines of thought on the proper interpretation of the term "void" in s. 2(1) of *The Corporation Securities Registration Act* may be said to reflect different views of the purpose underlying the Act's registration scheme. On one hand, the Ontario courts have tended to conclude that "a mortgage of chattels cannot be declared void after the mortgagee who has gone into possession has disposed of the assets": *Re Perrier-Roy-Therrien Ltd.*, [1970] 3 O.R. 765 (Ont. H.C.), at p. 770. It is evident that this line of cases has as its analytic focus the relationship between the unregistered debenture holder and the debtor so that, in the absence of evidence of fraud on the debenture holder's part, the security interest for which he bargained should not be undermined on the technicality of failure to conform to the registration requirements. As Burton J.A. indicated in *Meharg v. Lumbers* (1896), 23 O.A.R. 51 (Ont. C.A.), there appears to be no reason why the debenture should be void as between the debenture holder and the debtor if the only persons interested in

affaire, elle avait conclu que l'hypothèque mobilière non enregistrée était simplement annulable, de sorte que les créanciers chirographaires ne pouvaient pas faire valoir leur créance contre les biens grevés après que le créancier de l'hypothèque mobilière a pris possession des biens et les a vendus. À ce moment-là, l'hypothèque mobilière était éteinte et n'était plus susceptible d'annulation. D'autre part, l'appelante souligne que la règle énoncée dans l'arrêt *Shelly Films* a pour effet de permettre qu'une hypothèque ou une débenture déclarée nulle en vertu de la loi à l'égard des créanciers parce qu'elle n'a pas été enregistrée soit rendue valide par le détenteur de la débenture qui prend rapidement possession de l'actif et le vend en vertu de sa sûreté non enregistrée avant que les autres créanciers chirographaires aient l'occasion de protester. En réalité, l'appelante soutient que le raisonnement de l'arrêt *Shelly Films* est une forme d'aberration puisque d'autres tribunaux, y compris cette Cour dans l'arrêt *Clarkson v. McMaster & Co.* (1895), 25 R.C.S. 96, ont statué que le détenteur d'une débenture ou d'une hypothèque non enregistrée ne peut jouir du rang de créancier privilégié en faisant valoir ultérieurement sa sûreté.

On peut dire que les deux lignes de pensée quant à la bonne interprétation du mot «nulle» du par. 2(1) de *The Corporation Securities Registration Act* sont l'expression de points de vue différents sur le but vers lequel tend le régime d'enregistrement créé par la Loi. D'une part, les tribunaux de l'Ontario ont eu tendance à conclure que [TRADUCTION] «une hypothèque mobilière ne peut être déclarée nulle après que le créancier hypothécaire a pris possession et disposé des biens»: *Re Perrier-Roy-Therrien Ltd.*, [1970] 3 O.R. 765 (H.C. Ont.), à la p. 770. Il est manifeste que cette jurisprudence centre son analyse sur les rapports qui existent entre le détenteur d'une débenture non enregistrée et le débiteur de sorte que, en l'absence de preuve de fraude de la part du détenteur de la débenture, il ne faut pas diminuer la valeur de la sûreté qu'il a négociée en raison du vice de forme que constitue l'omission de se conformer à l'obligation d'enregistrer. Comme le souligne le juge Burton dans l'arrêt *Meharg v. Lumbers* (1896), 23 O.A.R. 51 (C.A. Ont.), il ne paraît pas y avoir de

having the debenture set aside (*i.e.* the unsecured creditors of the same debtor) have not done so. The tendency to reason in this way is even stronger in cases such as *Shelly Films* where the assets have not only been realized by the debenture holder but have been transferred to a *bona fide* purchaser for value without notice. When viewed in this light the statutory registration scheme is seen to exist in order to prevent the fraudulent seizure and sale of assets by unsecured creditors. In the absence of such fraud no purpose is served by declaring void a legitimately bargained, albeit unregistered, security interest.

On the other hand, the Nova Scotia Supreme Court, in its interpretation of an almost identical provision in that province's *Corporation Securities Registration Act*, R.S.N.S. 1967, c. 60, s. 2, took as its analytic starting point the proposition that "Surely the purpose of the Act is to give notice to creditors of documents secured against property of the debtor": *Re Crichton Enterprises Ltd.* (1979), 31 C.B.R. (N.S.) 43, at p. 52. From this point of view the prevention of fraud may represent an implicit benefit conferred by the registration scheme but it is not the goal toward which the registration requirement is primarily aimed. Rather, in the words of Chancellor Boyd in *Baker v. Leeson* (1882), 1 O.R. 114, (one of the few Ontario cases to find unregistered security instruments void rather than voidable) at p. 117:

