

James S. A. MacDonald *Appellant*

v.

Her Majesty The Queen *Respondent*

INDEXED AS: MACDONALD v. CANADA

2020 SCC 6

File No.: 38320.

2019: October 17; 2020: March 13.

Present: Wagner C.J. and Abella, Moldaver, Karakatsanis, Côté, Brown, Rowe, Martin and Kasirer J.J.

ON APPEAL FROM THE FEDERAL COURT OF APPEAL

Taxation — Derivative contracts — Hedging — Subjective and objective intention — Linkage — Taxpayer entering into derivative contract — Taxpayer pledging cash settlement payments and underlying asset from derivative contract as collateral for loan — Whether derivative contract should be characterized as hedge or speculation — Whether gains or losses arising from derivative contract are taxable on income or capital account.

In 1988, M became the owner of 183,333 common shares of the Bank of Nova Scotia. In 1997, the Toronto-Dominion Bank offered M a loan for up to \$10.5 million. The loan also contemplated and required the existence of a forward contract as part of the pledge. A forward contract is a type of derivative contract that creates an obligation for one party to sell, and another party to buy, an underlying asset at a pre-determined future date and at a pre-determined price.

Shortly before signing the loan and pledge agreements to gain access to the loan, M entered into the forward contract with TD Securities Inc. The assets underlying the forward contract were 165,000 Bank of Nova Scotia shares, the same number of shares M eventually pledged as collateral for the loan. The forward contract was to be cash settled and was structured so that M would make money if the Bank of Nova Scotia stock price decreased. M was required to pledge Bank of Nova Scotia shares and any cash settlement payments he was entitled to receive from the forward contract as security for the loan.

James S. A. MacDonald *Appelant*

c.

Sa Majesté la Reine *Intimée*

RÉPERTORIÉ : MACDONALD c. CANADA

2020 CSC 6

N° du greffe : 38320.

2019 : 17 octobre; 2020 : 13 mars.

Présents : Le juge en chef Wagner et les juges Abella, Moldaver, Karakatsanis, Côté, Brown, Rowe, Martin et Kasirer.

EN APPEL DE LA COUR D'APPEL FÉDÉRALE

Droit fiscal — Contrats dérivés — Couverture — Intention subjective et objective — Rattachement — Contrat dérivé conclu par un contribuable — Contribuable donnant en gage les paiements en espèces à titre de règlement et l'actif sous-jacent qui lui étaient dus en vertu d'un contrat dérivé en guise de garantie pour un prêt — Y a-t-il lieu de considérer le contrat dérivé comme une opération de couverture ou de la spéculation? — Les gains ou pertes issus du contrat dérivé sont-ils imposables au titre du revenu ou au titre du capital?

En 1988, M a obtenu 183 333 actions ordinaires de la Banque de Nouvelle-Écosse. En 1997, la Banque Toronto-Dominion lui a offert un prêt à hauteur de 10,5 millions de dollars. Le prêt prévoyait également qu'un contrat à terme de gré à gré devait faire partie du gage. Un contrat à terme de gré à gré est un type de contrat dérivé qui oblige une partie à vendre, et une autre à acheter, un actif sous-jacent à une date fixée d'avance et à un prix fixé d'avance.

Peu de temps avant de signer les ententes de prêt et de nantissement pour obtenir le prêt, M a signé le contrat à terme de gré à gré avec Valeurs mobilières TD Inc. Les éléments d'actif sous-jacents à ce contrat étaient 165 000 actions de la Banque de Nouvelle-Écosse, soit le même nombre d'actions que M a données par la suite en gage à titre de garantie pour le prêt. Le contrat à terme de gré à gré devait être réglé en espèces et a été structuré de façon à ce que M fasse de l'argent si le cours de l'action de la Banque de Nouvelle-Écosse baissait. M devait donner en gage, en garantie du prêt, les paiements en espèces

M entered into the forward contract with TD Securities Inc. on June 26, 1997.

During the life of the forward contract, the price of Bank of Nova Scotia shares increased and M made cash settlement payments totaling approximately \$10 million. In computing his income for the 2004, 2005 and 2006 taxation years, M characterized the cash settlement payments as income losses deductible against income from other sources. The Minister of National Revenue reassessed M and characterized the cash settlement payments as capital losses on the basis that the forward contract was a hedge of the Bank of Nova Scotia shares. M filed notices of objection based on the position that he used the forward contract for speculation, not hedging. The Tax Court concluded that the forward contract was a speculative instrument such that the cash settlement payments were properly characterized as losses on account of income. The Federal Court of Appeal unanimously allowed the Crown's appeal, holding that the forward contract was a hedge of M's Bank of Nova Scotia shares and, therefore, the cash settlement payments were capital losses.

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

Per Wagner C.J. and Abella, Moldaver, Karakatsanis, Brown, Rowe, Martin and Kasirer JJ.: Whether gains and losses from derivative contracts are to be characterized as on income account or on capital account depends on whether the contract is considered a hedge or speculation. A hedge is generally a transaction which mitigates risk, while speculation is the taking on of risk with a view to earning a profit. Gains and losses arising from hedging derivative contracts take on the character of the underlying asset, liability or transaction being hedged.

The characterization of a derivative contract turns on the contract's purpose. While subjective manifestations of purpose may sometimes be relevant, the taxpayer's stated intention is not determinative. The primary source of ascertaining a derivative contract's purpose is the linkage between the derivative contract and any underlying asset, liability or transaction purportedly hedged.

à titre de règlement qu'il avait le droit de recevoir en exécution du contrat à terme de gré à gré. M a conclu le contrat à terme de gré à gré avec Valeurs mobilières TD Inc. le 26 juin 1997.

Pendant la durée du contrat à terme de gré à gré, le prix des actions de la Banque de Nouvelle-Écosse a augmenté et M a fait des paiements en espèces à titre de règlement totalisant environ 10 millions de dollars. En calculant son revenu pour ses années d'imposition 2004, 2005 et 2006, M a décrit les paiements en espèces à titre de règlement comme des pertes de revenu déductibles de revenus provenant d'autres sources. Le ministre du Revenu national a établi une nouvelle cotisation à l'égard de M et a décrit les paiements en espèces à titre de règlement comme des pertes en capital vu que le contrat à terme de gré à gré était une opération de couverture des actions de la Banque de Nouvelle-Écosse. M a déposé des avis d'opposition parce qu'il estimait s'être servi du contrat à terme de gré à gré à des fins de spéculation, non de couverture. La Cour de l'impôt a conclu que le contrat à terme de gré à gré était un instrument de spéculation et que les paiements en espèces à titre de règlement avaient été par conséquent qualifiés à bon droit de pertes au titre du revenu. La Cour d'appel fédérale a accueilli l'appel du ministère public à l'unanimité, concluant que le contrat à terme de gré à gré était une couverture des actions de la Banque de Nouvelle-Écosse, et donc, que les paiements en espèces à titre de règlement étaient des pertes en capital.

Arrêt (la juge Côté est dissidente) : Le pourvoi est rejeté.

Le juge en chef Wagner et les juges Abella, Moldaver, Karakatsanis, Brown, Rowe, Martin et Kasirer : La question de savoir s'il y a lieu de caractériser les gains et les pertes issus de contrats dérivés comme étant au titre du revenu ou au titre du capital dépend de la question de savoir si le contrat est considéré comme une opération de couverture ou de la spéculation. La couverture est généralement une opération qui atténue le risque, alors que la spéculation est la prise d'un risque dans le but de réaliser un profit. Les gains et les pertes issus de contrats dérivés de couverture acquièrent la qualité de l'élément d'actif, de l'élément de passif ou de l'opération sous-jacents faisant l'objet de la couverture.

La qualification d'un contrat dérivé dépend de l'objet du contrat. Bien que les manifestations subjectives de l'objet puissent parfois être pertinentes, l'intention déclarée du contribuable n'est pas décisive. Le principal indice qui permet de déterminer l'objet d'un contrat dérivé est le rattachement entre le contrat dérivé et l'élément d'actif, l'élément de passif ou l'opération sous-jacents censément couverts.

The linkage analysis begins with the identification of an underlying asset, liability or transaction which exposes the taxpayer to a particular financial risk, and then requires consideration of the extent to which the derivative contract mitigates or neutralizes the identified risk. The more effective the derivative contract is at mitigating or neutralizing the identified risk and the more closely connected the derivative contract is to the item purportedly hedged, the stronger the inference that the purpose of the derivative contract was to hedge. Perfect linkage is not required to conclude that the purpose of a derivative contract was to hedge and the method by which a derivative contract is settled is not determinative of linkage or, ultimately, purpose. The relationship between the derivative contract and transactions or assets outside of the derivative contract will very often be relevant.

While M did not immediately sell his Bank of Nova Scotia shares to offset his losses under the forward contract, the absence of a synchronous transaction used to offset gains or losses arising from a derivative contract is not equivalent to the absence of risk and is not, by itself, determinative of the characterization of a derivative contract. In this case, the substantial linkage between the forward contract and the Bank of Nova Scotia shares fully supports the conclusion that the forward contract was a hedge. The forward contract had the effect of nearly perfectly neutralizing fluctuations in the price of Bank of Nova Scotia shares, pointing to the necessary linkage.

The purpose of the forward contract as a hedging instrument is most apparent when one considers the forward contract alongside the loan and pledge agreements. The loan and pledge agreements are part of the context relevant to ascertaining the purpose of the forward contract. They gave M access to a large credit facility but required him to maintain the forward contract and to pledge, as collateral, Bank of Nova Scotia shares and all cash settlement payments owed to him pursuant to the forward contract. The credit available to M could not exceed 95 percent of the value of his pledged Bank of Nova Scotia shares, and the shares pledged as collateral matched the shares contemplated by the forward contract. This arrangement allowed M access to a large credit facility on attractive terms. It also allowed Toronto-Dominion Bank to provide the credit facility with the guarantee of collateral that was free from market fluctuation risk, since if the price of Bank of Nova Scotia shares increased, the value of M's pledged shares would increase proportionally, but if the price decreased, M would be entitled to an offsetting cash settlement payment

L'analyse du rattachement commence par l'identification d'un élément d'actif, d'un élément de passif ou d'une opération sous-jacents qui exposent le contribuable à un risque financier en particulier, puis nécessite un examen de la mesure dans laquelle le contrat dérivé atténue ou neutralise le risque identifié. Plus le contrat dérivé est efficace pour atténuer ou neutraliser le risque identifié et plus le contrat dérivé est étroitement lié à l'élément qu'il est censé couvrir, plus forte sera l'inférence que le contrat dérivé a pour fin de couvrir. Il n'est pas nécessaire que le rattachement soit parfait pour conclure que le contrat dérivé vise à couvrir et la méthode par laquelle un contrat dérivé se dénoue n'est pas déterminante en ce qui concerne le rattachement ni, en fin de compte, l'objet. La relation entre ce contrat et les opérations ou actifs qui débordent de son cadre s'avère très souvent pertinente.

Bien que M n'ait pas immédiatement vendu ses actions de la Banque de Nouvelle-Écosse pour compenser ses pertes en exécution du contrat à terme de gré à gré, l'absence d'opération synchrone utilisée pour compenser les gains ou les pertes issus d'un contrat dérivé n'équivaut pas à l'absence de risque et ne dicte pas, à elle seule, la qualification d'un contrat dérivé. En l'espèce, le rattachement substantiel entre le contrat à terme de gré à gré et les actions de la Banque de Nouvelle-Écosse étaye entièrement la conclusion selon laquelle le contrat à terme de gré à gré était une opération de couverture. Le contrat à terme de gré à gré avait pour effet de neutraliser presque parfaitement les fluctuations du prix des actions de la Banque de Nouvelle-Écosse, ce qui témoigne du rattachement nécessaire.

L'objet du contrat à terme de gré à gré en tant qu'instrument de couverture est d'autant plus apparent lorsqu'on examine côte à côte le contrat à terme de gré à gré et les ententes de prêt et de nantissement. Les ententes de prêt et de nantissement font partie du contexte utile pour établir l'objet du contrat à terme de gré à gré. Elles donnaient à M accès à une importante facilité de crédit, mais l'obligeaient à maintenir en vigueur le contrat à terme de gré à gré et à donner en gage, à titre de garantie, des actions de la Banque de Nouvelle-Écosse et tous les paiements en espèces à titre de règlement qui lui étaient dus en vertu du contrat à terme de gré à gré. Le crédit dont il disposait ne pouvait pas dépasser 95 p. 100 de la valeur des actions de la Banque de Nouvelle-Écosse qu'il avait données en gage, et les actions données en gage à titre de garantie correspondaient aux actions envisagées par le contrat à terme de gré à gré. Ces modalités permettaient à M d'avoir accès à une facilité de crédit importante à des conditions avantageuses. Elles permettaient aussi à la Banque Toronto-Dominion de fournir la facilité de crédit avec la garantie d'une sûreté

which would automatically be pledged as collateral. This arrangement reveals the necessary linkage between M's Bank of Nova Scotia shares and the forward contract to indicate a hedging purpose.

The cash settlement payments arising from the forward contract derive their income tax treatment from the underlying Bank of Nova Scotia shares, which the parties agree were held by M on account of capital. When considered in its full and proper context, it is clear that the purpose of the forward contract was to hedge against market price fluctuations that M's Bank of Nova Scotia shares were exposed to.

Per Côté J. (dissenting): The appeal should be allowed and the trial judge's order restored. There is disagreement with the majority regarding the meaning of intent, the majority's interference with the trial judge's findings of fact and the relationship between the forward contract and M's arrangements with other entities. There is no basis for intervening in the trial judge's finding that M intended to speculate and not to hedge.

The tax characterization of the forward contract turns on the taxpayer's intent, which is determined by reviewing the taxpayer's subjective statements of intent and objective manifestations of intent. Neither the objective nor the subjective element is determinative on its own. A hedge may exist for tax purposes despite the absence of a synchronous transaction used to offset gains or losses arising from a derivative contract due to ownership risk. Ownership risk is a concept which recognizes that the owner of an asset is exposed to risks arising from fluctuations in the value of the asset, notwithstanding that the owner does not intend to sell the asset (and thereby incur a transactional risk).

The majority adopts a test which purports to be similarly anchored on a taxpayer's subjective statements and objective manifestations of intent. However, its analysis looks only to the economic effects of the derivative instrument in order to ascertain its tax character. The majority's

exempte de risque de fluctuation du marché, car si le prix des actions de la Banque de Nouvelle-Écosse augmentait, la valeur des actions données en gage par M augmenterait proportionnellement; si le prix baissait, M aurait droit à un paiement en espèces à titre de règlement en guise de compensation qui serait automatiquement donné en gage comme garantie. Cet arrangement révèle le rattachement nécessaire entre les actions de la Banque de Nouvelle-Écosse détenues par M et le contrat à terme de gré à gré pour indiquer un objet de couverture.

Le traitement fiscal des paiements en espèces à titre de règlement issu du contrat à terme de gré à gré découle des actions sous-jacentes de la Banque de Nouvelle-Écosse qui, comme en conviennent les parties, étaient détenues par M à titre de capital. Lorsqu'on l'examine dans le contexte global qui lui est propre, le contrat à terme de gré à gré avait manifestement pour objet de se prémunir contre les fluctuations du prix du marché auxquelles étaient exposées les actions de la Banque de Nouvelle-Écosse détenues par M.

La juge Côté (dissidente) : L'appel devrait être accueilli et l'ordonnance de la juge de première instance rétablie. Il y désaccord avec les juges majoritaires quant à la signification de l'intention, quant à leur intervention à l'égard des conclusions de fait de la juge de première instance, et quant au rapport entre le contrat à terme de gré à gré et les ententes conclues par M avec d'autres entités. Aucune raison ne justifie d'intervenir quant à la conclusion de la juge de première instance selon laquelle M avait l'intention de spéculer et non de couvrir.

La qualification fiscale du contrat à terme de gré à gré repose sur l'intention du contribuable, laquelle est établie au moyen de l'examen des déclarations subjectives d'intention du contribuable, ainsi que des manifestations objectives de cette intention. Ni l'élément objectif ni l'élément subjectif ne sont déterminants à eux seuls. Une couverture peut exister aux fins du calcul de l'impôt malgré l'absence d'opération synchronisée utilisée pour compenser les gains ou les pertes issus d'un contrat dérivé en raison du risque lié à la propriété. Ce risque est une notion qui repose sur la reconnaissance du fait que le propriétaire d'un bien est exposé à des risques relatifs aux fluctuations de la valeur du bien, même si le propriétaire n'a pas l'intention de vendre le bien (et, de ce fait, d'encourir un risque lié à une transaction).

Les juges majoritaires adoptent un test qui se veut fondé de façon similaire sur les énoncés subjectifs et les manifestations objectives de l'intention du contribuable. Cependant, leur analyse porte seulement sur les effets économiques de l'instrument dérivé en vue de déterminer

test will introduce a significant degree of uncertainty into the tax treatment of derivative instruments, because a test which is in effect based solely on risk mitigation will have extensive repercussions for the taxation of financial derivatives.

There is disagreement with the majority on its treatment of the forward contract between M and TD Securities Inc. as an indistinguishable component of the credit facility and the securities pledge agreement between M and Toronto-Dominion Bank. It is not a court's role to prevent taxpayers from relying on the sophisticated structure of their transactions by imposing tax according to the transactions true economic and commercial effects. The tax character of the losses from the forward contract is not affected by M's arrangements with other entities. The forward contract must be considered separately from the credit facility and the securities pledge agreement. Further, in tax characterization cases, it is the intention of the taxpayer which the court is concerned with, not the intention of other entities on the other side of the taxpayer's transaction. Therefore, Toronto-Dominion Bank's interest in mitigating the risk of the Bank of Nova Scotia shares is not relevant. In order for the forward contract to constitute a hedge, it and M's ownership risk in the Bank of Nova Scotia shares must stand on their own.

There is further disagreement with the majority's three purported legal errors which they impute to the trial judge. Regarding the first error, the majority's critique amounts to a difference of opinion as to the weight to be ascribed to the forward contract's mode of settlement and to M's evidence. The trial judge correctly identified and applied the relevant legal principles. She did not treat the mode of settlement as determinative. She did not treat M's statements of intent as determinative. There is no basis for the Court to intervene. The second of the purported errors is based on a flawed reading of the trial judge's reasons. The trial judge did not deny that the law recognizes the concept of ownership risk. Rather, she found as a matter of fact that a short-term ownership risk was not a material concern to M and did not therefore inform his conduct or his intentions. With respect to the final purported error, the trial judge's reasons must be considered as a whole. She did not focus solely on the absence of ownership risk. Rather, she considered a number of objective factors and made findings of credibility and reliability which are owed deference on appeal. Absent an extricable legal error, her factual

sa qualification fiscale. Le test utilisé par les juges majoritaires introduira un important degré d'incertitude à l'égard du traitement fiscal des instruments dérivés, car un test qui est effectivement fondé uniquement sur la mitigation des risques aura des répercussions considérables sur l'imposition des instruments dérivés.

Il y a désaccord avec les juges majoritaires quant à la façon dont ils traitent le contrat à terme de gré à gré conclu entre M et Valeurs mobilières TD Inc., à savoir comme une composante indissociable de la facilité de crédit et de l'entente de nantissement conclues par M et la Banque Toronto-Dominion. Il ne revient pas aux tribunaux d'empêcher les contribuables de recourir à des structures sophistiquées pour leurs transactions, en déterminant l'obligation fiscale en fonction des effets véritables des opérations sur les plans économique et commercial. Les ententes conclues par M avec d'autres entités ne modifient pas le caractère fiscal des pertes découlant du contrat à terme de gré à gré. Ce contrat doit être traité séparément de la facilité de crédit et de l'entente de nantissement. De plus, dans les cas de qualification fiscale, c'est l'intention du contribuable qui intéresse le tribunal, et non l'intention des autres entités à l'autre extrémité des opérations du contribuable. Par conséquent, l'intérêt de la Banque Toronto-Dominion à l'égard de la mitigation du risque relatif aux actions de la Banque de Nouvelle-Écosse n'est pas pertinent. Pour que le contrat à terme de gré à gré constitue un instrument de couverture, celui-ci et le risque lié à la propriété de M dans les actions de la Banque de Nouvelle-Écosse doivent être indépendants.