The object of the act is plainly, by means of registration, to inform everybody that goods apparently in the possession and ownership of A. are not in truth his, but are held by him subject to the claim of B. under a chattel mortgage or a bill of sale. The object of the Act is to enforce a visible and actual transfer of possession upon every change of ownership, or to compel the recording of the instruments which manifest the change of property. The intent is, that persons who are about to become the creditors of others by parting with money or money's worth, may, by searches in the public office, obtain information for their guidance; and that the ostensible owners of chattels may not gain fictitious credit on the faith of property which is either encumbered or belongs

motif de déclarer la débenture nulle entre son détenteur et le débiteur si les seules personnes intéressées à faire écarter la débenture (c'est-à-dire les créanciers chirographaires du même débiteur) ne l'ont pas fait. La tendance à raisonner de cette façon est encore plus forte dans les cas comme l'affaire *Shelly Films* où non seulement le détenteur de la débenture a liquidé les biens mais les a cédés contre valeur à un acquéreur de bonne foi sans avis. Vu dans cette perspective, le régime juridique d'enregistrement paraît exister pour prévenir la saisie et la vente frauduleuses des biens par les créanciers chirographaires. En l'absence de pareille fraude, il n'est pas utile de déclarer nulle une sûreté légitimement contractée même si elle n'a pas été enregistrée.

D'autre part, la Cour suprême de la Nouvelle-Écosse a interprété une disposition presque identique de la loi de cette province intitulée *Corporation Securities Registration Act*, R.S.N.S. 1967, chap. 60, art. 2, et a commencé son analyse en disant que [TRADUCTION] «À coup sûr la Loi vise à notifier les créanciers de l'existence de sûretés grevant la propriété du débiteur»: *Re Crichton Enterprises Ltd.* (1979), 31 C.B.R. (N.S.) 43, à la p. 52. Dans cette perspective, la prévention de la fraude peut constituer un avantage implicite offert par le régime d'enregistrement, mais ce n'est pas le but premier de l'obligation d'enregistrer. Ce serait plutôt, selon les paroles du chancelier Boyd dans *Baker v. Leeson* (1882), 1 O.R. 114, (un des rares arrêts de l'Ontario à conclure qu'une sûreté non enregistrée est nulle plutôt qu'annulable) à la p. 117:

[TRADUCTION] Le but de la Loi est manifestement d'indiquer à tous, au moyen de l'enregistrement, que des biens apparemment en la possession et la propriété de A. ne lui appartiennent pas vraiment, mais qu'il les détient sous réserve des droits de B. en vertu d'une hypothèque mobilière ou d'un acte de cession. Le but de la Loi est d'effectuer une transmission réelle et apparente de possession pour tout changement de propriété ou d'exiger l'enregistrement de tout acte qui comporte un changement de propriété. Le but est de permettre à ceux qui sont sur le point de devenir créanciers d'autres personnes par le versement de sommes d'argent ou de valeurs, de se renseigner, pour leur propre gouverne, au moyen de recherches au bureau d'enregistrement et d'empêcher que les propriétaires apparents de biens mobiliers

to other people.

In perhaps the best illustration of the view that the primary purpose of such legislation is public notice it was held in *Althen Drilling Co. v. Machinery Depot Ltd.* (1960), 23 D.L.R. (2d) 148 (Alta. C.A.), that an unregistered bill of sale could be cured only by an open and continuous change of possession which was reasonably sufficient to serve as a national substitute for registration. Such public exposure was seen to provide the requisite notice of the interest of the holder of the bill to all creditors of the grantor whose rights did not arise until after the change of possession took place. Thus, where the Court broadens its perspective from the narrow search for fraud as between the holder of the unregistered instrument and the debtor who has granted it to a perception of registration as serving the wider purpose of enabling parties dealing with the debtor to determine conclusively what security interests in the debtor's assets are in existence before advancing credit, the significant relationship becomes the one between the holder of the unregistered instrument and the other unsecured creditors.

Once it is recognized that the prevention of fraudulent preferences for a particular creditor is only a narrow consequence of a registration scheme which serves a broader commercial purpose, the problematic consequences of a more literal construction of the statutory language than the one adopted in *Shelly Films* disappear. The unregistered debenture can then be rendered void (rather than voidable) as against other creditors without undermining the existence of a valid contractual debt owed to the debenture holder. Since the crucial relationship at which the Act is aimed is that between the debenture holder and other unsecured creditors, the effect of non-registration is to render void the debenture holder's preference *vis-à-vis* such other creditors. Nothing in the statutory registration requirement, however, is geared toward rendering void the debt itself.

puissent obtenir un crédit fictif sur la foi d'un titre qui est grevé ou qui appartient à quelqu'un d'autre.