Il y a également désaccord avec les juges majoritaires pour ce qui est des trois erreurs de droit qu'ils imputent à la juge de première instance. Concernant la première erreur, la critique formulée par les juges majoritaires équivaut à une divergence d'opinion quant au poids à accorder au mode de règlement du contrat à terme de gré à gré et au témoignage de M. La juge de première instance a correctement énoncé et appliqué les principes juridiques pertinents. Elle n'a traité ni le mode de règlement, ni les déclarations d'intention de M comme des éléments déterminants. Aucune raison ne justifie l'intervention de la Cour. La deuxième erreur reprochée repose sur une interprétation erronée des motifs de la juge de première instance. Celle-ci n'a pas nié que la loi reconnaît la notion de risque lié à la propriété. Elle a plutôt décidé, comme question de fait, que le risque lié à la propriété à court terme n'était pas une préoccupation importante pour M, et que cette éventualité ne guidait donc pas sa conduite ni ses intentions. Concernant la dernière erreur reprochée, il faut lire les motifs de la juge de première instance dans leur ensemble. Elle n'a pas limité son examen à l'absence du

findings that M had intended to speculate and that he had objectively manifested that intent are findings of fact that can be reviewed only for a palpable and overriding error.

Turning to the question of linkage, while the timing connection and quantum connections are imperfect, during its existence the forward contract achieved a theoretical partial economic hedge of M's ownership risk in the Bank of Nova Scotia shares. However, economic realities are not the end of the analysis. M's conduct was more consistent with that of a speculator than of a hedger, because the forward contract was cash-settled and the forward contract was an isolated transaction. On balance, the trial judge's findings of fact should not be overturned on the application of a deferential standard of review, because, while some of the objective economic indicators are consistent with an intent to hedge, there are also objective circumstances that suggest an intent to speculate.

In the final analysis, the Court should not disregard a unanimous precedent, applicable standards of review, findings of fact and a trial judge's assessment of credibility in order to square a theoretical economic hedge into the round hole of an intention-based test.

Cases Cited

By Abella J.

Considered: *Placer Dome Canada Ltd. v. Ontario (Minister of Finance)*, 2006 SCC 20, [2006] 1 S.C.R. 715; *Shell Canada Ltd. v. Canada*, [1999] 3 S.C.R. 622; *A.-G. of Man. v. A.-G. of Can.*, [1925] 2 D.L.R. 691; *Atlantic Sugar Refineries Ltd. v. Minister of National Revenue*, [1949] S.C.R. 706; *Salada Foods Ltd. v. The Queen*, [1974] C.T.C. 201; *Echo Bay Mines Ltd. v. Canada*, [1992] 3 F.C. 707; *George Weston Ltd. v. R.*, 2015 TCC 42, [2015] 4 C.T.C. 2010; **referred to:** *Friesen v. Canada*, [1995] 3 S.C.R. 103; *Ludco Enterprises Ltd. v. Canada*, 2001 SCC 62, [2001] 2 S.C.R. 1082.

risque lié à la propriété. Elle a plutôt pris en considération un certain nombre de facteurs objectifs et tiré des conclusions relatives à la crédibilité et à la fiabilité, lesquelles commandent la retenue en appel. À défaut d'une erreur de droit isolable, ses conclusions de fait voulant que M ait eu l'intention de spéculer et qu'il ait manifesté objectivement cette intention sont des conclusions de fait susceptibles de révision uniquement selon la norme de l'erreur manifeste et déterminante.

Pour ce qui est de la question du rattachement, bien que le lien temporel et le lien quant au quantum soient imparfaits, pendant la durée de son existence, le contrat à terme de gré à gré offrait théoriquement une couverture partielle économique du risque relatif à la propriété auquel était exposé M en ce qui concerne les actions de la Banque de Nouvelle-Écosse. Toutefois, l'analyse ne s'arrête pas à la réalité économique. M a davantage agi comme une personne qui spéculait plutôt que comme une personne qui effectuait une opération de couverture, parce que le contrat à terme de gré à gré devait être réglé en espèces et qu'il constituait une opération isolée. Tout bien considéré, les conclusions de fait de la juge de première instance ne devraient pas être infirmées sur la base d'une norme de contrôle qui commande la déférence, parce que, même si certains indicateurs économiques objectifs sont compatibles avec une intention de couvrir, il existe également des circonstances objectives tendant à indiquer une intention de spéculer.

En dernière analyse, la Cour ne peut faire fi d'une jurisprudence unanime, des normes de contrôle applicables, des conclusions de fait et de l'appréciation de la crédibilité faite par la juge de première instance à seule fin d'appliquer le test axé sur l'intention à une opération de couverture économique théorique, ce qui équivalait à faire passer un chameau par le chas d'une aiguille.

Jurisprudence

Citée par la juge Abella

Arrêts examinés : *Placer Dome Canada Ltd. c. Ontario (Ministre des Finances)*, 2006 CSC 20, [2006] 1 R.C.S. 715; *Shell Canada Ltée c. Canada*, [1999] 3 R.C.S. 622; *A.-G. of Man. c. A.-G. of Can.*, [1925] 2 D.L.R. 691; *Atlantic Sugar Refineries Ltd. c. Minister of National Revenue*, [1949] R.C.S. 706; *Salada Foods Ltd. c. The Queen*, [1974] C.T.C. 201; *Echo Bay Mines Ltd. c. Canada*, [1992] 3 C.F. 707; *George Weston Limited c. La Reine*, 2015 CCI 42; **arrêts mentionnés :** *Friesen c. Canada*, [1995] 3 R.C.S. 103; *Entreprises Ludco Ltée c. Canada*, 2001 CSC 62, [2001] 2 R.C.S. 1082.

By Côté J. (dissenting)

Underwood v. Ocean City Realty Ltd. (1987), 12 B.C.L.R. (2d) 199; *Housen v. Nikolaisen*, 2002 SCC 33, [2002] 2 S.C.R. 235; *Symes v. Canada*, [1993] 4 S.C.R. 695; *Ludco Enterprises Ltd. v. Canada*, 2001 SCC 62, [2001] 2 S.C.R. 1082; *George Weston Ltd. v. R.*, 2015 TCC 42, [2015] 4 C.T.C. 2010; *Barrick Gold Corp. v. R.*, 2017 TCC 18, [2017] 3 C.T.C. 2103; *Echo Bay Mines Ltd. v. Canada*, [1992] 3 F.C. 707; *Atlantic Sugar Refineries Ltd. v. Minister of National Revenue*, [1949] S.C.R. 706; *Salada Foods Ltd. v. The Queen*, [1974] C.T.C. 201; *Canada Safeway Ltd. v. R.*, 2008 FCA 24, [2008] 2 C.T.C. 149; *Friesen v. Canada*, [1995] 3 S.C.R. 103; *Shell Canada Ltd. v. Canada*, [1999] 3 S.C.R. 622; *Canada v. Shell Canada Ltd.*, [1998] 3 F.C. 64; *R. v. Javanmardi*, 2019 SCC 54, [2019] 4 S.C.R. 3; *Placer Dome Canada Ltd. v. Ontario (Minister of Finance)*, 2006 SCC 20, [2006] 1 S.C.R. 715.

Statutes and Regulations Cited

Income Tax Act, R.S.C. 1985, c. 1 (5th Supp.), s. 3.

Authors Cited

Balmer, Alexandra G. *Regulating Financial Derivatives: Clearing and Central Counterparties*. Northampton, Mass.: Edward Elgar Publishing, 2018.

Beitel, Jeremie. “Hedging Transactions — MacDonald Reversed” (2018), 66 *Can. Tax J.* 919.

Grottenthaler, Margaret E., and Philip J. Henderson. *The Law of Financial Derivatives in Canada*. Toronto: Thomson Reuters, 2019 (loose-leaf updated 2019, release 2).

Hogg, Peter W., Joanne E. Magee, and Jinyan Li. *Principles of Canadian Income Tax Law*, 7th ed. Toronto: Carswell, 2010.

Krishna, Vern. *Income Tax Law*, 2nd ed. Toronto: Irwin Law, 2012.

Li, Jinyan, Joanne Magee, and J. Scott Wilkie. *Principles of Canadian Income Tax Law*, 9th ed. Toronto: Thomson Reuters, 2017.

APPEAL from a judgment of the Federal Court of Appeal (Noël C.J. and Pelletier and de Montigny J.J.A.), 2018 FCA 128, [2019] 2 F.C.R. 302, 2018 D.T.C. 5077, [2019] 3 C.T.C. 79, [2018] F.C.J. No. 680 (QL), 2018 CarswellNat 3400 (WL Can.), setting aside a decision of Lafleur J., 2017 TCC 157, [2018] 1 C.T.C. 2239, 2017 D.T.C. 1104, [2017]

Citée par la juge Côté (dissidente)

Underwood c. Ocean City Realty Ltd. (1987), 12 B.C.L.R. (2d) 199; *Housen c. Nikolaisen*, 2002 CSC 33, [2002] 2 R.C.S. 235; *Symes c. Canada*, [1993] 4 R.C.S. 695; *Entreprises Ludco Ltée c. Canada*, 2001 CSC 62, [2001] 2 R.C.S. 1082; *George Weston Limited c. La Reine*, 2015 CCI 42; *Barrick Gold Corporation c. La Reine*, 2017 CCI 18; *Echo Bay Mines Ltd. c. Canada*, [1992] 3 C.F. 707; *Atlantic Sugar Refineries Ltd. c. Minister of National Revenue*, [1949] R.C.S. 706; *Salada Foods Ltd. c. The Queen*, [1974] C.T.C. 201; *Canada Safeway Limited c. Canada*, 2008 CAF 24; *Friesen c. Canada*, [1995] 3 R.C.S. 103; *Shell Canada Ltée c. Canada*, [1999] 3 R.C.S. 622; *Canada c. Shell Canada Ltée*, [1998] 3 C.F. 64; *R. c. Javanmardi*, 2019 CSC 54, [2019] 4 R.C.S. 3; *Placer Dome Canada Ltd. c. Ontario (Ministre des Finances)*, 2006 CSC 20, [2006] 1 R.C.S. 715.

Lois et règlements cités

Loi de l'impôt sur le revenu, L.R.C. 1985, c. 1 (5^e suppl.), art. 3.

Doctrine et autres documents cités

Balmer, Alexandra G. *Regulating Financial Derivatives: Clearing and Central Counterparties*. Northampton (Mass.), Edward Elgar Publishing, 2018.

Beitel, Jeremie. « Hedging Transactions — MacDonald Reversed » (2018), 66 *Rev. fisc. can.* 919.

Grottenthaler, Margaret E., and Philip J. Henderson. *The Law of Financial Derivatives in Canada*. Toronto: Thomson Reuters, 2019 (loose-leaf updated 2019, release 2).

Hogg, Peter W., Joanne E. Magee, and Jinyan Li. *Principles of Canadian Income Tax Law*, 7th ed., Toronto: Carswell, 2010.

Krishna, Vern. *Income Tax Law*, 2nd ed., Toronto: Irwin Law, 2012.

Li, Jinyan, Joanne Magee, and J. Scott Wilkie. *Principles of Canadian Income Tax Law*, 9th ed., Toronto: Thomson Reuters, 2017.

POURVOI contre un arrêt de la Cour d'appel fédérale (le juge en chef Noël et les juges Pelletier et de Montigny), 2018 CAF 128, [2019] 2 R.C.F. 302, 2018 D.T.C. 5077, [2019] 3 C.T.C. 79, [2018] A.C.F. n° 680 (QL), 2018 CarswellNat 3823 (WL Can.), qui a infirmé une décision de la juge Lafleur, 2017 CCI 157, [2018] 1 C.T.C. 2239, 2017 D.T.C. 1104, [2017]

T.C.J. No. 121 (QL), 2017 CarswellNat 3934 (WL Can.). Appeal dismissed, Côté J. dissenting.

Matthew Milne-Smith, Elie S. Roth, Stephen S. Ruby and Chenyang Li, for the appellant.

Daniel Bourgeois and Eric Noble, for the respondent.

The judgment of Wagner C.J. and Abella, Moldaver, Karakatsanis, Brown, Rowe, Martin and Kasirer JJ. was delivered by

[1] ABELLA J. — This appeal deals with what are known as derivative contracts. Whether gains and losses from these contracts are to be characterized as on income account or on capital account depends on whether the contract is considered a hedge or speculation. A hedge is generally a transaction which mitigates risk, while speculation is the taking on of risk with a view to earning a profit.

[2] James S. A. MacDonald has over 40 years of capital markets and corporate finance experience. He was the head of mergers and acquisitions at McLeod Young Weir, a brokerage firm engaged in various aspects of corporate finance, when the firm was acquired by the Bank of Nova Scotia in 1988. As a result of this acquisition, Mr. MacDonald became the owner of 183,333 common shares of the Bank of Nova Scotia. He continued his career as an executive at the Bank until March 1997 when he left to start another company.

[3] Shortly after he left the Bank of Nova Scotia, the Toronto-Dominion Bank offered Mr. MacDonald a credit facility for up to \$10.5 million. Under the terms of the offer, Mr. MacDonald was required to pledge Bank of Nova Scotia shares as partial security for the credit facility and the credit available to him would not exceed 95 percent of the value of these pledged shares. The credit offer also contemplated

T.C.J. No. 121 (QL), 2017 CarswellNat 9106 (WL Can.). Pourvoi rejeté, la juge Côté est dissidente.

Matthew Milne-Smith, Elie S. Roth, Stephen S. Ruby et Chenyang Li, pour l'appelant.

Daniel Bourgeois et Eric Noble, pour l'intimée.

Version française du jugement du juge en chef Wagner et des juges Abella, Moldaver, Karakatsanis, Brown, Rowe, Martin et Kasirer rendu par

[1] LA JUGE ABELLA — Le présent pourvoi porte sur ce qu'on appelle les contrats dérivés. La question de savoir s'il y a lieu de caractériser les gains et les pertes issus de ces contrats comme étant au titre du revenu ou au titre du capital dépend de la question de savoir si le contrat est considéré comme une opération de couverture ou de la spéculation. La couverture est généralement une opération qui atténue le risque, alors que la spéculation est la prise d'un risque dans le but de réaliser un profit.

[2] James S. A. MacDonald a plus de 40 ans d'expérience dans les domaines des marchés financiers et du financement des entreprises. Il était directeur du service des fusions et acquisitions chez McLeod Young Weir, un cabinet de courtage qui s'occupait de divers aspects du financement des entreprises, lorsque le cabinet a été acquis par la Banque de Nouvelle-Écosse en 1988. À la suite de cette acquisition, M. MacDonald a obtenu 183 333 actions ordinaires de la Banque de Nouvelle-Écosse. Il a poursuivi sa carrière comme cadre à la Banque jusqu'en mars 1997, lorsqu'il a quitté son poste pour démarrer une autre entreprise.

[3] Peu de temps après que M. MacDonald eut quitté la Banque de Nouvelle-Écosse, la Banque Toronto-Dominion lui a offert une facilité de crédit à hauteur de 10,5 millions de dollars. Selon les modalités de cette offre, M. MacDonald devait donner en gage des actions de la Banque de Nouvelle-Écosse en garantie partielle de la facilité de crédit et le crédit à sa disposition ne dépasserait pas 95 p. 100 de la valeur

and required the existence of a “forward contract” as part of the pledge.

[4] A forward contract is an agreement for the purchase/sale of an asset at an agreed future date. More technically, a forward contract is a type of derivative contract that creates an obligation for one party to sell, and another party to buy, an underlying asset (“Reference Asset”) at a pre-determined future date (“Forward Date”) and at a pre-determined price (“Forward Price”) (*Placer Dome Canada Ltd. v. Ontario (Minister of Finance)*, [2006] 1 S.C.R. 715, at para. 30; Margaret E. Grotenthaler and Philip J. Henderson, *The Law of Financial Derivatives in Canada* (loose-leaf), at p. 1-5).

[5] Forward contracts can be settled by physical delivery of the underlying asset, or “cash settled” by one party paying the other based on whether the Forward Price is higher or lower than the market price on the Forward Date (*Placer Dome*, at para. 31; Grotenthaler and Henderson, at p. 11-18). In either case, forward contracts essentially function to “remove uncertainties relating to future price changes” of the Reference Asset (Alexandra G. Balmer, *Regulating Financial Derivatives: Clearing and Central Counterparties* (2018), at p. 24).

[6] Mr. MacDonald entered into the forward contract with TD Securities Inc. on June 26, 1997. The Reference Assets underlying the forward contract were 165,000 Bank of Nova Scotia shares. The forward contract was to be cash settled and was structured so that Mr. MacDonald would make money if the Bank of Nova Scotia stock price decreased. Specifically,

- (a) if the 165,000 Bank of Nova Scotia shares decreased in value, TD Securities would pay Mr. MacDonald the full amount of the decrease (i.e., the amount by which the Forward Price exceeded the actual market price on the Forward

de ces actions données en gage. L’offre de crédit prévoyait également qu’un « contrat à terme de gré à gré » devait faire partie du gage.

[4] Un contrat à terme de gré à gré est une entente ayant pour objet l’achat et la vente d’un actif à une date future dont conviennent les parties. Sur un plan plus technique, un contrat à terme de gré à gré est un type de contrat dérivé qui oblige une partie à vendre, et une autre à acheter, un actif sous-jacent (« actif de référence ») à une date fixée d’avance (« date d’échéance ») et à un prix fixé d’avance (« prix à terme ») (*Placer Dome Canada Ltd. c. Ontario (Ministre des Finances)*, [2006] 1 R.C.S. 715, par. 30; Margaret E. Grotenthaler et Philip J. Henderson, *The Law of Financial Derivatives in Canada* (feuilles mobiles), p. 1-5).

[5] Les contrats à terme de gré à gré peuvent se dénouer par la livraison physique de l’actif sous-jacent, ou être « réglés en espèces » par une partie qui paie l’autre selon que le prix à terme est supérieur ou inférieur au prix du marché à la date d’échéance (*Placer Dome*, par. 31; Grotenthaler et Henderson, p. 11-18). Dans un cas comme dans l’autre, les contrats à terme de gré à gré ont essentiellement pour fonction de [TRADUCTION] « lever les incertitudes relatives aux changements de prix futurs » de l’actif de référence (Alexandra G. Balmer, *Regulating Financial Derivatives : Clearing and Central Counterparties* (2018), p. 24).

[6] Monsieur MacDonald a conclu le contrat à terme de gré à gré avec Valeurs mobilières TD Inc. le 26 juin 1997. Les éléments d’actif de référence sous-jacents à ce contrat étaient 165 000 actions de la Banque de Nouvelle-Écosse. Le contrat à terme de gré à gré devait être réglé en espèces et a été structuré de façon à ce que M. MacDonald fasse de l’argent si le cours de l’action de la Banque de Nouvelle-Écosse baissait. En particulier,

- a) si la valeur des 165 000 actions de la Banque de Nouvelle-Écosse baissait, Valeurs mobilières TD paierait à M. MacDonald le plein montant de la baisse (c.-à-d. le montant duquel le prix à terme dépassait le prix réel du marché à la date

Date multiplied by the number of Bank of Nova Scotia shares (165,000));

and

- (b) if the 165,000 Bank of Nova Scotia shares increased in value, Mr. MacDonald would pay TD Securities the full amount of the increase (i.e., the amount by which the Forward Price fell below the actual market price on the Forward Date, multiplied by the number of Bank of Nova Scotia shares (165,000)).

[7] Payments made pursuant to the forward contract were known as “Cash Settlement Payments”. Mr. MacDonald had the option of terminating the contract early by making appropriate Cash Settlement Payments. He did so on several occasions with respect to a number of shares, which had the effect of correspondingly reducing the number of shares included under the forward contract.

[8] On July 2, 1997, Mr. MacDonald signed a pledge agreement, whereby he pledged 165,000 of his Bank of Nova Scotia shares and any Cash Settlement Payments he was entitled to receive from the forward contract as security for the credit facility. He formally accepted the credit offer shortly after on July 7, 1997.

[9] The parties originally set a Forward Date of June 26, 2002, but the contract was extended and amended several times before it was terminated on March 29, 2006.

[10] During the life of the forward contract, the price of Bank of Nova Scotia shares increased and Mr. MacDonald made Cash Settlement Payments totaling approximately \$10 million.

[11] In computing his income for his 2004, 2005 and 2006 taxation years, Mr. MacDonald took the position that he used the forward contract for speculation,

d’échéance, multiplié par le nombre d’actions de la Banque de Nouvelle-Écosse (165 000));

et

- b) si la valeur des 165 000 actions de la Banque de Nouvelle-Écosse augmentait, M. MacDonald paierait à Valeurs mobilières TD le plein montant de l’augmentation (c.-à-d. le montant duquel le prix à terme était inférieur au prix réel du marché à la date d’échéance, multiplié par le nombre d’actions de la Banque de Nouvelle-Écosse (165 000)).

[7] Les paiements faits en exécution du contrat à terme de gré à gré étaient appelés [TRADUCTION] « paiements en espèces à titre de règlement ». Monsieur MacDonald avait la possibilité de résilier le contrat par anticipation en faisant les paiements en espèces à titre de règlement appropriés. Il l’a fait à plusieurs occasions à l’égard d’un certain nombre d’actions, ce qui avait pour effet de réduire proportionnellement le nombre d’actions comprises dans le contrat à terme de gré à gré.

[8] Le 2 juillet 1997, M. MacDonald a signé une entente de nantissement par laquelle il a donné en gage, en garantie de la facilité de crédit, 165 000 de ses actions de la Banque de Nouvelle-Écosse et les paiements en espèces à titre de règlement qu’il avait le droit de recevoir en exécution du contrat à terme de gré à gré. Peu de temps après, soit le 7 juillet 1997, il a formellement accepté l’offre de crédit.

[9] Les parties avaient initialement fixé la date d’échéance au 26 juin 2002, mais le contrat a été prolongé et modifié plusieurs fois avant d’être résilié le 29 mars 2006.

[10] Pendant la durée du contrat à terme de gré à gré, le prix des actions de la Banque de Nouvelle-Écosse a augmenté et M. MacDonald a fait des paiements en espèces à titre de règlement totalisant environ 10 millions de dollars.

[11] En calculant son revenu pour ses années d’imposition 2004, 2005 et 2006, M. MacDonald a estimé s’être servi du contrat à terme de gré à gré à des fins

not hedging and, on this basis, characterized the Cash Settlement Payments as income losses deductible against income from other sources. The Minister of National Revenue reassessed Mr. MacDonald and characterized the Cash Settlement Payments as capital losses — which could only be deducted against capital gains — on the basis that the forward contract was a hedge of the Bank of Nova Scotia shares Mr. MacDonald held on account of capital.

[12] Mr. MacDonald filed notices of objection and appealed the reassessments to the Tax Court of Canada ([2018] 1 C.T.C. 2239).

[13] The trial judge held that Mr. MacDonald's sole intention in entering into the forward contract was to speculate, not hedge and that there was no linkage between the forward contract and Mr. MacDonald's Bank of Nova Scotia shares. On this basis, she concluded that the forward contract was a speculative instrument and the Cash Settlement Payments were properly characterized as losses on account of income.

[14] Writing for a unanimous court, Noël C.J. allowed the Crown's appeal ([2019] 2 F.C.R. 302). In his view, intention is not a condition precedent to hedging: a derivative contract will be a hedging instrument if the party entering into the contract owns assets exposed to risk from market fluctuation, the contract neutralizes or mitigates this risk, and the party entering into the contract understands the contract's nature. These requirements were met in this case since Mr. MacDonald owned Bank of Nova Scotia shares exposed to risk from market fluctuation, the forward contract had the effect of neutralizing that risk, and Mr. MacDonald understood that it had this effect. Mr. MacDonald's testimony regarding his intentions could not overwhelm these facts. For these reasons, Noël C.J. concluded that the forward contract was a hedge of Mr. MacDonald's

de spéculation, non de couverture, et, pour cette raison, il a décrit les paiements en espèces à titre de règlement comme des pertes de revenu déductibles de revenus provenant d'autres sources. Le ministre du Revenu national a établi une nouvelle cotisation à l'égard de M. MacDonald et a décrit les paiements en espèces à titre de règlement comme des pertes en capital — qui ne pouvaient être déduites que des gains en capital — vu que le contrat à terme de gré à gré était une opération de couverture des actions de la Banque de Nouvelle-Écosse que possédait M. MacDonald au titre du capital.

[12] Monsieur MacDonald a déposé des avis d'opposition et a interjeté appel des nouvelles cotisations à la Cour canadienne de l'impôt (2017 CCI 157).

[13] La juge de première instance a statué que la seule intention de M. MacDonald, au moment de conclure le contrat à terme de gré à gré, était de spéculer, et non de couvrir, et qu'il n'y avait aucun rattachement entre le contrat à terme de gré à gré et les actions de la Banque de Nouvelle-Écosse que possédait M. MacDonald. La juge a donc conclu que le contrat à terme de gré à gré était un instrument de spéculation et que les paiements en espèces à titre de règlement avaient été qualifiés à bon droit de pertes au titre du revenu.

[14] S'exprimant au nom de la cour à l'unanimité, le juge en chef Noël a accueilli l'appel du ministère public ([2019] 2 R.C.F. 302). À son avis, l'intention n'est pas une condition préalable à une opération de couverture : un contrat dérivé est un instrument de couverture si la partie qui conclut le contrat détient des biens exposés à un risque de fluctuation du marché, si le contrat a pour effet de neutraliser ou d'atténuer ce risque et si la partie qui conclut le contrat comprend la nature de celui-ci. Ces conditions ont été remplies en l'espèce, puisque M. MacDonald détenait des actions de la Banque de Nouvelle-Écosse exposées à un risque de fluctuation du marché, le contrat à terme de gré à gré avait pour effet de neutraliser ou d'atténuer ce risque et M. MacDonald comprenait qu'il avait cet effet. Le témoignage de M. MacDonald quant à ses intentions ne pouvait

Bank of Nova Scotia shares and, therefore, the Cash Settlement Payments were capital losses.

[15] For the following reasons, I would dismiss the appeal.

Analysis

[16] The basis for determining the income of a taxpayer is found in s. 3 of the *Income Tax Act*, R.S.C. 1985, c. 1 (5th Supp.):

3. The income of a taxpayer for a taxation year for the purposes of this Part is the taxpayer's income for the year determined by the following rules:

(a) determine the total of all amounts each of which is the taxpayer's income for the year (other than a taxable capital gain from the disposition of a property) from a source inside or outside Canada, including, without restricting the generality of the foregoing, the taxpayer's income for the year from each office, employment, business and property,

(b) determine the amount, if any, by which

(i) the total of

(A) all of the taxpayer's taxable capital gains for the year from dispositions of property other than listed personal property, and

(B) the taxpayer's taxable net gain for the year from dispositions of listed personal property,

exceeds

(ii) the amount, if any, by which the taxpayer's allowable capital losses for the year from dispositions of property other than listed personal property exceed the taxpayer's allowable business investment losses for the year,

pas supplanter ces faits. Pour ces motifs, le juge en chef Noël a conclu que le contrat à terme de gré à gré était une couverture des actions de la Banque de Nouvelle-Écosse que détenait M. MacDonald et, partant, que les paiements en espèces à titre de règlement étaient des pertes en capital.

[15] Pour les motifs qui suivent, je suis d'avis de rejeter le pourvoi.

Analyse

[16] Les règles de base qui servent à déterminer le revenu d'un contribuable se trouvent à l'art. 3 de la *Loi de l'impôt sur le revenu*, L.R.C. 1985, c. 1 (5^e suppl.) :

3. Pour déterminer le revenu d'un contribuable pour une année d'imposition, pour l'application de la présente partie, les calculs suivants sont à effectuer :

a) le calcul du total des sommes qui constituent chacune le revenu du contribuable pour l'année (autre qu'un gain en capital imposable résultant de la disposition d'un bien) dont la source se situe au Canada ou à l'étranger, y compris, sans que soit limitée la portée générale de ce qui précède, le revenu tiré de chaque charge, emploi, entreprise et bien;

b) le calcul de l'excédent éventuel du montant visé au sous-alinéa (i) sur le montant visé au sous-alinéa (ii) :

(i) le total des montants suivants :

(A) ses gains en capital imposables pour l'année tirés de la disposition de biens, autres que des biens meubles déterminés,

(B) son gain net imposable pour l'année tiré de la disposition de biens meubles déterminés,

(ii) l'excédent éventuel de ses pertes en capital déductibles pour l'année, résultant de la disposition de biens autres que des biens meubles déterminés sur les pertes déductibles au titre d'un placement d'entreprise pour l'année, subies par le contribuable;

...

(d) determine the amount, if any, by which the amount determined under paragraph (c) exceeds the total of all amounts each of which is the taxpayer's loss for the year from an office, employment, business or property or the taxpayer's allowable business investment loss for the year[.]

[17] In *Friesen v. Canada*, [1995] 3 S.C.R. 103, Major J. explained that s. 3 of the *Income Tax Act*

recognizes two basic categories of income: "ordinary income" from office, employment, business and property, all of which are included in s. 3(a), and income from a capital source, or capital gains which are covered by s. 3(b). The whole structure of the *Income Tax Act* reflects the basic distinction recognized in the Canadian tax system between income and capital gain. [p. 111]

[18] Financial derivatives are "contracts whose value is based on the value of an underlying asset, reference rate, or index" (*Placer Dome*, at para. 29). Depending on the circumstances, gains and losses arising from derivative contracts may be taxable either as income or capital. There are two basic types of derivative contracts which form the building blocks for more complex structures: forward contracts and options. Though both forward contracts and options are about the future purchase/sale of assets, forward contracts create a mutual obligation to buy/sell, while options provide one party the right, but not the obligation, to purchase/sell the asset (*Placer Dome*, at para. 30; *Grottenthaler and Henderson*, at p. 1-4).

[19] Regardless of the type, derivative contracts are used for two purposes:

- "to speculate on the movement of the underlying asset, reference rate or index";

or

...

d) le calcul de l'excédent éventuel de l'excédent calculé selon l'alinéa c) sur le total des pertes subies par le contribuable pour l'année qui résultent d'une charge, d'un emploi, d'une entreprise ou d'un bien et des pertes déductibles au titre d'un placement d'entreprise subies par le contribuable pour l'année;

[17] Dans *Friesen c. Canada*, [1995] 3 R.C.S. 103, le juge Major a expliqué que l'art. 3 de la *Loi de l'impôt sur le revenu*

reconnaît deux catégories fondamentales de revenus : le « revenu ordinaire » tiré d'une charge, d'un emploi, d'une entreprise et d'un bien, qui sont tous visés par l'al. 3a), et le revenu tiré de biens en immobilisation, ou les gains en capital, qui sont visés par l'al. 3b). Toute la structure de la *Loi de l'impôt sur le revenu* reflète cette distinction de base, reconnue dans le régime fiscal canadien, entre le revenu et le gain en capital. [p. 111]

[18] Les instruments financiers dérivés sont « des contrats dont la valeur devient fonction de celle d'un actif, d'un taux de référence ou d'un indice qui lui est sous-jacent » (*Placer Dome*, par. 29). Selon les circonstances, les gains ou les pertes issus de contrats dérivés peuvent être imposables au titre du revenu ou du capital. Il y a deux types fondamentaux de contrats dérivés, qui forment les éléments de base de structures plus complexes : les contrats à terme de gré à gré et les options. Même si les contrats à terme de gré à gré et les options ont tous les deux pour objet l'achat ou la vente futur d'actifs, les contrats à terme de gré à gré créent une obligation réciproque d'acheter et de vendre, tandis que les options confèrent à une partie le droit, et non l'obligation, d'acheter ou de vendre l'actif (*Placer Dome*, par. 30; *Grottenthaler et Henderson*, p. 1-4).

[19] Indépendamment du type, les contrats dérivés sont utilisés à deux fins :

- « soit la spéculation sur les fluctuations de la valeur de l'actif, du taux de référence ou de l'indice sous-jacent »;

- “to hedge exposure to a particular financial risk such as the risk posed by volatility in the prices of commodities” (*Placer Dome*, at para. 29).

[20] The income tax treatment of gains and losses arising from derivative contracts depends on whether the derivative contract is characterized as a hedge or speculation. Gains and losses arising from hedging derivative contracts take on the character of the underlying asset, liability or transaction being hedged (*Shell Canada Ltd. v. Canada*, [1999] 3 S.C.R. 622, at paras. 68-70). In contrast, speculative derivative contracts are characterized on their own terms, independent of an underlying asset or transaction.

[21] In this case, there is no dispute that Mr. MacDonald’s Bank of Nova Scotia shares are a capital asset and that if the forward contract was a hedge of those shares, the Cash Settlement Payments will be characterized as capital losses. There is also no dispute that if the forward contract was not a hedge of Mr. MacDonald’s Bank of Nova Scotia shares, the Cash Settlement Payments will be characterized as income losses.

[22] A long line of jurisprudence supports the conclusion that the characterization of a derivative contract as a hedge turns on the contract’s purpose. Purpose is ascertained objectively (*Ludco Enterprises Ltd. v. Canada*, [2001] 2 S.C.R. 1082, at para. 54). While subjective manifestations of purpose may sometimes be relevant, the taxpayer’s stated intention, as Noël C.J. noted, is not determinative. The taxpayer’s conduct is generally more revealing than “*ex post facto* declarations” of the taxpayer (Vern Krishna, *Income Tax Law* (2nd ed. 2012), at p. 161; see also Jinyan Li, Joanne Magee and J. Scott Wilkie, *Principles of Canadian Income Tax Law* (9th ed. 2017), at p. 296). As the cases demonstrate, the primary source of ascertaining a derivative contract’s purpose is the linkage between the derivative contract and any underlying asset, liability or

- « soit la volonté de couvrir une position exposée à un risque financier particulier, comme celui que présente la volatilité des prix des marchandises » (*Placer Dome*, par. 29).

[20] Le traitement fiscal des gains et des pertes issus de contrats dérivés dépend de la question de savoir si le contrat dérivé est qualifié de couverture ou de spéculation. Les gains et les pertes issus de contrats dérivés de couverture acquièrent la qualité de l’élément d’actif, de l’élément de passif ou de l’opération sous-jacents faisant l’objet de la couverture (*Shell Canada Ltée c. Canada*, [1999] 3 R.C.S. 622, par. 68-70). En revanche, les contrats dérivés spéculatifs sont qualifiés suivant leurs propres modalités, indépendamment d’un élément d’actif ou d’une opération sous-jacents.

[21] En l’espèce, nul ne conteste que les actions de la Banque de Nouvelle-Écosse que détenait M. MacDonald sont une immobilisation et que si le contrat à terme de gré à gré était une opération de couverture de ces actions, les paiements en espèces à titre de règlement seront qualifiés de pertes en capital. Nul ne conteste non plus que si le contrat à terme de gré à gré n’était pas une opération de couverture des actions de la Banque de Nouvelle-Écosse que détenait M. MacDonald, les paiements en espèces à titre de règlement seront qualifiés de pertes au titre du revenu.

[22] Un long courant jurisprudentiel permet de conclure que la qualification d’un contrat dérivé comme opération de couverture dépend de l’objet du contrat. L’objet est déterminé objectivement (*Enterprises Ludco Ltée c. Canada*, [2001] 2 R.C.S. 1082, par. 54). Bien que les manifestations subjectives de l’objet puissent parfois être pertinentes, l’intention déclarée du contribuable n’est pas décisive, comme l’a fait remarquer le juge en chef Noël. La conduite du contribuable est généralement plus révélatrice que ses [TRANSCRIPTION] « déclarations *ex post facto* » (Vern Krishna, *Income Tax Law* (2^e éd. 2012), p. 161; voir aussi Jinyan Li, Joanne Magee et J. Scott Wilkie, *Principles of Canadian Income Tax Law* (9^e éd. 2017), p. 296). Comme le démontre la jurisprudence, le principal indice qui permet de déterminer l’objet d’un contrat dérivé est le rattachement

transaction purportedly hedged. The more closely the derivative contract is linked to the item it is said to hedge, the stronger the inference that the purpose of the derivative contract was hedging.

[23] *A.-G. of Man. v. A.-G. of Can.*, [1925] 2 D.L.R. 691 (P.C.), provides an early description of hedging and of the importance “purpose” and “linkage” play in defining a derivative contract as a hedge. In that case, the Judicial Committee of the Privy Council reviewed the Manitoba legislature’s authority to enact the *Grain Futures Taxation Act*, S.M. 1923, c. 17, which imposed a tax on gains arising from grain futures (a type of derivative instrument similar to a forward contract). In finding the statute *ultra vires*, Viscount Haldane described the use of grain futures as “hedges”, noting that grain sellers use grain futures to “guard against” and “avoid possible loss from a drop in market-price” while waiting to sell their grain on the market (p. 694). He observed that the grain seller does this by buying and selling grain futures equivalent to the quantity of grain actually held with an “aim . . . to eliminate the risk which he runs from fluctuations in the general market-price while waiting to sell what he actually possesses” (p. 694 (emphasis added)). As Viscount Haldane’s description implies, the linkage between the underlying asset (the grain possessed) and the derivative contract (the grain futures) is central in defining the contract’s purpose.

[24] A similar understanding of hedging was applied in *Atlantic Sugar Refineries Ltd. v. Minister of National Revenue*, [1949] S.C.R. 706, where this Court explored the bounds of linkage. The issue was how to characterize a sugar refinery’s earnings arising from entering into sugar futures under the *Income War Tax Act*, R.S.C. 1927, c. 97. In concluding that the futures were a hedge, Kerwin J. observed that the subject of the derivative contract was the same as the taxpayer’s business (raw sugar) and found that

entre le contrat dérivé et l’élément d’actif, l’élément de passif ou l’opération sous-jacents censément couverts. Plus le contrat dérivé sera étroitement lié à ce qui est censé être couvert, plus forte sera l’inférence selon laquelle l’objet du contrat dérivé était la couverture.

[23] L’arrêt *A.-G. of Man. c. A.-G. of Can.*, [1925] 2 D.L.R. 691 (C.P.), fournit une des premières descriptions de l’opération de couverture et de l’importance qu’ont l’« objet » et le « rattachement » dans la définition du contrat dérivé comme couverture. Dans cette affaire, le Comité judiciaire du Conseil privé a examiné le pouvoir de la législature manitobaine d’édicter la *Grain Futures Taxation Act*, S.M. 1923, c. 17, qui imposait une taxe sur les gains issus des marchés de grain à terme (un type d’instrument dérivé similaire à un contrat à terme de gré à gré). En concluant que la loi était *ultra vires*, le vicomte Haldane a qualifié le recours aux marchés de grain à terme d’[TRADUCTION] « opérations de couverture », faisant observer que les vendeurs de grain avaient recours aux marchés de grain à terme pour « se prémunir » et « éviter d’éventuelles pertes causées par une chute du prix du marché » en attendant de vendre leur grain sur le marché (p. 694). Il a fait remarquer que le vendeur de grain fait cela en achetant et en vendant des marchés de grain à terme équivalents à la quantité de grain réellement détenue dans le [TRADUCTION] « but [. . .] d’éliminer le risque qu’il court en raison des fluctuations du prix du marché général en attendant de vendre ce qu’il possède réellement » (p. 694 (je souligne)). Comme le laisse entendre la description du vicomte Haldane, le rattachement entre l’actif sous-jacent (le grain possédé) et le contrat dérivé (les marchés de grain à terme) est essentiel à la détermination de l’objet du contrat.

[24] Une interprétation semblable de la couverture a été appliquée dans l’arrêt *Atlantic Sugar Refineries Ltd. c. Minister of National Revenue*, [1949] R.C.S. 706, où notre Cour a étudié les limites du rattachement. La question en litige était de savoir comment caractériser les gains d’une raffinerie de sucre issus de la conclusion d’un contrat à terme du sucre au regard de la *Loi de l’impôt de guerre sur le revenu*, S.R.C. 1927, c. 97. En concluant que le contrat à terme était une opération de couverture, le juge

the purpose of the sugar futures was “to offset losses either actual or feared” from the taxpayer’s purchase of higher-than-normal quantities of raw sugar during wartime conditions (p. 707). He concluded that the profits from these futures were sufficiently connected to the taxpayer’s business operations such that they should be treated the same way as its other business earnings. It was added by Locke J., in concurring reasons, that although the futures were not entered into at the exact time the raw sugar was purchased, this lack of synchronized timing did not change the essential nature of the futures as a hedge. Locke J. concluded that the futures were a hedge despite testimony of the president of the taxpayer company that the sales “were not in the nature of hedges but speculative transactions” (p. 710).