Dans l'arrêt *Althen Drilling Co. v. Machinery Depot Ltd.* (1960), 23 D.L.R. (2d) 148 (C.A. Alb.), qui illustre probablement le mieux le point de vue selon lequel le but premier d'une telle loi est d'aviser le public, on a statué que le seul moyen de parfaire un acte de cession non enregistré était un changement continu et visible de possession, qui ressemblait d'assez près à l'enregistrement pour lui servir de substitut. On a considéré qu'une telle notoriété fournissait l'avis requis relativement aux droits du détenteur de l'acte de cession à l'égard de tous les créanciers du cédant dont les droits n'étaient nés qu'après le changement de possession. En conséquence, lorsque la cour cesse de ne rechercher que la fraude entre le détenteur d'une sûreté non enregistrée et le débiteur qui l'a accordée pour envisager que l'enregistrement a l'objet plus général de permettre aux parties qui font affaire avec le débiteur d'établir de façon définitive quelles sûretés grevent ses biens avant de lui faire crédit, le rapport important devient celui qui existe entre le détenteur de la sûreté non enregistrée et les autres créanciers chirographaires.

Dès lors qu'on reconnaît que la prévention de la préférence frauduleuse d'un créancier en particulier n'est qu'une conséquence limitée du régime d'enregistrement qui a des objets commerciaux plus généraux, les effets discutables d'une interprétation plus littérale du texte de loi que celle adoptée dans l'arrêt *Shelly Films* disparaissent. La débenture non enregistrée peut donc être déclarée nulle (plutôt qu'annulable) à l'égard des autres créanciers sans mettre en péril l'existence d'une dette contractuelle valide envers le détenteur de la débenture. Puisque le rapport déterminant visé par la Loi est le rapport entre le détenteur de la débenture et les autres créanciers chirographaires, la conséquence du défaut d'enregistrer est de rendre nulle la préférence en faveur du détenteur de la débenture à l'égard des autres créanciers. Rien dans l'obligation légale d'enregistrer ne tend à rendre nulle la dette elle-même.

5. Conclusions

In the result, it would appear that *Shelly Films* should be overruled and the unregistered debenture held to be valid in so far as it embodies an enforceable contract between First Pioneer and Rent-A-Bug. As against other creditors of Rent-A-Bug, however, the same logic dictates that it be declared void *ab initio* pursuant to s. 2 of *The Corporation Securities Registration Act*. As such, the unregistered debenture creates no security interest or preference and the position of the respondent First Pioneer is thereby reduced to that of an unsecured creditor. All of the creditors of Rent-A-Bug, including both the appellant and the respondent First Pioneer, are accordingly entitled to an accounting of the proceeds of sale of Rent-A-Bug's assets.

Although the appellant sued in a representative capacity on behalf of itself and all other creditors of Rent-A-Bug, this Court is not in a position to adjudicate on such claims and determine the proper disposition of the subject proceeds. A reference to the Master of the Supreme Court of Ontario would appear to be appropriate for this purpose.

I would allow the appeal to the extent of ordering an accounting of the proceeds of sale of Rent-A-Bug's assets and directing a reference to the Master to determine their proper distribution. I would grant the appellant its costs both here and in the Courts below.

Appeal allowed with costs.

Solicitors for the appellant: Cassels, Brock, Toronto.

Solicitors for the respondents: Fasken & Calvin, Toronto.

5. Conclusions

En définitive, il semble qu'il faille renverser l'arrêt *Shelly Films* et décider que la débenture non enregistrée est valide pour autant qu'elle comporte un contrat exécutable entre First Pioneer et Rent-A-Bug. Quant aux autres créanciers de Rent-A-Bug toutefois, la même logique impose qu'elle soit déclarée nulle *ab initio* en application de l'art. 2 de *The Corporation Securities Registration Act*. En soi, la débenture non enregistrée ne crée ni sûreté ni préférence et la situation de l'intimée First Pioneer est donc ramenée à celle de créancier chirographaire. Tous les créanciers de Rent-A-Bug, dont l'appelante et l'intimée First Pioneer, ont donc droit à une reddition de compte du produit de la vente des biens de Rent-A-Bug.

Bien que l'appelante ait poursuivi pour son compte et pour le compte de tous les autres créanciers de Rent-A-Bug, cette Cour n'est pas en mesure de se prononcer sur ces réclamations et d'établir la répartition correcte du produit de la vente. Un renvoi devant le *master* de la Cour suprême de l'Ontario paraît la mesure appropriée à cette fin.

Je suis donc d'avis d'accueillir le pourvoi de manière à ordonner une reddition de compte du produit de la vente des biens de Rent-A-Bug et un renvoi au *master* pour qu'il en détermine la répartition appropriée. Je suis d'avis d'adjuger à l'appelante ses dépens en cette Cour et dans les cours d'instance inférieure.

Pourvoi accueilli avec dépens.

Procureurs de l'appelante: Cassels, Brock, Toronto.

Procureurs des intimés: Fasken & Calvin, Toronto.