[25] *Salada Foods Ltd. v. The Queen*, [1974] C.T.C. 201 (F.C.T.D.), provides an example of how an insufficient connection will lead to the conclusion that the derivative contract was entered into for speculation, not hedging purposes. In that case, Salada Foods entered into a forward sale contract for £500,000 with the Canadian Imperial Bank of Commerce, from which it realized a substantial profit. Salada Foods argued that the contract was entered into with the sole purpose of protecting the value of its investment in its U.K. subsidiaries (which it considered capital assets). It submitted, therefore, that gains arising from this contract should be taxed as capital gains. Urie J. rejected the argument, noting that the value of the forward sale contract did not align with the value of Salada Food’s investments into its subsidiaries, and that there was “little or no relationship between the gain received by [Salada Foods] on its forward sale contract and its actual investment loss occurring as a result of the devaluation of the pound” (p. 206). As a result, notwithstanding Salada Food’s stated intentions, Urie J. found that the purpose of the forward sale contract was speculative, and concluded

Kerwin a fait remarquer que le sujet du contrat dérivé était le même que l’entreprise de la contribuable (le sucre brut) et il a conclu que l’objet du contrat à terme du sucre était [TRADUCTION] « de compenser les pertes, réelles ou appréhendées » issues de l’achat par la contribuable de quantités supérieures à la normale de sucre brut pendant que prévalent des conditions de temps de guerre (p. 707). Il a conclu que les profits réalisés sur ces contrats à terme étaient suffisamment liés aux opérations commerciales de la contribuable, si bien qu’ils devaient être traités de la même façon que ses autres revenus d’entreprise. Dans ses motifs concordants, le juge Locke a ajouté que même si le contrat à terme n’avait pas été conclu au moment même où le sucre brut a été acheté, ce décalage chronologique ne modifiait pas la nature essentielle du contrat à terme comme couverture. Le juge Locke a conclu que le contrat à terme était une opération de couverture, malgré le témoignage du président de la contribuable selon lequel les ventes [TRADUCTION] « n’étaient pas de la nature de couvertures, mais des opérations spéculatives » (p. 710).

[25] L’arrêt *Salada Foods Ltd. c. La Reine*, [1974] C.T.C. 201 (C.F. 1^{re} inst.), est un exemple de cas où un lien insuffisant mènera à la conclusion que le contrat dérivé a été signé à des fins de spéculation, et non de couverture. Dans cette affaire, Salada Foods avait conclu un contrat de vente à terme pour 500 000 £ avec la Banque Canadienne Impériale de Commerce, duquel elle a réalisé un profit substantiel. Salada Foods a plaidé que le contrat avait été conclu dans le seul but de protéger la valeur de son investissement dans ses filiales du Royaume-Uni (qu’elle considérait être des immobilisations). Elle a fait valoir, par conséquent, que les gains issus de ce contrat devaient être imposés à titre de gains en capital. Le juge Urie a rejeté l’argument, faisant remarquer que la valeur du contrat de vente à terme ne correspondait pas à la valeur des investissements de Salada Foods dans ses filiales et « qu’il n’y [avait] qu’un faible lien ou aucun entre le profit qu’ [avait] touché [Salada Foods] sur le contrat de vente à terme et sa véritable perte d’investissement résultant de la dévaluation de la livre » (p. 206). En conséquence, malgré les intentions déclarées de Salada Foods, le

that gains arising from it were taxable on account of income.

[26] The definition of hedging and the required sufficiency of linkage were further discussed in *Echo Bay Mines Ltd. v. Canada*, [1992] 3 F.C. 707. The issue was whether income from the settlement of forward sales contracts for the delivery of silver counted as “resource profits” within the meaning s. 1204(1) of the *Income Tax Regulations*, C.R.C., c. 945. MacKay J. found that the resolution of the case required a determination as to whether the forward sales contracts were a hedge of the mine’s silver production. This in turn required consideration of the following:

... under generally accepted accounting principles [GAAP], a producer’s gain or loss from its execution of forward sales contracts may be considered a “hedge” and therefore matched against the production of the goods produced, if four conditions are met

1. The item to be hedged exposes the enterprise to price (or interest rate) risk.
2. The futures contract reduces that exposure and is designated as a hedge.
3. The significant characteristics and expected terms of the anticipated transactions are identified.
4. It is probable that the anticipated transaction will occur. [pp. 715-16]

[27] MacKay J. concluded that despite imperfect symmetry between the quantum of the forward contracts and the actual production from the mine, and between the timing of production sales and the settlement of the forward contracts, “[e]xact matching was not feasible from a practical point of view, nor is it required in order to constitute hedging” (p. 731). He held that the linkage between the forward contracts and the mine’s production was sufficient to support the conclusion that the purpose of the forward contracts was to hedge against price fluctuations

juge Urie a conclu que le contrat de vente à terme avait un but spéculatif et que les gains qui en étaient issus étaient imposables au titre du revenu.

[26] La définition de la couverture et la suffisance du rattachement nécessaire ont été analysées plus à fond dans *Echo Bay Mines Ltd. c. Canada*, [1992] 3 C.F. 707. Le point litigieux à trancher était de savoir si le revenu provenant de la liquidation de contrats de vente à terme pour la livraison d’argent pouvait être assimilé aux « bénéfices relatifs à des ressources » au sens du par. 1204(1) du *Règlement de l’impôt sur le revenu*, C.R.C., c. 945. Le juge MacKay a conclu que pour trancher l’affaire, il fallait décider si les contrats de vente à terme étaient une couverture de la production d’argent de la mine. Il fallait par conséquent prendre en compte ce qui suit :

... selon les principes comptables généralement reconnus, le bénéfice réalisé ou la perte subie par le producteur à la liquidation du contrat de vente à terme peut être considéré comme une « couverture » et par conséquent mis sur le compte de la marchandise effectivement produite, si quatre conditions sont réunies. . .

- [TRADUCTION] 1. La marchandise à couvrir expose l’entreprise au risque de fluctuation du prix (ou du taux d’intérêt).
2. Le contrat de vente à terme réduit ce risque et est considéré comme une couverture.
 3. Les caractéristiques et les stipulations de l’opération prévue sont précisées.
 4. Il est probable que l’opération prévue aura lieu. [p. 715-716]

[27] Le juge MacKay a conclu que malgré la symétrie imparfaite entre le montant des contrats à terme et la production réelle de la mine, et entre la chronologie des ventes de production et le dénouement des contrats à terme, « [l]a concordance exacte n’était pas possible dans les faits; elle n’est pas non plus essentielle pour qu’il y ait opération de couverture » (p. 731). Il a statué que le rattachement entre les contrats à terme et la production de la mine était suffisant pour étayer la conclusion selon laquelle les contrats à terme avaient pour objet de se prémunir

in silver. On this basis, he concluded that earnings and losses from the forward contracts were to be treated as part of the price received for the silver produced by the mine and included as “resource profits” (p. 732).

[28] In *Shell Canada*, a case where the derivative contract in question was agreed to be a hedge, this Court considered the tax treatment of a complex corporate finance arrangement involving several debenture purchase agreements and a forward exchange contract. Under this arrangement, Shell was effectively given access to a US\$100 million loan at a lower-than-normal financing cost by obtaining the loan indirectly through the purchase and sale of New Zealand currency. One of the issues before the Court was the proper income tax treatment of Shell’s gains on the forward exchange contract entered into as part of the loan arrangement. In answering this question, McLachlin J. concluded:

Whether a foreign exchange gain arising from a hedging contract should be characterized as being on income or capital account depends on the characterization of the debt obligation to which the hedge relates. As noted, Shell entered into the Forward Exchange Contract in order to hedge with US\$ the market risk on the Debenture Agreements, which were denominated in NZ\$. Indeed, Shell would not have entered into the Debenture Agreements in the absence of the Forward Exchange Contract. The gain on the Debenture Agreements was characterized as being earned on capital account and so therefore should the gain on the Forward Exchange Contract. [para. 70]

[29] The most recent decision from this Court addressing hedging in the context of derivative contracts is *Placer Dome*. At issue was whether cash settled derivative contracts qualified as “hedging” transactions under Ontario’s *Mining Tax Act*, R.S.O. 1990, c. M.15. The Minister had previously excluded these contracts from the definition of “hedging” on the basis that cash settled derivative contracts were speculative and did not result in the physical delivery of output from a mine. LeBel J. noted that “[a]

contre les fluctuations du prix de l’argent. Sur ce fondement, il a conclu que les gains et les pertes issus des contrats à terme devaient être traités comme faisant partie du prix reçu pour l’argent produit par la mine et compris comme « bénéfiques relatifs à des ressources » (p. 732).

[28] Dans *Shell Canada*, une affaire où il était entendu que le contrat dérivé en cause était une opération de couverture, notre Cour a examiné le traitement fiscal d’un arrangement de financement complexe comportant plusieurs contrats d’achat de débetures et un contrat de change à terme. Selon cet arrangement, Shell s’est effectivement vu donner accès à un prêt de 100 millions de dollars US moyennant un coût de financement moindre que ce qui aurait été consenti normalement en obtenant le prêt indirectement par l’achat et la vente de monnaie néo-zélandaise. L’une des questions litigieuses soumises à la Cour était la façon dont il convenait de traiter, pour les fins de l’impôt sur le revenu, les gains de Shell sur le contrat de change à terme conclu dans le cadre du prêt. En répondant à cette question, la juge McLachlin a conclu ce qui suit :

La qualification à titre de revenu ou de gain en capital d’un gain de change issu d’une opération de couverture dépend de la qualification de la dette à laquelle se rapporte l’opération de couverture. Comme je le mentionne précédemment, Shell a conclu le contrat de change à terme pour se couvrir, au moyen de dollars américains, contre le risque du marché auquel l’exposaient les contrats d’achat de débetures libellés en monnaie néo-zélandaise. Shell n’aurait pas conclu les contrats d’achat de débetures sans le contrat de change à terme. Le gain réalisé sur les contrats d’achat de débetures a été qualifié de gain en capital, et le gain réalisé sur le contrat de change à terme doit l’être aussi. [par. 70]

[29] C’est dans l’arrêt *Placer Dome* que notre Cour a abordé le plus récemment les opérations de couverture dans le contexte des contrats dérivés. La question litigieuse était de savoir si des contrats dérivés dénoués au moyen d’un règlement en espèces pouvaient être considérés comme des opérations de « couverture » au sens de la *Loi de l’impôt sur l’exploitation minière*, L.R.O. 1990, c. M.15, de l’Ontario. Le ministre avait précédemment exclu ces contrats de la définition de « couverture » au

transaction is a hedge where the party to it genuinely has assets or liabilities exposed to market fluctuations, while speculation is ‘the degree to which a hedger engages in derivatives transactions with a notional value in excess of its actual risk exposure’” (para. 29, citing Brent W. Kraus, “The Use and Regulation of Derivative Financial Products in Canada” (1999), 9 *W.R.L.S.I.* 31, at p. 38). He concluded that the derivative contracts at issue were “part of a comprehensive program designed to manage the risk associated with fluctuations in the [market] price of gold” and that, under Generally Accepted Accounting Principles (GAAP), “the way in which a derivative contract functions as a ‘hedge’ is unaffected by the method by which the contract is settled” (paras. 5 and 31). He endorsed the test used by the trial judge that, for a derivative contract not settled by physical delivery of a mine’s output to fit within the definition of “hedging” under the *Mining Tax Act*, there must be “some link” or “nexus” between the derivative contract and the output of the mine (para. 14). LeBel J. concluded that the definition of “hedging” under the *Mining Tax Act* included cash settled forward contracts.

[30] *Placer Dome* was considered by the Tax Court in *George Weston Ltd. v. R.*, [2015] 4 C.T.C. 2010, where Lamarre A.C.J. further refined the bounds of sufficient linkage. In *George Weston*, the issue was the proper income tax characterization of gains from currency-exchange-based swap contracts, a type of derivative contract. The taxpayer, George Weston Ltd., argued that the swaps were entered into to hedge against foreign exchange rate fluctuation associated with its U.S. subsidiaries. The Crown argued that to constitute a hedge, the derivative contract must be associated with an underlying *transaction* and there was no underlying transaction because George Weston did not sell its U.S. subsidiaries.

motif que les contrats dérivés dénoués au moyen d’un règlement en espèces étaient spéculatifs et ne donnaient pas lieu à la livraison physique des produits d’une mine. Selon le juge LeBel, « [i]l y a opération de couverture lorsque des éléments d’actif ou de passif de la partie qui l’effectue sont véritablement exposés aux fluctuations du marché, alors que la spéculation est [TRADUCTION] “la mesure dans laquelle l’opérateur en couverture effectue des opérations dérivées dont la valeur nominale excède le risque couru” » (par. 29, citant Brent W. Kraus, « The Use and Regulation of Derivative Financial Products in Canada » (1999), 9 *W.R.L.S.I.* 31, p. 38). Il est parvenu à la conclusion que les contrats dérivés en cause avaient été « conclu[s] dans le cadre d’un vaste programme destiné à gérer le risque lié aux fluctuations du [cours] de l’or » et que, pour l’application des principes comptables généralement reconnus (PCGR), « le contrat dérivé demeure un instrument de “couverture” quel qu’en soit le dénouement » (par. 5 et 31). Il a fait sien le critère employé par le juge de première instance selon lequel, pour qu’un contrat dérivé qui ne se dénoue pas par la livraison physique de la production d’une mine réponde à la définition de « couverture » dans la *Loi de l’impôt sur l’exploitation minière*, il doit exister un « lien » entre le contrat dérivé et la production de la mine (par. 14). Le juge LeBel a conclu que la définition de « couverture » dans la *Loi de l’impôt sur l’exploitation minière* comprenait les contrats à terme de gré à gré dénoués au moyen d’un règlement en espèces.

[30] La Cour de l’impôt a examiné l’arrêt *Placer Dome* dans *George Weston Limited c. La Reine*, 2015 CC1 42, où la juge en chef adjointe Lamarre a raffiné davantage les contours du rattachement suffisant. Dans *George Weston*, il s’agissait de bien qualifier, aux fins de l’impôt sur le revenu, les gains issus d’accords de crédits croisés fondés sur le taux de change, un type de contrat dérivé. La contribuable, George Weston Ltée, a plaidé que les accords de crédits croisés avaient été conclus pour se prémunir contre la fluctuation du taux de change liée à ses filiales américaines. Sa Majesté a plaidé que pour constituer une opération de couverture, le contrat dérivé devait être rattaché à une *opération* sous-jacente, ce qui n’était pas le cas, puisque George Weston n’avait pas vendu ses filiales américaines.

[31] Lamarre A.C.J. rejected this argument, holding that it is possible for a derivative contract to be used for hedging even if “there is no sale or proposed sale of the underlying item being hedged” (para. 97). She observed that the swaps, though “not linked to the purchase or sale of commodities”, allowed George Weston “to stabilize the value of the USD assets exposed to currency risk on the balance sheet” (para. 77). On the facts of the case, Lamarre A.C.J. concluded that George Weston’s internal policies and the timing and quantum links between the swaps and George Weston’s net investment in its U.S. subsidiaries supported the finding that the swaps were used to hedge, not speculate.

[32] As these cases demonstrate, the characterization of a derivative contract as a hedge turns on its purpose. The primary source for ascertaining a derivative contract’s purpose is the extent of the linkage between the derivative contract and an underlying asset, liability, or transaction. The linkage analysis begins with the identification of an underlying asset, liability or transaction which exposes the taxpayer to a particular financial risk, and then requires consideration of the extent to which the derivative contract mitigates or neutralizes the identified risk. The more effective the derivative contract is at mitigating or neutralizing the identified risk and the more closely connected the derivative contract is to the item purportedly hedged, the stronger the inference that the purpose of the derivative contract was to hedge. However, as noted, perfect linkage is not required to conclude that the purpose of a derivative contract was to hedge (see, e.g., *Atlantic Sugar*, at p. 711; *Echo Bay Mines*, at pp. 722-23; *Placer Dome*, at para. 49; *George Weston*, at paras. 96-98).

[33] In this case, the substantial linkage between the forward contract and Mr. MacDonald’s Bank of Nova Scotia shares fully supports Noël C.J.’s conclusion that the forward contract was a hedge.

[31] La juge en chef adjointe Lamarre a rejeté cet argument, statuant qu’il était possible d’utiliser un contrat dérivé à des fins de couverture même « en l’absence de vente ou d’une vente proposée de l’élément sous-jacent couvert » (par. 97 (CanLII)). Elle a fait remarquer que les crédits croisés, même s’ils « n’étaient pas rattachés à l’achat ou à la vente de marchandises », avaient permis à George Weston de « stabiliser la valeur des actifs en dollars américains exposés au risque de change sur le bilan » (par. 77). Compte tenu des faits de l’affaire, la juge en chef adjointe Lamarre a conclu que les politiques internes de George Weston ainsi que les liens, sur les plans de la chronologie et des montants, entre les crédits croisés et l’investissement net de George Weston dans ses filiales américaines permettaient de conclure que les crédits croisés étaient utilisés à des fins de couverture, et non de spéculation.

[32] Comme le démontre la jurisprudence précitée, la qualification d’un contrat dérivé en tant que couverture dépend de son objet. Le principal indice qui permet de déterminer l’objet d’un contrat dérivé est l’ampleur du rattachement entre le contrat dérivé et un élément d’actif, un élément de passif ou une opération sous-jacents. L’analyse du rattachement commence par l’identification d’un élément d’actif, d’un élément de passif ou d’une opération sous-jacents qui exposent le contribuable à un risque financier en particulier, puis nécessite un examen de la mesure dans laquelle le contrat dérivé atténue ou neutralise le risque identifié. Plus le contrat dérivé est efficace pour atténuer ou neutraliser le risque identifié et plus le contrat dérivé est étroitement lié à l’élément qu’il est censé couvrir, plus forte sera l’inférence que le contrat dérivé a pour fin de couvrir. Toutefois, comme nous l’avons vu, il n’est pas nécessaire que le rattachement soit parfait pour conclure que le contrat dérivé vise à couvrir (voir, p. ex., *Atlantic Sugar*, p. 711; *Echo Bay Mines*, p. 722-723; *Placer Dome*, par. 49; *George Weston*, par. 96-98).

[33] En l’espèce, le rattachement substantiel entre le contrat à terme de gré à gré et les actions de la Banque de Nouvelle-Écosse détenues par M. MacDonald étaye entièrement la conclusion du juge en chef Noël selon laquelle le contrat à terme de gré à gré était une opération de couverture.

[34] Based on his testimony, the trial judge found that Mr. MacDonald intended to hold his Bank of Nova Scotia shares indefinitely. On this basis, she concluded that “Mr. MacDonald was exposed to no risk by holding the [Bank of Nova Scotia] shares” and that, as a result, he had increased rather than mitigated his risk exposure by entering into the forward contract (para. 68). I agree with Noël C.J. that this conclusion amounted to an error of law. The absence of a synchronous transaction used to offset gains or losses arising from a derivative contract is not equivalent to the absence of risk and is not, by itself, determinative of the characterization of a derivative contract (see, e.g., *George Weston*, at para. 97; *Echo Bay Mines*, at pp. 722-23; *Atlantic Sugar*, at p. 711).

[35] The trial judge’s error in concluding that Mr. MacDonald faced no risk from holding his Bank of Nova Scotia shares necessarily led her to conclude that he entered into the forward contract with the intention of speculating. She also allowed Mr. MacDonald’s *ex post facto* testimony and the fact that the forward contract was settled by cash, not physical delivery of the Bank of Nova Scotia shares, to overwhelm her analysis. In *Placer Dome*, LeBel J. noted that:

Derivative transactions may be settled in a number of different ways: physical delivery of the underlying asset, cash settlement or offsetting contract. Most derivative contracts, however, are not settled by physical delivery. The most important point about settlement is that, at least for the purposes of GAAP, the way in which a derivative contract functions as a “hedge” is unaffected by the method by which the contract is settled. [para. 31]

[36] Though this statement was made in the context of explaining GAAP, later in his reasons LeBel J. adopted the position of Professors Grottenthaler and Henderson endorsing the holding in *Echo Bay Mines* that cash settled forward contracts and forward contracts settled by physical delivery are economically equivalent and treating them differently

[34] S’appuyant sur le témoignage de M. MacDonald, la juge de première instance a statué que ce dernier entendait garder ses actions de la Banque de Nouvelle-Écosse indéfiniment. Pour cette raison, elle a conclu que « M. MacDonald ne s’exposait à aucun risque en détenant les actions de la [Banque de Nouvelle-Écosse] » et que, par conséquent, il avait augmenté son niveau de risque, plutôt que de l’avoir atténué, en concluant le contrat à terme de gré à gré (par. 68). Je suis d’accord avec le juge en chef Noël pour dire que cette conclusion équivalait à une erreur de droit. L’absence d’opération synchrone utilisée pour compenser les gains ou les pertes issus d’un contrat dérivé n’équivaut pas à l’absence de risque et ne dicte pas, à elle seule, la qualification d’un contrat dérivé (voir, p. ex., *George Weston*, par. 97; *Echo Bay Mines*, p. 722-723; *Atlantic Sugar*, p. 711).

[35] L’erreur commise par la juge de première instance en concluant que M. MacDonald ne s’exposait à aucun risque en détenant ses actions de la Banque de Nouvelle-Écosse l’a forcément amenée à statuer que M. MacDonald avait conclu le contrat à terme de gré à gré dans un dessein de spéculation. Elle a en outre permis que le témoignage *ex post facto* de M. MacDonald et le fait que le contrat à terme de gré à gré s’était dénoué par un règlement en espèces, et non par la livraison physique des actions de la Banque de Nouvelle-Écosse, dominant son analyse. Dans *Placer Dome*, le juge LeBel a fait observer ce qui suit :

Les opérations dérivées peuvent avoir différents dénouements : la livraison physique de l’actif sous-jacent, le règlement en espèces ou la conclusion d’un contrat symétrique. Toutefois, la plupart des contrats dérivés ne se dénouent pas par une livraison physique. Ce qui importe le plus à cet égard, c’est que, tout au moins pour l’application des PCGR, le contrat dérivé demeure un instrument de « couverture » quel qu’en soit le dénouement. [par. 31]

[36] Bien que cette affirmation ait été faite dans le contexte d’une explication des PCGR, plus loin dans ses motifs, le juge LeBel a adopté la thèse des professeurs Grottenthaler et Henderson faisant leur la décision rendue dans *Echo Bay Mines* selon laquelle les contrats à terme de gré à gré se dénouent par règlement en espèces et les contrats à terme de gré

for tax purposes would create “an unjustified artificial distinction” (*Placer Dome*, at para. 34, citing Grottenthaler and Henderson, at pp. 11-8 and 11-9). As a result, the method by which a derivative contract is settled is not determinative of linkage or, ultimately, purpose.

[37] The forward contract had the effect of nearly perfectly neutralizing fluctuations in the price of Bank of Nova Scotia shares held by Mr. MacDonald, pointing to a close linkage. The purpose of the forward contract as a hedging instrument is most apparent when one considers the forward contract alongside the loan and pledge agreements between Mr. MacDonald and TD Bank. Seen in this light, there was considerable linkage between the forward contract and Mr. MacDonald’s Bank of Nova Scotia shares.

[38] In *Shell Canada*, McLachlin J. cautioned that “the economic realities” of a situation cannot be used to “recharacterize a taxpayer’s *bona fide* legal relationships” (para. 39). This does not mean that contextual factors outside the four corners of the derivative contract will never be relevant in ascertaining its purpose. McLachlin J.’s statement was made in the context of this Court rejecting an argument that two related transactions between different parties should effectively be treated as a single collective transaction for the purpose of tax characterization. This is very different from considering multiple related agreements to help determine why a particular agreement was entered into.

[39] When assessing whether a derivative contract is a hedge or speculation, the relationship between the derivative contract and transactions or assets outside of the derivative contract will very often be relevant. By definition, a hedging derivative contract is aimed at reducing the risk associated with some asset, liability or transaction. In this case, the loan and pledge agreements are part of the context

à gré se dénouant par la livraison physique étaient économiquement équivalents et que les traiter différemment à des fins fiscales créerait « une distinction injustifiée et artificielle » (*Placer Dome*, par. 34, citant Grottenthaler et Henderson, p. 11-8 et 11-9). Par conséquent, la méthode par laquelle un contrat dérivé se dénoue n’est pas déterminante en ce qui concerne le rattachement ni, en fin de compte, l’objet.

[37] Le contrat à terme de gré à gré avait pour effet de neutraliser presque parfaitement les fluctuations du prix des actions de la Banque de Nouvelle-Écosse détenues par M. MacDonald, ce qui témoigne d’un rattachement étroit. L’objet du contrat à terme de gré à gré en tant qu’instrument de couverture est d’autant plus apparent lorsqu’on examine côte à côte le contrat à terme de gré à gré et les ententes de prêt et de nantissement conclues entre M. MacDonald et la Banque TD. Partant, il y avait un rattachement considérable entre le contrat à terme de gré à gré et les actions de la Banque de Nouvelle-Écosse détenues par M. MacDonald.

[38] Dans l’arrêt *Shell Canada*, la juge McLachlin a averti que « la réalité économique » d’une situation ne pouvait justifier « une nouvelle qualification des rapports juridiques véritables établis par le contribuable » (par. 39). Cela ne veut pas dire que les facteurs contextuels excédant les limites du contrat dérivé ne seront jamais utiles pour en déterminer l’objet. La juge McLachlin a fait cette affirmation dans la foulée du rejet par notre Cour de l’argument suivant lequel deux opérations liées entre différentes parties devraient effectivement être considérées comme une seule opération collective pour les besoins de leur qualification fiscale. Cela est très différent du fait d’examiner de multiples opérations liées afin de mieux établir la raison pour laquelle une entente en particulier a été conclue.

[39] Lorsqu’il s’agit de décider si un contrat dérivé est une opération de couverture ou de spéculation, la relation entre ce contrat et les opérations ou actifs qui débordent de son cadre s’avère très souvent pertinente. Le contrat dérivé de couverture, de par sa nature, vise à réduire le risque associé à certains éléments d’actif, éléments de passif ou opérations. En l’espèce, les ententes de prêt et de nantissement

relevant to ascertaining the purpose of the forward contract. Considering these agreements will in no way recharacterize Mr. MacDonald's *bona fide* legal relationships.

[40] As Noël C.J. observed, the combined effect of the forward contract, the loan agreement and the pledge agreement allowed for credit backed by collateral that was free from market fluctuation risk. The loan and pledge agreements gave Mr. MacDonald access to a large credit facility but required him to maintain the forward contract and to pledge, as collateral, Bank of Nova Scotia shares and all Cash Settlement Payments owed to him pursuant to the forward contract. The credit available to him could not exceed 95 percent of the value of his pledged Bank of Nova Scotia shares. The shares pledged as collateral matched the shares contemplated by the forward contract. As the number of shares covered by the forward contract decreased due to settlement, the same number of shares were released from being collateral under the loan and pledge agreements.

[41] From the perspective of TD Bank, this meant that the value of the collateral was perfectly protected from market fluctuations: if the price of Bank of Nova Scotia shares increased, the value of Mr. MacDonald's pledged shares would increase proportionally; if the price decreased, Mr. MacDonald would be entitled to an offsetting Cash Settlement Payment which would automatically be pledged as collateral. This arrangement allowed Mr. MacDonald to gain access to a large credit facility on attractive terms and allowed TD Bank to provide the credit facility with the guarantee of protected collateral.

[42] In my view, this arrangement reveals the necessary linkage between Mr. MacDonald's Bank of Nova Scotia shares and the forward contract to indicate a hedging purpose. The fact that Mr. MacDonald

font partie du contexte utile pour établir l'objet du contrat à terme de gré à gré. L'analyse de ces ententes ne donne aucunement lieu à une nouvelle qualification des rapports juridiques véritables établis par M. MacDonald.

[40] Comme l'a fait remarquer le juge en chef Noël, l'effet conjugué du contrat à terme de gré à gré ainsi que des ententes de prêt et de nantissement a permis l'octroi d'un crédit garanti par une sûreté exempte de risque de fluctuation du marché. Les ententes de prêt et de nantissement donnaient à M. MacDonald accès à une importante facilité de crédit, mais l'obligeaient à maintenir en vigueur le contrat à terme de gré à gré et à donner en gage, à titre de garantie, des actions de la Banque de Nouvelle-Écosse et tous les paiements en espèces à titre de règlement qui lui étaient dus en vertu du contrat à terme de gré à gré. Le crédit dont il disposait ne pouvait pas dépasser 95 p. 100 de la valeur des actions de la Banque de Nouvelle-Écosse qu'il avait données en gage. Les actions données en gage à titre de garantie correspondaient aux actions envisagées par le contrat à terme de gré à gré. À mesure que le nombre d'actions visées par le contrat à terme de gré à gré diminuait en raison des paiements à titre de règlement, le même nombre d'actions était libéré comme garantie suivant les termes des ententes de prêt et de nantissement.

[41] Du point de vue de la Banque TD, cela voulait dire que la valeur de la garantie était entièrement à l'abri des fluctuations du marché : si le prix des actions de la Banque de Nouvelle-Écosse augmentait, la valeur des actions données en gage par M. MacDonald augmenterait proportionnellement; si le prix baissait, M. MacDonald aurait droit à un paiement en espèces à titre de règlement en guise de compensation qui serait automatiquement donné en gage comme garantie. Ces modalités permettaient à M. MacDonald d'avoir accès à une facilité de crédit importante à des conditions avantageuses et permettaient à la Banque TD de fournir la facilité de crédit avec la garantie d'une sûreté protégée.

[42] À mon avis, cet arrangement révèle le rattachement nécessaire entre les actions de la Banque de Nouvelle-Écosse détenues par M. MacDonald et le contrat à terme de gré à gré pour indiquer un

did not sell his Bank of Nova Scotia shares immediately to offset his losses under the forward contract does not sever this connection. Although the loan and pledge agreements form part of the context in this case and shed light on the purpose of the forward contract as a hedge, the forward contract, considered independently, perfectly sheltered the large bulk of Mr. MacDonald's Bank of Nova Scotia shares from market price fluctuations. A good argument can be made, therefore, that even without the loan agreement, the contract was still a hedge.

[43] Mr. MacDonald's *ex post facto* testimony regarding his intentions cannot overwhelm the manifestations of a different purpose objectively ascertainable from the record.

[44] The Cash Settlement Payments arising from the forward contract derive their income tax treatment from the underlying Bank of Nova Scotia shares, which the parties agree were held by Mr. MacDonald on account of capital. When considered in its full and proper context, it is clear that the purpose of the forward contract was to hedge against market price fluctuations that Mr. MacDonald's Bank of Nova Scotia shares were exposed to.

[45] I would therefore dismiss the appeal with costs.

The following are the reasons delivered by

CÔTÉ J. (dissenting) —

I. Introduction

[46] The issue before this Court is whether losses resulting from a cash-settled forward contract ("Forward Contract") between James S. A. MacDonald and TD Securities Inc. ("TDSI") are deductible on Mr. MacDonald's income account or on his capital account. The appeal turns on whether the Forward

objet de couverture. Le fait que M. MacDonald n'a pas immédiatement vendu ses actions de la Banque de Nouvelle-Écosse pour compenser ses pertes en exécution du contrat à terme de gré à gré ne rompt pas ce lien. Bien que les ententes de prêt et de nantissement fassent partie du contexte en l'espèce et nous éclairent sur l'objet du contrat à terme de gré à gré comme couverture, le contrat à terme de gré à gré, considéré de façon indépendante, mettait la plus grande partie des actions de la Banque de Nouvelle-Écosse détenues par M. MacDonald parfaitement à l'abri des fluctuations du cours de ces actions. En conséquence, on pourrait fort bien soutenir que même sans l'entente de prêt, le contrat demeurait une opération de couverture.

[43] Le témoignage *ex post facto* de M. MacDonald quant à ses intentions ne saurait supplanter les manifestations d'un objet différent qui ressort objectivement du dossier.

[44] Le traitement fiscal des paiements en espèces à titre de règlement issus du contrat à terme de gré à gré découle des actions sous-jacentes de la Banque de Nouvelle-Écosse qui, comme en conviennent les parties, étaient détenues par M. MacDonald à titre de capital. Lorsqu'on l'examine dans le contexte global qui lui est propre, le contrat à terme de gré à gré avait manifestement pour objet de se prémunir contre les fluctuations du prix du marché auxquelles étaient exposées les actions de la Banque de Nouvelle-Écosse détenues par M. MacDonald.

[45] Par conséquent, je suis d'avis de rejeter le pourvoi avec dépens.

Version française des motifs rendus par

LA JUGE CÔTÉ (dissidente) —

I. Introduction

[46] Notre Cour est appelée en l'espèce à décider si les pertes découlant d'un contrat à terme de gré à gré avec règlement en espèces (« contrat à terme de gré à gré ») conclu entre James S. A. MacDonald et Valeurs mobilières TD Inc. (« VMTD ») sont déductibles du revenu ou du capital de M. MacDonald.

Contract should be characterized as an adventure in the nature of trade or as a hedge of Mr. MacDonald's Bank of Nova Scotia shares ("BNS Shares"). If it was an adventure in the nature of trade, the losses are deductible on Mr. MacDonald's income account. If it was a hedge, they take on the tax character of the underlying asset, in this case the BNS Shares, which are deductible on his capital account.

[47] Contrary to the Federal Court of Appeal, I would, with great respect, hold that the tax characterization of the Forward Contract turns on the taxpayer's intent, which is determined by reviewing the taxpayer's subjective statements of intent and objective manifestations of intent. I part ways with my colleague Abella J. on the meaning of intent, on her interference with the trial judge's findings of fact, and on the relationship between the Forward Contract and Mr. MacDonald's arrangements with other entities. I see no basis for intervening in the trial judge's finding that, given all of the relevant circumstances, Mr. MacDonald intended to speculate and not to hedge. I would therefore allow the appeal.

II. Summary of the Relevant Facts

[48] I do not propose to duplicate the facts recited by my colleague in her reasons. However, I wish to highlight some important details in how Mr. MacDonald arranged his affairs.

[49] Mr. MacDonald and the Toronto-Dominion Bank ("TDB") were the parties to a credit facility agreement entered into on July 7, 1997 ("Credit Facility"), which required Mr. MacDonald to maintain the Forward Contract, and to a securities pledge agreement ("Securities Pledge Agreement"), in which he pledged to TDB all amounts which might

L'issue du présent pourvoi dépend de la question de savoir si le contrat à terme de gré à gré devrait être qualifié de projet comportant un risque à caractère commercial, ou d'opération destinée à couvrir les actions de la Banque de Nouvelle-Écosse détenues par M. MacDonald (« actions de la BNE »). Si ce contrat était un projet comportant un risque à caractère commercial, alors les pertes sont déductibles du revenu de M. MacDonald. S'il constituait un instrument de couverture, les pertes revêtent le caractère fiscal de l'actif sous-jacent — soit, en l'espèce, les actions de la BNE — et sont dès lors déductibles du capital de M. MacDonald.

[47] Contrairement à la Cour d'appel fédérale, je suis d'avis, avec beaucoup d'égards, que la qualification fiscale du contrat à terme de gré à gré repose sur l'intention du contribuable, laquelle est établie au moyen de l'examen des déclarations subjectives d'intention du contribuable, ainsi que des manifestations objectives de cette intention. Je diverge d'opinion avec ma collègue la juge Abella quant à la signification de l'intention, quant à son intervention à l'égard des conclusions de fait de la juge de première instance, et quant au rapport entre le contrat à terme de gré à gré et les ententes conclues par M. MacDonald avec d'autres entités. Je ne vois rien qui justifierait d'intervenir quant à la conclusion de la juge de première instance selon laquelle, considérant toutes les circonstances pertinentes, M. MacDonald avait l'intention de spéculer et non de couvrir. J'accueillerais donc le pourvoi.

II. Résumé des faits pertinents

[48] Je n'entends pas reprendre ici les faits exposés par ma collègue dans ses motifs. Je tiens toutefois à souligner certains détails importants en ce qui concerne la manière dont M. MacDonald a organisé ses affaires.

[49] Monsieur MacDonald et la Banque Toronto-Dominion (« Banque TD ») étaient parties à une convention de facilité de crédit conclue le 7 juillet 1997 (« facilité de crédit »), qui exigeait de M. MacDonald qu'il maintienne le contrat à terme de gré à gré, et à une entente de nantissement de valeurs mobilières (« entente de nantissement »), dans le cadre

become payable to Mr. MacDonald from TDSI under the Forward Contract. Mr. MacDonald and TDSI — a separate entity from TDB — were the parties to the Forward Contract. Further, whereas the terms of the Credit Facility contemplated the Forward Contract, the terms of the Forward Contract did not contemplate the Credit Facility.

[50] In addition, although the Credit Facility entitled Mr. MacDonald to draw on up to \$10,477,480, he only borrowed a total of \$4,899,000. By November 5, 2004, he had repaid the entire balance under the Credit Facility. However, the Forward Contract continued in effect until March 29, 2006. The losses for which Mr. MacDonald is claiming a deduction are for taxation years 2004, 2005 and 2006.

III. Trial Judge’s Factual Findings and Standard of Review

[51] The trial judge, Lafleur J., made a number of important findings which have not been challenged on appeal (2017 TCC 157, [2018] 1 C.T.C. 2239):

- Mr. MacDonald’s evidence was “credible and reliable, and he was himself a very credible witness” (para. 59);
- Mr. MacDonald’s “sole purpose and intention in entering into the Forward Contract was to speculate on and profit from, an anticipated decline in the trading price of the BNS shares” (para. 59);
- Mr. MacDonald’s “intention at the time of entering into the Forward Contract was to gain a profit by speculating that the market price of the BNS shares would drop in value” (para. 63);
- Mr. MacDonald “did not have a clear intention to hedge when he entered into the Forward Contract” (para. 80);
- Mr. MacDonald “did not consider the [Credit Facility] as being part of the Forward Contract” (para. 62);

de laquelle il a donné en gage à la Banque TD tous les montants que VMTD pourrait avoir à verser à M. MacDonald conformément au contrat à terme de gré à gré. Monsieur MacDonald et VMTD — une entité distincte de la Banque TD — étaient parties au contrat à terme de gré à gré. Par ailleurs, si les modalités de la facilité de crédit prévoyaient le contrat à terme de gré à gré, les modalités du contrat à terme de gré à gré ne prévoyaient pas la facilité de crédit.

[50] De plus, même si la facilité de crédit autorisait M. MacDonald à emprunter des fonds jusqu’à concurrence de 10 477 480 \$, il n’a emprunté que 4 899 000 \$ au total. En date du 5 novembre 2004, il avait remboursé l’intégralité du solde de la facilité de crédit. Cependant, le contrat à terme de gré à gré est demeuré en vigueur jusqu’au 29 mars 2006. Les pertes pour lesquelles M. MacDonald réclame une déduction sont celles des années d’imposition 2004, 2005 et 2006.

III. Conclusions de fait de la juge de première instance et norme de contrôle

[51] La juge de première instance, la juge Lafleur, a tiré plusieurs conclusions importantes qui n’ont pas été contestées en appel (2017 CCI 157) :

- le témoignage de M. MacDonald est « crédible et fiable, et il [est] un témoin très digne de foi » (par. 59 (CanLII));
- la « seule intention de [M. MacDonald] au moment de conclure le contrat à terme était de spéculer sur une baisse prévue du cours des actions de la BNE et d’en tirer profit » (par. 59);
- l’« intention de [M. MacDonald] au moment de signer le contrat à terme était de réaliser un bénéfice en spéculant que le cours des actions de la BNE baisserait » (par. 63);
- Monsieur MacDonald « n’avait pas l’intention claire de mener une opération de couverture lorsqu’il a conclu le contrat à terme » (par. 80);
- Monsieur MacDonald « ne considérait pas que [la facilité de crédit] faisait partie du contrat à terme » (par. 62);

- there was no “connection between the amount borrowed under the [Credit Facility] and the entering into, and the settlement of, the Forward Contract” (para. 106); and
- Mr. MacDonald was not interested in selling the BNS Shares in the short term, and he continued to hold a substantial portion of the shares in BNS he had been holding when he entered into the Forward Contract (paras. 66, 104 and 107).
- il n’y avait aucun « lien entre le montant emprunté en vertu [de la facilité de crédit] et la conclusion, de même que le règlement, du contrat à terme » (par. 106);
- Monsieur MacDonald ne souhaitait pas, à court terme, vendre les actions de la BNE et il a continué de détenir une partie substantielle des actions de la BNE qu’il possédait au moment où il a signé le contrat à terme de gré à gré (par. 66, 104 et 107).

[52] An appeal, even to the Supreme Court of Canada, does not involve a retrial of the case. This Court’s power to substitute its own view of the facts for that of the trial judge is circumscribed by its role as an appellate court: *Underwood v. Ocean City Realty Ltd.* (1987), 12 B.C.L.R. (2d) 199 (C.A.), at p. 204, quoted with approval in *Housen v. Nikolaisen*, 2002 SCC 33, [2002] 2 S.C.R. 235, at para. 3. Given this institutional limitation, the standard of review for findings of fact is palpable and overriding error: *Housen*, at para. 10. The standard for questions of mixed fact and law is also palpable and overriding error unless it is clear that the trial judge made an extricable error in principle amounting to an error of law: para. 37. Finally, the standard of review for questions of law is correctness: para. 8.

[53] In this appeal, whether intent is required in order to find that the Forward Contract was a hedge is a question of law, and is therefore reviewable on the correctness standard. The trial judge’s finding that Mr. MacDonald’s sole intent was to speculate, and not to hedge, is a finding of fact reviewable for palpable and overriding error, absent an extricable error of law: *Symes v. Canada*, [1993] 4 S.C.R. 695, at p. 736.

[52] Un pourvoi, même devant la Cour suprême du Canada, ne signifie pas de refaire un procès. Le pouvoir de notre Cour de substituer sa propre appréciation des faits à celle du juge de première instance est limité par son rôle en tant que cour d’appel : *Underwood c. Ocean City Realty Ltd.* (1987), 12 B.C.L.R. (2d) 199 (C.A.), p. 204, cité avec approbation dans l’arrêt *Housen c. Nikolaisen*, 2002 CSC 33, [2002] 2 R.C.S. 235, par. 3. Compte tenu de cette limite institutionnelle, la norme de contrôle applicable aux conclusions de fait est celle de l’erreur manifeste et déterminante : *Housen*, par. 10. La norme qui s’applique aux questions mixtes de fait et de droit est également celle de l’erreur manifeste et déterminante, à moins que le juge de première instance n’ait clairement commis une erreur de principe isolable équivalant à une erreur de droit : par. 37. Enfin, la norme de contrôle applicable aux questions de droit est la norme de la décision correcte : par. 8.

[53] En l’espèce, la question de savoir si l’intention doit être présente pour que l’on puisse conclure que le contrat à terme de gré à gré est un instrument de couverture est une question de droit, et est donc susceptible de contrôle suivant la norme de la décision correcte. La conclusion de la juge de première instance selon laquelle M. MacDonald avait pour unique intention de spéculer, et non de couvrir, est une conclusion de fait qui est susceptible de révision selon la norme de l’erreur manifeste et déterminante, à défaut d’une erreur de droit identifiable : *Symes c. Canada*, [1993] 4 R.C.S. 695, p. 736.

IV. Meaning of Intent

[54] Before explaining why intent is necessary in order to find that the Forward Contract was a hedge, I believe that it would be useful to first discuss what I mean by “intent”. This Court has previously considered how to determine a taxpayer’s intention. In *Symes*, at p. 736, Iacobucci J. noted that the issue before the Court was whether Ms. Symes had incurred child care expenses with the intention of gaining or producing income from a business. He went on to explain that, where a taxpayer’s intention must be ascertained, the court must look beyond the taxpayer’s subjective statements to identify objective manifestations of intent:

As in other areas of law where purpose or intention behind actions is to be ascertained, it must not be supposed that in responding to this question, courts will be guided only by a taxpayer’s statements, *ex post facto* or otherwise, as to the subjective purpose of a particular expenditure. Courts will, instead, look for objective manifestations of purpose, and purpose is ultimately a question of fact to be decided with due regard for all of the circumstances. [p. 736]

[55] Iacobucci J. returned to this point in *Ludco Enterprises Ltd. v. Canada*, 2001 SCC 62, [2001] 2 S.C.R. 1082, at para. 54, in which this Court had to determine a taxpayer’s intention in using borrowed money in order to decide whether interest charges were deductible from income under the *Income Tax Act*, R.S.C. 1985, c. 1 (5th Supp.) (“ITA”):

In the interpretation of the [ITA], as in other areas of law, where purpose or intention behind actions is to be ascertained, courts should objectively determine the nature of the purpose, guided by both subjective and objective manifestations of purpose. In the result, the requisite test to determine the purpose for interest deductibility under s. 20(1)(c)(i) is whether, considering all the circumstances, the taxpayer had a reasonable expectation of income at the time the investment was made. [Emphasis added; citations omitted.]

IV. Signification du mot intention

[54] Avant d’expliquer pourquoi l’intention doit être présente pour conclure que le contrat à terme de gré à gré constituait un instrument de couverture, il me paraît utile de préciser d’abord ce que j’entends par « intention ». La Cour a déjà considéré auparavant comment déterminer l’intention du contribuable. Ainsi, dans l’arrêt *Symes*, p. 736, le juge Iacobucci a souligné que la question soumise à la Cour était de savoir si M^{me} Symes avait engagé des frais de garde d’enfants en vue de tirer un revenu de l’entreprise, ou de faire produire un revenu à celle-ci. Il a ensuite expliqué que, lorsqu’il doit déterminer l’intention du contribuable, le tribunal doit aller au-delà des déclarations subjectives du contribuable pour cerner les manifestations objectives de son intention :

Comme dans d’autres domaines du droit, lorsqu’il faut établir l’objet ou l’intention des actes, on ne doit pas supposer que les tribunaux se fonderont seulement, en répondant à cette question, sur les déclarations du contribuable, *ex post facto* ou autrement, quant à l’objet subjectif d’une dépense donnée. Ils examineront plutôt comment l’objet se manifeste objectivement, et l’objet est en définitive une question de fait à trancher en tenant compte de toutes les circonstances. [p. 736]

[55] Le juge Iacobucci est revenu sur cette question dans l’arrêt *Entreprises Ludco Ltée c. Canada*, 2001 CSC 62, [2001] 2 R.C.S. 1082, par. 54, où notre Cour devait déterminer l’intention qu’avait le contribuable lorsqu’il a utilisé l’argent emprunté, pour décider si les frais d’intérêt étaient déductibles du revenu en vertu de la *Loi de l’impôt sur le revenu*, L.R.C. 1985, c. 1 (5^e suppl.) (« LIR ») :

Dans l’interprétation de la [LIR], tout comme dans d’autres domaines du droit, les tribunaux appelés à dégager l’objet d’une mesure ou l’intention de son auteur doivent déterminer objectivement la nature de la fin poursuivie en tenant compte à la fois des éléments subjectifs et objectifs pertinents. Par conséquent, voici le critère applicable pour déterminer la fin visée par l’utilisation des fonds empruntés et décider si l’intérêt est déductible en application du sous-al. 20(1)c)(i) : Compte tenu de toutes les circonstances, le contribuable avait-il, au moment de l’investissement, une expectative raisonnable de tirer un revenu? [Je souligne; citations omises.]

[56] We are bound to follow *Symes'* and *Ludco's* authoritative statements that intent is a question that requires an assessment both of the taxpayer's subjective intention and of the presence or absence of objective manifestations of that intention. Neither the objective nor the subjective element is determinative on its own.

V. Intent Is Necessary in Order to Find That the Forward Contract Was a Hedge

[57] I am of the opinion that the tax characterization of the Forward Contract turns on the taxpayer's intent and that this is determined by reviewing the taxpayer's subjective statements and objective manifestations of intent. Based on my reading of the jurisprudence, a hedge exists for tax law purposes if the taxpayer *intended to hedge* using the derivative instrument and that intention was objectively manifested by a sufficient connection between the derivative instrument and the underlying asset or liability ("linkage"), or by integration of the derivative transaction into the taxpayer's profit-making activities: *George Weston Ltd. v. R.*, 2015 TCC 42, [2015] 4 C.T.C. 2010; *Barrick Gold Corp. v. R.*, 2017 TCC 18, [2017] 3 C.T.C. 2103; *Echo Bay Mines Ltd. v. Canada*, [1992] 3 F.C. 707; *Atlantic Sugar Refineries Ltd. v. Minister of National Revenue*, [1949] S.C.R. 706. By contrast, an adventure in the nature of trade exists if the taxpayer *intended to speculate* using the derivative instrument and that intention was objectively manifested by indications that the transaction was a scheme for profit-making: *Salada Foods Ltd. v. The Queen*, [1974] C.T.C. 201 (F.C.T.D.); M. E. Grottenthaler and P. J. Henderson, *The Law of Financial Derivatives in Canada* (loose-leaf), at p. 11-5. With respect, I find as a logical consequence that the Federal Court of Appeal (2018 FCA 128, [2019] 2 F.C.R. 302) erred in law in holding that an intention to hedge is not a requirement for a finding that a transaction constitutes a hedge.

[56] Nous sommes liés par les énoncés faisant autorité formulés dans les arrêts *Symes* et *Ludco*, selon lesquels l'intention est une question exigeant la prise en compte aussi bien de l'intention subjective du contribuable que de la présence ou l'absence de manifestations objectives de cette intention. Ni l'élément objectif ni l'élément subjectif ne sont déterminants à eux seuls.

V. L'intention doit être présente pour conclure que le contrat à terme de gré à gré était un instrument de couverture

[57] Je suis d'avis que la qualification fiscale du contrat à terme de gré à gré repose sur l'intention du contribuable, laquelle est établie au moyen de l'examen des déclarations subjectives du contribuable et des manifestations objectives de son intention. Selon ma lecture de la jurisprudence, il y a opération de couverture aux fins de l'application du droit fiscal lorsque le contribuable *a l'intention de procéder à une opération de couverture* en utilisant l'instrument dérivé, et que cette intention se manifeste objectivement par un lien suffisant entre l'instrument dérivé et l'élément d'actif ou de passif sous-jacent (« rattachement »), ou par l'intégration de l'opération dérivée dans les activités du contribuable visant à générer des bénéfices : *George Weston Limited c. La Reine*, 2015 CCI 42; *Barrick Gold Corporation c. La Reine*, 2017 CCI 18; *Echo Bay Mines Ltd. c. Canada*, [1992] 3 C.F. 707; *Atlantic Sugar Refineries Ltd. c. Minister of National Revenue*, [1949] R.C.S. 706. En revanche, une opération constitue un projet comportant un risque à caractère commercial si le contribuable *a l'intention de spéculer* en utilisant l'instrument dérivé, et que cette intention se manifeste objectivement par des indices que l'opération est un plan visant la réalisation d'un bénéfice : *Salada Foods Ltd. c. The Queen*, [1974] C.T.C. 201 (C.F. 1^{re} inst.); M. E. Grottenthaler et P. J. Henderson, *The Law of Financial Derivatives in Canada* (feuilles mobiles), p. 11-5. Avec égards, j'estime par voie de conséquence logique que la Cour d'appel fédérale (2018 CAF 128, [2019] 2 R.C.F. 302) a commis une erreur de droit lorsqu'elle a conclu que l'intention de couvrir ne constitue pas un prérequis pour qu'il soit établi qu'une opération constitue une couverture.

[58] Moreover, disregarding the taxpayer's intent to hedge in characterization cases would be artificial, because intent to speculate is "the most determinative factor" in the decision as to whether a transaction of any kind is an adventure in the nature of trade: *Canada Safeway Ltd. v. R.*, 2008 FCA 24, [2008] 2 C.T.C. 149, at para. 43; see also *Friesen v. Canada*, [1995] 3 S.C.R. 103, at para. 16. Given that intent is clearly relevant to that analysis, adopting a rule that intent is to be disregarded in determining whether a derivative constitutes a hedge would only cause confusion. Further, eliminating the taxpayer's intent as an important factor to be applied in determining the tax characterization of a derivative transaction would turn the taxation of such transactions into a judicially created "carve-out" from the general tax characterization jurisprudence, and such a distinction would not be justified by the text of the ITA as it was enacted at the relevant time. Taxpayers deserve to be taxed on the basis of known legal rules, and not on the basis of judicial decisions made after the fact.

[59] My colleague adopts a test which purports to be similarly anchored on a taxpayer's subjective statements and objective manifestations of intent. At first glance, her test appears inconsistent with the Federal Court of Appeal's holding that intent is not required for a finding that a transaction constitutes a hedge. As I explain below, my colleague's application of her test to the facts of this appeal illustrates that the difference between her test and that of the Federal Court of Appeal is one more of style than of substance. Unlike the Federal Court of Appeal, she refers to intention in her analysis, but, like the Federal Court of Appeal, her analysis looks only to the economic effects of the derivative instrument in order to ascertain its tax character.

[60] I would also point out that a test which is in effect based solely on risk mitigation will have extensive repercussions for the taxation of financial derivatives. For example, the fact that there is often

[58] De plus, il serait artificiel de faire abstraction de l'intention de couvrir du contribuable dans les affaires relatives à la qualification, parce que l'intention de spéculer est « le facteur le plus déterminant » à prendre en compte pour décider si une opération de quelque nature que ce soit est un projet comportant un risque à caractère commercial : *Canada Safeway Limited. c. Canada*, 2008 CAF 24, par. 43 (CanLII); voir également *Friesen c. Canada*, [1995] 3 R.C.S. 103, par. 16. Étant donné que l'intention est clairement une considération pertinente pour cette analyse, adopter une règle selon laquelle l'intention ne doit pas être prise en compte au moment de décider si une opération dérivée est une couverture ne ferait que semer de la confusion. Qui plus est, éliminer l'intention du contribuable en tant qu'important facteur devant être appliqué pour établir la qualification fiscale d'une opération dérivée reviendrait à faire de l'imposition de ces opérations une exception créée par voie judiciaire à la jurisprudence générale en matière de qualification fiscale, et une telle distinction ne serait pas justifiée par le texte de la LIR telle qu'elle existait au moment des faits. Les contribuables ont le droit d'être imposés en fonction de règles juridiques connues, et non en fonction de décisions judiciaires prises après coup.

[59] Ma collègue adopte un test qui se veut fondé de façon similaire sur les énoncés subjectifs et les manifestations objectives de l'intention du contribuable. À première vue, son critère semble incompatible avec la conclusion de la Cour d'appel fédérale voulant que l'intention ne soit pas un élément requis pour qu'une opération constitue une couverture. Comme je l'explique plus loin, l'application par ma collègue de son test aux faits de l'espèce illustre que la différence entre son test et celui de la Cour d'appel fédérale en est une de style plutôt que de fond. Contrairement à la Cour d'appel fédérale, ma collègue réfère à l'intention dans son analyse, mais à l'instar de la Cour d'appel fédérale, son analyse porte seulement sur les effets économiques de l'instrument dérivé en vue de déterminer sa qualification fiscale.

[60] En outre, j'aimerais souligner qu'un test qui est effectivement fondé uniquement sur la mitigation des risques aura des repercussions considérables sur l'imposition des instruments dérivés. Par exemple, le

a high correlation between the values of two investments of the same type, such as bank stocks, means that — because of the risk mitigation effect — my colleague’s test would lead to the conclusion that a derivative instrument that shorted shares in TDB was a hedge of the BNS Shares regardless of the taxpayer’s intentions. Therefore, this test will introduce a significant degree of uncertainty into the tax treatment of derivative instruments: see J. Beitel, “Hedging Transactions — MacDonald Reversed” (2018), 66 *Can. Tax J.* 919, at p. 923.

[61] Below, I review the trial judge’s decision and my colleague’s critique of that decision. The bottom line, however, is that the test used by the trial judge and her finding that Mr. MacDonald intended to speculate and not to hedge was within the line of existing jurisprudence on the taxation of financial derivatives and should not be disturbed. I conclude this section by reiterating that taxpayers deserve to be taxed on the basis of the legal rules that are known to apply at the time they enter into a transaction.

VI. The Credit Facility and the Securities Pledge Are Irrelevant

[62] I part ways with my colleague on her treatment of the Forward Contract between Mr. MacDonald and TDSI as an indistinguishable component of the Credit Facility and the Securities Pledge Agreement between Mr. MacDonald and TDB. This Court must respect the legal form of the Forward Contract, which, on its own terms, is unrelated to the Credit Facility and was entered into between Mr. MacDonald and TDSI, a separate entity from TDB. To hold otherwise would be inconsistent with this Court’s unanimous decision in *Shell Canada Ltd. v. Canada*, [1999] 3 S.C.R. 622.

[63] In *Shell*, the taxpayer had embarked on a complex financing arrangement to gain access to 100 million US dollars (“USD”) for its business operations, first entering into debenture agreements with three

fait qu’il y a souvent une forte corrélation entre les valeurs de deux placements du même type, comme les actions bancaires, a pour conséquence que — en raison de l’effet de mitigation des risques — le test de ma collègue mènerait à la conclusion qu’un instrument dérivé qui prévoit la vente à découvert d’actions de la Banque TD constituerait une couverture des actions de la BNE, peu importe les intentions du contribuable. Par conséquent, ce test introduira un important degré d’incertitude à l’égard du traitement fiscal des instruments dérivés : voir J. Beitel, « Hedging Transactions — MacDonald Reversed » (2018), 66 *Rev. fisc. can.* 919, p. 923.

[61] J’examine plus loin la décision de la juge de première instance ainsi que la critique qu’en fait ma collègue. En définitive, toutefois, le test qu’a utilisé la juge de première instance et sa conclusion voulant que M. MacDonald avait l’intention de spéculer et non de couvrir, sont conformes au courant jurisprudentiel existant concernant l’imposition des instruments financiers dérivés et ne devraient pas être modifiés. Je conclus sur le sujet en réitérant que les contribuables ont le droit d’être imposés en fonction de règles juridiques connues comme s’appliquant au moment où ils concluent l’opération.

VI. La facilité de crédit et l’entente de nantissement ne sont pas pertinentes

[62] Je diverge d’opinion avec ma collègue quant à la façon dont elle traite le contrat à terme de gré à gré conclu entre M. MacDonald et VMTD, à savoir comme une composante indissociable de la facilité de crédit et de l’entente de nantissement conclues par M. MacDonald et la Banque TD. Notre Cour doit respecter la forme juridique du contrat à terme de gré à gré, lequel, selon ses termes mêmes, n’a aucun lien avec la facilité de crédit et a été conclu par M. MacDonald et la VMTD, une entité distincte de la Banque TD. Décider autrement irait à l’encontre de la décision unanime de notre Cour dans l’arrêt *Shell Canada Ltée c. Canada*, [1999] 3 R.C.S. 622.

[63] Dans l’affaire *Shell*, le contribuable a eu recours à une opération de financement complexe pour avoir accès à 100 millions de dollars américains (« dollars US ») pour financer ses activités

foreign lenders in order to borrow 150 million New Zealand dollars (“NZD”) at 15.4 percent interest, and then entering into a forward exchange contract with Sumitomo Bank Ltd. in order to purchase 100 million USD with the money borrowed under the debenture agreements. The forward exchange contract also allowed the taxpayer to exchange USD for NZD in an amount matching the interest payments under the debenture agreements, and to exchange USD for the principal amount under those agreements. This arrangement was designed to enable the taxpayer to realize a foreign exchange gain on the forward exchange contract, as it was to repay the amounts under the debenture agreements in NZD. When computing its income for the years of this financing arrangement, the taxpayer deducted the interest it had paid under the debenture agreements and reported the foreign exchange gain as a capital gain. The Minister of National Revenue disputed these claims because, he argued, the effect of the financing scheme was to allow the taxpayer to obtain USD at a superficially higher interest rate which was, in reality, lower than the rate it would have paid had it simply contracted for a straightforward loan for 100 million USD. The claimed capital gain was also reassessed as being on income account. The Federal Court of Appeal held that it was not constrained by the legal form of the taxpayer’s arrangement, and it considered the debenture agreements and the forward exchange contract together in order to determine whether the amounts the taxpayer sought to deduct could be considered interest.

[64] This Court unanimously allowed the taxpayer’s appeal, holding that it was an error of law to recharacterize the taxpayer’s transactions by considering the taxpayer’s forward exchange contract with Sumitomo alongside the former’s debenture agreements with the foreign lenders. This Court stated that the Federal Court of Appeal had erred by paying insufficient attention to certain “very important

commerciales. Il a d’abord conclu des contrats d’achat de débetures avec trois prêteurs étrangers en vue d’emprunter 150 millions de dollars néo-zélandais (« dollars NZ ») à un taux d’intérêt de 15,4 p. 100. Ensuite, le contribuable a conclu avec Sumitomo Bank Ltd. un contrat de change à terme qui lui permettrait d’acheter 100 millions de dollars US avec la somme empruntée en vertu des contrats d’achat de débetures. En vertu du contrat de change à terme, le contribuable pouvait également échanger des dollars US contre des dollars NZ pour un montant équivalant aux intérêts versés au titre des contrats d’achat de débetures, et d’échanger des dollars US pour le même montant que le principal en vertu de ces contrats. Cette opération devait permettre au contribuable de réaliser un gain de change sur le contrat de change à terme, au moment où il rembourserait en dollars NZ les montants dus en vertu des contrats d’achat de débetures. Dans le calcul de son revenu pour les années au cours desquelles cette opération de financement était en vigueur, le contribuable a déduit l’intérêt qu’il avait versé conformément aux contrats d’achat de débetures et déclaré le gain de change réalisé en tant que gain en capital. Le ministre du Revenu national a contesté ces réclamations au motif que, selon lui, la stratégie de financement en cause avait permis au contribuable d’obtenir des dollars US à un taux d’intérêt qui était en apparence plus élevé, mais qui, en réalité, était inférieur au taux d’intérêt qu’il aurait payé s’il avait contracté un simple prêt de 100 millions de dollars US. Une nouvelle cotisation a été établie à l’égard du gain en capital qui a été imputé au revenu. La Cour d’appel fédérale a déclaré qu’elle n’était pas liée par la forme juridique de l’opération en question, et elle a examiné les contrats d’achat de débetures et le contrat de change à terme ensemble pour établir si les sommes que le contribuable voulait déduire pouvaient être considérées comme des intérêts.

[64] Notre Cour a accueilli à l’unanimité le pourvoi du contribuable, et a conclu qu’il était erroné en droit de requalifier les opérations du contribuable en considérant le contrat de change à terme qui liait le contribuable et Sumitomo de pair avec les contrats d’achat de débetures conclus avec les prêteurs étrangers. Notre Cour a déclaré que la Cour d’appel fédérale avait commis une erreur en n’accordant

principles” in disregarding the fact that Sumitomo was not a party to the taxpayer’s debenture agreements with the foreign lenders: para. 41. This Court elaborated as follows on what some of those “very important principles” are:

This Court has repeatedly held that courts must be sensitive to the economic realities of a particular transaction, rather than being bound to what first appears to be its legal form. But there are at least two *caveats* to this rule. First, this Court has never held that the economic realities of a situation can be used to recharacterize a taxpayer’s *bona fide* legal relationships. To the contrary, we have held that, absent a specific provision of the [ITA] to the contrary or a finding that they are a sham, the taxpayer’s legal relationships must be respected in tax cases. Recharacterization is only permissible if the label attached by the taxpayer to the particular transaction does not properly reflect its actual legal effect. [Citations omitted; para. 39.]

This Court unanimously held that the payments the taxpayer had received under the debenture agreements could not be recharacterized for tax purposes on the basis of other agreements the taxpayer had entered into with other legal entities. In addition, this Court unanimously stated that it is not a court’s role to prevent taxpayers from relying on the sophisticated structure of their transactions by imposing tax according to the transactions’ “true economic and commercial effects”: paras. 44-45. The transactions must be considered separately for tax purposes.

[65] Although *Shell* did not concern exactly the same issue under the ITA as the one in the case at bar, I, like the trial judge, would not be too quick to narrowly construe broad statements of “very important principles” from a unanimous decision of this Court. In this case, the tax character of the losses from the Forward Contract between TDSI and Mr. MacDonald is not affected by Mr. MacDonald’s arrangements with TDB. TDSI was not a party to the

pas suffisamment d’attention à certains « principes très importants » lorsqu’elle a écarté le fait que Sumitomo n’était pas partie aux contrats d’achat de débetures conclus par le contribuable avec les prêteurs étrangers : par. 41. Notre Cour a précisé de la façon suivante ce qu’étaient certains de ces « principes très importants » :

Notre Cour a statué à maintes reprises que les tribunaux doivent tenir compte de la réalité économique qui sous-tend l’opération et ne pas se sentir liés par la forme juridique apparente de celle-ci. Cependant, deux précisions à tout le moins doivent être apportées. Premièrement, notre Cour n’a jamais statué que la réalité économique d’une situation pouvait justifier une nouvelle qualification des rapports juridiques véritables établis par le contribuable. Au contraire, nous avons décidé qu’en l’absence d’une disposition expresse contraire de la [LIR] ou d’une conclusion selon laquelle l’opération en cause est un trompe-l’œil, les rapports juridiques établis par le contribuable doivent être respectés en matière fiscale. Une nouvelle qualification n’est possible que lorsque la désignation de l’opération par le contribuable ne reflète pas convenablement ses effets juridiques véritables. [Citations omises; par. 39.]

Notre Cour a statué à l’unanimité que les fonds obtenus par le contribuable au titre des contrats d’achat de débetures ne pouvaient être requalifiés, aux fins du calcul de l’impôt, sur la base d’autres ententes conclues par le contribuable avec d’autres entités juridiques. De plus, notre Cour a unanimement déclaré qu’il ne revenait pas aux tribunaux d’empêcher les contribuables de recourir à des structures sophistiquées pour leurs transactions, en déterminant l’obligation fiscale en fonction des « effets véritables des opérations sur les plans économique et commercial » : par. 44-45. Les opérations doivent être traitées séparément aux fins du calcul de l’impôt.

[65] Bien que l’affaire *Shell* ne portait pas exactement sur la même question au regard de la LIR que celle en l’espèce, je ne suis pas d’avis, à l’instar de la juge de première instance, d’interpréter de façon restrictive les énoncés généraux de « principes très importants » d’une décision unanime de notre Cour. En l’espèce, les ententes conclues par M. MacDonald avec Banque TD ne modifient pas le caractère fiscal des pertes découlant du contrat à terme de gré à gré

Credit Facility or the Securities Pledge Agreement. There has been no finding of a sham, nor does the ITA require that these agreements be considered to be one.

[66] As the Federal Court of Appeal did in *Canada v. Shell Canada Ltd.*, [1998] 3 F.C. 64, my colleague relies on Mr. MacDonald's arrangements with TDB in order to recharacterize the tax treatment of his arrangements with TDSI. By failing to respect Mr. MacDonald's legal relationships with separate entities, my colleague adopts an economic realities approach which this Court has in principle unanimously rejected: *Shell*, at paras. 39-45. Mr. MacDonald's legal relationships with separate entities should be respected; their separate legal personalities cannot simply be ignored. The Forward Contract must be considered separately from the Credit Facility and the Securities Pledge Agreement.

[67] Further, it is unclear what the Credit Facility and the Securities Pledge Agreement add to my colleague's analysis, given that she views the risk neutralized by the Forward Contract as a risk of "fluctuations in the price" of the BNS Shares: Abella J.'s reasons, at para. 37. Mr. MacDonald's exposure to fluctuations in the price of his shares is a risk that would exist without the Credit Facility and the Securities Pledge Agreement. What the Credit Facility and the Securities Pledge Agreement demonstrate is TDB's interest in mitigating the risk of the BNS Shares declining in value while the principal on the Credit Facility was outstanding. Therefore, it appears that my colleague is relying on the Credit Facility and the Securities Pledge Agreement to show how the Forward Contract hedged TDB's contingent risk of price fluctuations in the BNS Shares in the eventuality that they had to be called in as collateral for the Credit Facility. However, in tax characterization cases it is the intention of the *taxpayer* which this Court is concerned with, not the intention of *other entities* on the other side of the taxpayer's transactions: P. W. Hogg, J. E. Magee and J. Li, *Principles of Canadian Income Tax Law* (7th ed. 2010), at p. 358. TDB's intention should not be relied on to show that the Forward Contract was a hedge against a risk

entre VMTD et M. MacDonald. VMTD n'était partie ni à la facilité de crédit, ni à l'entente de nantissement. Il n'a pas été conclu que les ententes en cause étaient factices, et rien dans la LIR n'exige qu'elles soient considérées comme telles.

[66] Comme l'a fait la Cour d'appel fédérale dans l'affaire *Canada c. Shell Canada Ltée*, [1998] 3 C.F. 64, ma collègue invoque les ententes conclues entre M. MacDonald et Banque TD afin de requalifier le traitement fiscal des ententes qu'il a conclues avec VMTD. En ne respectant pas les rapports juridiques de M. MacDonald avec des entités distinctes, ma collègue adopte une approche axée sur la réalité économique que notre Cour a en principe rejetée à l'unanimité : *Shell*, par. 39-45. Les rapports juridiques de M. MacDonald avec des entités distinctes doivent être respectés; on ne peut simplement ignorer leur personnalité juridique distincte. Le contrat à terme de gré à gré doit être traité séparément de la facilité de crédit et de l'entente de nantissement.

[67] De plus, il est difficile de voir ce que la facilité de crédit et l'entente de nantissement ajoutent à l'analyse de ma collègue, étant donné qu'elle considère le risque neutralisé par le contrat à terme de gré à gré comme étant le risque de « fluctuations du prix » des actions de la BNE : motifs de la juge Abella, par. 37. L'exposition de M. MacDonald aux fluctuations du prix de ses actions est un risque qui serait présent même si la facilité de crédit et l'entente de nantissement n'existaient pas. Ce que la facilité de crédit et l'entente de nantissement démontrent, c'est l'intérêt de la Banque TD à l'égard de la mitigation du risque que les actions de la BNE perdent de la valeur alors que le principal de la facilité de crédit est impayé. Par conséquent, il semble que ma collègue se fonde sur la facilité de crédit et sur l'entente de nantissement pour démontrer la manière dont le contrat à terme de gré à gré couvrirait le risque éventuel de Banque TD relativement aux fluctuations du prix des actions de la BNE, dans le cas où elles sont offertes en garantie pour la facilité de crédit. Cependant, dans les cas de qualification fiscale, c'est l'intention du *contribuable* qui intéresse la Cour, et non l'intention des *autres entités* à l'autre extrémité des opérations du contribuable : P. W. Hogg, J. E. Magee et J. Li, *Principles of Canadian Income Tax*

which did not concern Mr. MacDonald. This Court should be concerned only with Mr. MacDonald's intention in entering into the Forward Contract, not with that of TDB.

[68] In order for the Forward Contract to constitute a hedge, it and Mr. MacDonald's ownership risk in the BNS Shares must stand on their own. The derivative transaction at issue must be considered independently of the taxpayer's arrangements with separate entities and the risks to which those separate entities are exposed.

[69] I pause here to explain what I mean by "ownership risk", and to note a point on which I agree with my colleague. Ownership risk is a concept which is based on a recognition that the owner of an asset is exposed to risks related to fluctuations in the value of the asset even if the owner does not intend to sell the asset (and thereby incur a transactional risk): see C.A. reasons, at paras. 78-82. As my colleague notes, the effect of the concept of ownership risk is that a hedge may exist for tax purposes despite the absence of a synchronous transaction used to offset gains or losses arising from a derivative contract.

VII. No Grounds to Interfere With the Trial Judge's Factual Findings

[70] I also part ways with my colleague on three errors she imputes to the trial judge: (1) that the trial judge placed undue significance on Mr. MacDonald's evidence and on the Forward Contract's mode of settlement; (2) that the trial judge failed to appreciate that the BNS Shares were exposed to risk despite the absence of a "synchronous transaction used to offset gains or losses"; and (3) that the second of these errors "necessarily" led the trial judge to conclude that Mr. MacDonald's intention had been to speculate (paras. 34-35). I also note that my colleague's

Law (7^e éd. 2010), p. 358. L'intention de la Banque TD ne devrait pas être utilisée pour démontrer que le contrat à terme de gré à gré constituait une couverture à l'égard d'un risque qui ne concernait pas M. MacDonald. Notre Cour devrait tenir compte uniquement de l'intention de celui-ci au moment de la conclusion du contrat à terme de gré à gré, et non de celle de la Banque TD.

[68] Pour que le contrat à terme de gré à gré constitue un instrument de couverture, celui-ci et le risque lié à la propriété de M. MacDonald dans les actions de la BNE doivent être indépendants. L'opération dérivée en cause doit être considérée indépendamment des ententes conclues par le contribuable avec des entités distinctes et des risques auxquels s'exposent ces entités distinctes.

[69] J'ouvre ici une parenthèse pour expliquer ce que j'entends par « risque lié à la propriété » et pour souligner un point sur lequel ma collègue et moi sommes d'accord. Le risque lié à la propriété est une notion qui repose sur la reconnaissance du fait que le propriétaire d'un bien est exposé à des risques relatifs aux fluctuations de la valeur du bien, même si le propriétaire n'a pas l'intention de vendre le bien (et, de ce fait, d'encourir un risque lié à une transaction) : voir les motifs de la C.A., par. 78-82. Comme le souligne ma collègue, la notion de risque lié à la propriété a pour effet qu'une couverture peut exister aux fins du calcul de l'impôt malgré l'absence d'opération synchronisée utilisée pour compenser les gains ou les pertes issus d'un contrat dérivé.

VII. Rien ne justifie d'intervenir quant aux conclusions de fait de la juge de première instance

[70] Je ne suis pas non plus du même avis que ma collègue pour ce qui est des trois erreurs qu'elle impute à la juge de première instance, à savoir : (1) celle-ci aurait, à tort, accordé une importance indue au témoignage de M. MacDonald et au mode de règlement du contrat à terme de gré à gré; (2) elle n'aurait pas tenu compte du fait que les actions de la BNE étaient exposées à un risque, malgré l'absence d'« opération synchrone utilisée pour compenser les gains ou les pertes »; et (3) elle aurait « forcément » été amenée à conclure, du fait de cette deuxième

treatment of the Credit Facility and the Securities Pledge Agreement is inconsistent with the trial judge's findings; as I have already discussed that issue, however, I will not address it further.

[71] With respect, none of these purported legal errors stands up to scrutiny.

[72] Regarding the first of the purported errors, my colleague's critique amounts to a difference of opinion as to the weight to be ascribed to the mode of settlement and to Mr. MacDonald's evidence. However, this Court's role as an appellate court is not to retry the case or reweigh the evidence. An appellate court is not free to interfere with a factual conclusion it disagrees with if its disagreement stems from a difference of opinion over the weight to be assigned to evidence: *Housen*, at para. 23. Nor is it appropriate for an appellate court to transform its "opposition to a trial judge's factual findings and inferences into attributed legal errors": *R. v. Javanmardi*, 2019 SCC 54, [2019] 4 S.C.R. 3, at para. 42.

[73] The trial judge considered Mr. MacDonald's evidence and specifically took the objective circumstances into account:

The Respondent argued that Mr. MacDonald's self-serving statements alone cannot be determinative of his intention. However, I am not guided solely by Mr. MacDonald's statements (i.e. by his subjective intention) and I must look for objective manifestations of purpose, which is a question of fact to be decided from all of the circumstances. As mentioned in the previous paragraph, the facts and surrounding circumstances showed that the testimony of Mr. MacDonald was credible and reliable. [Emphasis added; citations omitted; para. 65.]

[74] Further, the mode of settlement played only a secondary role in the trial judge's analysis as a circumstance which was consistent with the finding that Mr. MacDonald was acting as a speculator would:

erreur, que M. MacDonald avait agi dans un dessein de spéculation (par. 34-35). Je souligne également que l'analyse que fait ma collègue de la facilité de crédit et de l'entente de nantissement va à l'encontre des conclusions de la juge de première instance; cependant, comme j'ai déjà abordé la question, je n'en parlerai point davantage.

[71] Avec égards, j'estime qu'aucune de ces supposées erreurs ne résiste à un examen approfondi.

[72] Pour ce qui est de la première des erreurs reprochées, la critique formulée par ma collègue équivaut à une divergence d'opinion quant au poids à accorder au mode de règlement et au témoignage de M. MacDonald. Toutefois, le rôle de la Cour à titre de cour d'appel n'est pas de refaire le procès ni de soulever à nouveau la preuve. Les cours d'appel ne sont pas habilitées à intervenir à l'égard d'une conclusion factuelle à laquelle elles ne souscrivent pas, lorsque ce désaccord résulte d'une divergence d'opinion sur le poids à attribuer aux éléments de preuve : *Housen*, par. 23. Il est tout aussi inapproprié pour les cours d'appel d'assimiler leur « opposition aux conclusions et inférences factuelles du juge du procès à de prétendues erreurs de droit » : *R. c. Javanmardi*, 2019 CSC 54, [2019] 4 R.C.S. 3, par. 42.

[73] La juge de première instance a examiné le témoignage de M. MacDonald et a expressément tenu compte des circonstances objectives :

L'intimée fait valoir que les déclarations intéressées de M. MacDonald ne peuvent à elles seules être déterminantes de son intention. Cependant, je ne m'appuie pas uniquement sur les déclarations de M. MacDonald (c'est-à-dire sur son intention subjective), et je dois examiner comment son intention se manifeste objectivement, ce qui est une question de fait à trancher en tenant compte de toutes les circonstances. Comme je l'ai mentionné au paragraphe précédent, les faits et les circonstances montrent que le témoignage de M. MacDonald était crédible et fiable. [Je souligne; citations omises; par. 65.]

[74] En outre, le mode de règlement n'a joué qu'un rôle secondaire dans l'analyse de la juge de première instance, en tant que circonstance cadrant avec la conclusion que M. MacDonald agissait comme spéculateur :

My conclusion is reinforced by the cash settlement feature of the Forward Contract which, as expressed by Mr. Kurgan, is more likely to be used by a speculator. As mentioned above, Mr. MacDonald cannot settle the Forward Contract by transferring any BNS shares; the only method of settlement is by way of cash transfer. The sole source of income for Mr. MacDonald is the Forward Contract. However, Dr. Klein was of the opinion that the cash settlement feature of the Forward Contract was not determinative of a hedge or speculation as they are economically equivalent. At the hearing, Dr. Klein testified as to the economic equivalence between cash settled and a physically settled forward contract. I agree with him that he had made that demonstration. However, in tax cases, form matters and my goal is not to determine the economic equivalence between two different transactions but the tax consequences arising from a specific transaction and, to that end, I must try to obtain an accurate picture of the income of a taxpayer. [para. 69]

[75] Nowhere in her reasons did the trial judge treat the mode of settlement as determinative. Indeed, she cited the same passage from *Placer Dome Canada Ltd. v. Ontario (Minister of Finance)*, 2006 SCC 20, [2006] 1 S.C.R. 715, on which my colleague relies in support of her conclusion that the trial judge erred:

Nevertheless, I am also cognizant of the comments of the Supreme Court of Canada in *Placer Dome Canada Ltd.*, *supra*, “that, at least for the purposes of GAAP [generally accepted accounting principles], the way in which a derivative contract functions as a ‘hedge’ is unaffected by the method by which the contract is settled” However, as also stated by the Supreme Court in *Canderel Ltd.*, *supra*, GAAP is not determinative of tax treatment [para. 70]

[76] The trial judge correctly identified and applied the relevant legal principles. She did not treat the mode of settlement as determinative. She did not treat Mr. MacDonald’s statements of intent as determinative. I see no basis for this Court to intervene. Appellate intervention would be justified only if the taxpayer’s statements of intent and the mode of settlement carried no legal significance at all. If that

Ma conclusion est étayée par le fait que le règlement du contrat à terme devait avoir lieu en espèces, ce qui, comme l’a exprimé M. Kurgan, est plus susceptible de se produire lors de la spéculation. Comme il est mentionné plus haut, M. MacDonald ne pouvait régler le contrat à terme par un transfert d’actions de la BNE; seul un transfert en espèces pouvait régler le contrat. La seule source de revenu pour M. MacDonald est le contrat à terme. Cependant, M. Klein était d’avis que le fait que le contrat à terme dût être réglé en espèces n’était pas un élément déterminant d’une couverture ou de la spéculation, puisque celles-ci sont équivalentes sur le plan économique. À l’audience, M. Klein a témoigné de l’équivalence économique entre des contrats à terme dont le règlement se fait en espèces ou en éléments d’actif. Je conviens qu’il a établi ce fait. Cependant, en matière de fiscalité, la forme a de l’importance, et mon but n’est pas de déterminer l’équivalence économique de deux transactions différentes, mais les conséquences fiscales découlant d’une transaction précise, et je dois à cette fin obtenir une image précise du revenu d’un contribuable. [par. 69]

[75] Nulle part dans ses motifs la juge de première instance n’a-t-elle traité le mode de règlement comme un facteur déterminant. De fait, elle a cité le même passage tiré de l’arrêt *Placer Dome Canada Ltd. c. Ontario (Ministre des Finances)*, 2006 CSC 20, [2006] 1 R.C.S. 715, que celui sur lequel ma collègue s’appuie pour conclure que la juge de première instance a commis une erreur :

Néanmoins, je suis également au fait des commentaires de la Cour suprême du Canada dans l’arrêt *Placer Dome*, précité, selon lesquels « tout au moins pour l’application des PCGR [principes comptables généralement reconnus], le contrat dérivé demeure un instrument de « couverture » quel qu’en soit le dénouement » [. . .] Cependant, comme l’a aussi affirmé la Cour suprême dans l’arrêt *Canderel*, précité, les PCGR ne sont pas déterminants en matière de traitement fiscal . . . [par. 70]

[76] La juge de première instance a correctement énoncé et appliqué les principes juridiques pertinents. Elle n’a traité ni le mode de règlement, ni les déclarations d’intention de M. MacDonald comme des éléments déterminants. Je ne vois aucune raison justifiant l’intervention de la Cour. Une intervention en appel ne serait justifiée que si les énoncés d’intention du contribuable et le mode de règlement

were the case, this Court might as well stop asserting that the test is based on “intention”, and acknowledge that the real test it is applying is based purely on the economic effects of the transaction.

[77] The second of the purported errors, that the trial judge failed to appreciate that the BNS Shares were exposed to risk despite the absence of a linking transaction, is based on a flawed reading of the trial judge’s reasons. The trial judge clearly understood that a hedge of a capital asset is legally possible, and in fact stated as much in summarizing *George Weston Ltd.*:

Associate Chief Justice Lamarre noted that the Supreme Court in *Shell Canada Ltd.*, *supra*, did not say that the gain or loss on a derivative must necessarily be linked to a gain or loss on another transaction and she opined that there is no legal basis to deny capital treatment to proceeds earned from a hedging contract if there is no sale or proposed sale of the underlying item being hedged. In finding that the swaps were entered into as a hedge of the investment in the USD operations, Lamarre ACJ considered GWL’s [George Weston Ltd.’s] intention, the amounts of the swaps and the amounts of the USD operations which were approximately equal as well as the timing of the acquisition of the swaps which was fairly close to the acquisition of the USD operations. [para. 94]

[78] In *George Weston Ltd.*, the ownership risk which the taxpayer was exposed to was material to its business operations, which prompted the taxpayer to respond by hedging against that risk:

. . . GWL was exposed to currency risk associated with an increasing debt to equity ratio as a result of its expanded indirect holdings in US assets. That risk led to tangible consequences as detailed by Ms. Frost and as evidenced by Standard & Poor’s credit watch discussed

n’avaient aucune incidence juridique. Si tel était le cas, la Cour devrait tout aussi bien cesser d’affirmer que le test est fondé sur l’« intention », et reconnaître que le véritable test qu’elle applique est fondé purement sur les effets économiques de l’opération.

[77] La deuxième erreur reprochée, à savoir que la juge de première instance n’a pas tenu compte du fait que les actions de la BNE étaient exposées à un risque malgré l’absence d’opération y étant reliée, repose sur une interprétation erronée des motifs de la juge de première instance. Celle-ci comprenait très bien que la couverture d’un actif immobilisé est légalement possible; elle l’a d’ailleurs indiqué clairement alors qu’elle résumait l’affaire *George Weston Limited* :

La juge en chef adjointe Lamarre a souligné que la Cour suprême, dans l’arrêt *Shell*, précité, n’avait pas déclaré que le gain ou la perte provenant d’une opération dérivée devait nécessairement être rattaché à un gain ou à une perte découlant d’une autre opération; elle a affirmé qu’il n’y avait pas de fondement juridique justifiant que le produit tiré d’un contrat de couverture ne puisse pas être imputé au capital en l’absence de vente ou d’une vente proposée de l’élément couvert sous-jacent. Pour conclure que les échanges avaient été utilisés à titre de couverture du placement dans les entreprises exploitées en dollars américains, la juge en chef adjointe Lamarre a pris en considération l’intention de GWL [George Weston Limitée], la valeur des échanges et la valeur des entreprises exploitées en dollars américains, laquelle était approximativement égale, en plus de la date d’acquisition des échanges, qui était assez proche de la date d’acquisition des entreprises exploitées en dollars américains. [par. 94]

[78] Dans l’arrêt *George Weston Limited*, le contribuable était exposé à un risque lié à la propriété qui avait une incidence importante sur ses activités commerciales, et qui l’avait amené à réagir en couvrant ce risque :

. . . GWL était exposée au risque de change associé à une augmentation du ratio emprunts/capitaux propres découlant de l’élargissement de ses avoirs indirects dans des actifs américains. Ce risque a abouti à des conséquences concrètes, comme les a précisées M^{me} Frost et comme le

above. This caused management to hedge the risk using swaps which were directly tied to the value of GWL's US assets. [para. 75]

[79] In this appeal, the trial judge distinguished *George Weston Ltd.* on its facts on the basis that the ownership risk Mr. MacDonald was exposed to was entirely theoretical and immaterial given his financial purposes:

Furthermore, I am of the view that the Respondent erred when she said that the risk for Mr. MacDonald rested with his ownership of BNS shares and the potential for price fluctuations, citing *George Weston Ltd.*, *supra*. The facts in *George Weston Ltd.*, *supra*, are clear: the swaps were entered into to protect GWL against a devaluation of the USD compared to the Canadian dollar which would have had a negative impact on GWL's financial statements and on GWL's debt to equity ratio. The risk in GWL was clear and, in the absence of the swaps, GWL would have had suffered from the devaluation of the USD as it would have had a direct impact on GWL's financial statements and a direct impact on its shareholders. When the risk was no longer present, GWL terminated the swaps.

However, I am of the view that the situation I am faced with is entirely different as to the existence of a risk. In arguing as she did, the Respondent did not take into account the actual facts of this case. Mr. MacDonald testified that he wanted to keep the BNS shares for the very long term. He sold only a small number of BNS shares over the years to rebalance his portfolio. He owned the BNS shares for the past 30 years. He entered into the Forward Contract, which was cash settled, confirming his intention not to sell the BNS shares. I do not see how Mr. MacDonald could have been exposed to a risk associated with the ownership of the BNS shares since he did not want to ever sell the BNS shares and, in fact, he only sold a small number of shares. As long as he did not sell the BNS shares, he suffered no risk in holding the BNS shares and I do not see how price fluctuations could have affected him. [paras. 103-4]

montre la surveillance de la solvabilité par Standard & Poor's, tel que cela a été mentionné plus tôt. Cela a amené la direction à couvrir le risque en recourant à des crédits croisés qui étaient directement liés à la valeur des actifs américains de GWL. [par. 75]

[79] Dans le présent pourvoi, la juge de première instance a démontré que les faits dans l'affaire *George Weston Limited* étaient différents de ceux en l'espèce, car le risque lié à la propriété couru par M. MacDonald était entièrement théorique et sans conséquence compte tenu des objectifs financiers qu'il poursuivait :

De plus, je suis d'avis que l'intimée a commis une erreur quand elle a affirmé que le risque pour M. MacDonald concernait les actions de la BNE qu'il détenait et la possibilité d'une fluctuation des prix, citant *George Weston*, précité. Dans la décision *George Weston*, les faits sont clairs : les échanges ont été conclus pour protéger GWL d'une dévaluation du dollar américain par rapport au dollar canadien, ce qui aurait [nui] aux états financiers de GWL et sur le rapport emprunts/capitaux propres de GWL. Le risque pour GWL était clair et, sans les échanges, GWL aurait souffert de la dévaluation du dollar américain, puisque cela aurait eu un effet direct sur les états financiers de GWL et sur ses actionnaires. Lorsque le risque n'était plus présent, GWL a liquidé les échanges.

Toutefois, je suis d'avis que la situation sur laquelle je dois me pencher est entièrement différente en ce qui a trait à l'existence d'un risque. Dans son argumentation, l'intimée n'a pas tenu compte des faits réels de l'espèce. M. MacDonald a témoigné qu'il voulait conserver les actions de la BNE à très long terme. Il n'a vendu qu'un petit nombre de ses actions de la BNE au cours des ans pour rééquilibrer son portefeuille. Il possédait des actions de la BNE depuis 30 ans. Il a conclu le contrat à terme, qui devait être réglé en espèces, ce qui confirme son intention de ne pas vendre les actions de la BNE. Je ne vois pas comment M. MacDonald aurait pu être exposé à un risque associé aux actions de la BNE qu'il détenait, puisqu'il voulait ne jamais vendre les actions de la BNE; en fait, il n'en a vendu qu'un petit nombre. Tant qu'il ne vendait pas ses actions de la BNE, il n'était exposé à aucun risque du fait qu'il les détenait, et je ne vois pas comment la fluctuation des prix aurait pu le toucher. [par. 103-104]

[80] In this passage, the trial judge did not deny that the law recognizes the concept of ownership risk. Rather, she found as a matter of fact, based on her assessment of the totality of the evidence and her finding that Mr. MacDonald was a credible and reliable witness, that a short-term ownership risk was not a material concern for Mr. MacDonald and did not therefore inform his conduct or his intentions. This is not an error of law, but a finding of fact that can be reviewed only for a palpable and overriding error. I see no such error and, consequently, no basis for this Court to intervene.

[81] The final purported error is that the trial judge's treatment of the ownership risk concept tainted her finding that Mr. MacDonald's "sole purpose and intention" in entering the Forward Contract had been to speculate. Here, the trial judge's reasons must be considered as a whole, and not by means of a surgical analysis of specific isolated sentences. She did not, to ascertain Mr. MacDonald's intention, focus solely on the absence of risk of price fluctuations. Rather, she considered a number of objective factors and made findings of credibility and reliability which are owed deference on appeal:

I am of the view that Mr. MacDonald's sole purpose and intention in entering into the Forward Contract was to speculate on and profit from, an anticipated decline in the trading price of the BNS shares; his testimony was credible and reliable, and he was himself a very credible witness

. . . The facts showed that Mr. MacDonald had a legitimate intention of gaining a profit from the Forward Contract. When he entered into the Forward Contract, it was uncertain as to whether he would be required to make a payment to TDSI or whether he would receive an amount from TDSI. The Forward Contract afforded Mr. MacDonald an opportunity to speculate on the outcome that the price of the BNS Shares would drop in the

[80] Dans ce passage, la juge de première instance n'a pas nié que la loi reconnaît la notion de risque lié à la propriété. Elle a plutôt décidé, comme question de fait, d'après son appréciation de l'ensemble de la preuve et sa conclusion que M. MacDonald était un témoin crédible et fiable, que le risque lié à la propriété à court terme n'était pas une préoccupation importante pour celui-ci, et que cette éventualité ne guidait donc pas sa conduite ni ses intentions. Il ne s'agit pas là d'une erreur de droit, mais d'une conclusion de fait susceptible de révision uniquement selon la norme de l'erreur manifeste et déterminante. Je ne relève aucune telle erreur et, par conséquent, aucun motif justifiant l'intervention de la Cour.

[81] La dernière erreur qu'aurait commise la juge de première instance tiendrait à ce que le traitement qu'elle a appliqué à la notion du risque lié à la propriété a vicié sa conclusion à l'effet que la « seule intention » de M. MacDonald au moment de conclure le contrat à terme de gré à gré avait été de spéculer. Ici, il faut lire les motifs de la juge de première instance dans leur ensemble, plutôt que d'effectuer une analyse chirurgicale de phrases précises isolées. Elle n'a pas, afin de déterminer l'intention de M. MacDonald, limité son examen à l'absence du risque de fluctuation du cours des actions. Elle a plutôt pris en considération un certain nombre de facteurs objectifs et tiré des conclusions relatives à la crédibilité et à la fiabilité, lesquelles commandent la retenue en appel :

Je suis d'avis que la seule intention de M. MacDonald au moment de conclure le contrat à terme était de spéculer sur une baisse prévue du cours des actions de la BNE et d'en tirer profit; son témoignage était crédible et fiable, et il était un témoin très digne de foi . . .

. . . Les faits démontrent que M. MacDonald avait une intention légitime de tirer un bénéfice du contrat à terme. Lorsqu'il a conclu le contrat à terme, il n'était pas possible de dire avec certitude s'il devrait faire un paiement à VMTD ou s'il recevrait un montant de VMTD. Le contrat à terme permettait à M. MacDonald de spéculer sur la possibilité que le cours des actions de la BNE baisse à court terme et qu'il puisse tirer profit de cette baisse prévue.

short term and that he could profit from that anticipated drop. His testimony was uncontradicted and the surrounding facts supported his testimony.

I agree with the following arguments raised by the Appellant. Mr. MacDonald entered into a Forward Contract that could only be cash settled. Hence, the Forward Contract did not involve an exchange, sale or delivery of any BNS shares Furthermore, the Forward Contract itself stamps the transaction as a trading venture as it was highly speculative in nature, it involved great potential for risk and reward, it was isolated and non-recurring, and was not used to lock-in any gain in the BNS Shares

...

. . . I am of the view that, on balance, the evidence showed that Mr. MacDonald's intention at the time of entering into the Forward Contract was to gain a profit by speculating that the market price of the BNS shares would drop in value because of the storm clouds he foresaw coming in the financial markets and which he referred to in his testimony: the 1997 Asian Debt Crisis, the collapse of the Thai Bhat, the October 1997 mini-crash of the New York Stock Exchange, the Russian Debt Crisis in 1998 and the 1998 collapse of the Long Term Capital Management hedge fund. In his own words, Mr. MacDonald's intention "was to achieve a profit on an anticipated decline in the value of Bank of Nova Scotia shares based on the storm clouds that [he] saw in the investment horizon". It is clear from Mr. MacDonald's testimony that his intention was to speculate — he wanted to profit from a potential decline in the value of the BNS shares in the light of the state of the financial market around the time he entered into the Forward Contract.

. . . According to Mr. MacDonald's testimony, which I found credible and reliable, his unfavourable short term outlook stemmed from concerns he had about these adverse developments in the international markets and because, in his view, BNS, of all of the Canadian banks was the most internationally exposed to such events. His belief was based on the vast experience he had gained during the numerous years he had worked in the financial market and the critical information he had of BNS specifically.

Son témoignage n'a pas été contredit et les faits appuient son témoignage.

Je suis d'accord avec les observations suivantes soulevées par l'appellant. M. MacDonald a conclu un contrat à terme qui ne pouvait faire l'objet que d'un règlement en espèces. Par conséquent, le contrat à terme ne comportait pas d'échange, de vente ou de livraison d'actions de la BNE. [. . .] En outre, le contrat à terme lui-même indique que la transaction était une opération commerciale, puisqu'il est de nature hautement spéculative, qu'il présente un fort potentiel de perte et de bénéfice, qu'il s'agit d'une opération isolée et non récurrente et qu'il n'a pas été utilisé pour réaliser un gain de la valeur des actions de la BNE

...

. . . Je suis d'avis que la preuve démontre, selon la prépondérance des probabilités, que l'intention de M. MacDonald au moment de signer le contrat à terme était de réaliser un bénéfice en spéculant que les cours des actions de la BNE baisserait, en raison des nuages sombres qu'il voyait s'accumuler sur les marchés financiers et dont il a fait mention dans son témoignage : la crise de la dette asiatique en 1997, l'effondrement du baht thaïlandais, le mini-krach boursier d'octobre 1997 à la bourse de New York, la crise de la dette russe en 1998 et l'effondrement du fonds de couverture Long Term Capital Management en 1998. Selon ses propres mots, M. MacDonald avait l'intention [TRADUCTION] « de réaliser un profit de la baisse prévue de la valeur des actions de la Banque de la Nouvelle-Écosse en raison des nuages sombres que je voyais s'accumuler à l'horizon financier ». Le témoignage de M. MacDonald montre clairement qu'il avait l'intention de spéculer — il voulait tirer profit d'une baisse possible du cours des actions de la BNE à la lumière de l'état des marchés financiers au moment où il a négocié le contrat à terme.

. . . Selon le témoignage de M. MacDonald, que j'ai trouvé crédible et fiable, ses prévisions défavorables à court terme découlaient des préoccupations que lui inspiraient ces nuages sombres dans les marchés internationaux et du fait qu'à son avis, la BNE était la banque canadienne qui présentait la plus grande exposition à ces événements à l'étranger. Sa croyance était fondée sur la vaste expérience acquise durant ses nombreuses années de travail dans les marchés financiers et sur l'information

Mr. MacDonald's testimony was clear as to what his intention was in entering into the Forward Contract. As a very well-informed person in the world of finance, he saw storm clouds on the horizon. Also, because he worked at a very high level position at the BNS for many years, he was able to reasonably conclude that the BNS was the most exposed of the Canadian banks to the foreign market turbulence.

...

Another very important fact to take into account in this particular case is that Mr. MacDonald did not intend to ever sell his BNS shares and he wanted to hold on to them for the very long term. The facts also supported his testimony in that respect as Mr. MacDonald only sold only a small number of BNS shares throughout the years to rebalance his portfolio. In 2003 and 2004, he did not sell any BNS shares (he donated 400 BNS shares in 2004). In 2005, as VFC [Inc., a company of which he was the chairman and a shareholder,] was becoming quite successful, Mr. MacDonald sold 273,000 BNS shares, representing 37% of his shareholding. The reason given by Mr. MacDonald for selling the BNS shares was credible: as he was one of the founders of VFC, it would not look good if he were to sell VFC shares. Also, in 2006, Mr. MacDonald acquired TD Bank shares in exchange for his shares of VFC and decided to sell some BNS shares and TD Bank shares to rebalance his portfolio. In 2006, Mr. MacDonald sold 10,000 BNS shares, representing only 2.2% of his shareholding. Mr. MacDonald's testimony was very clear: the BNS shares are the cornerstone of his investment portfolio, representing approximately 15% of the value of his portfolio at the date of the hearing. Accordingly, it is clear that Mr. MacDonald took an important financial risk by entering into the Forward Contract. If the market price of the BNS shares went up, he would have had to make a payment to TDSI. As he did not want to sell the BNS shares and he did not, in fact, sell any BNS shares when he made payments under the Forward Contract, it is evident that making payments under the Forward Contract without selling any corresponding BNS shares put Mr. MacDonald in a disadvantageous financial position. Therefore, one cannot conclude that he had locked-in a gain by entering into the Forward Contract. Furthermore, keeping in mind the important fact that Mr. MacDonald testified that he wanted to keep the BNS shares for the

cruciale dont il disposait sur la BNE en particulier. Dans son témoignage, M. MacDonald a établi clairement quelle était son intention au moment de conclure le contrat à terme. À titre de personne bien informée sur le monde de la finance, il voyait les nuages sombres qui s'accumulaient à l'horizon. De plus, parce qu'il avait occupé des postes de très haut niveau pendant plusieurs années à la BNE, il était en mesure de conclure de façon raisonnable que la BNE était la banque canadienne la plus exposée aux turbulences des marchés étrangers.

...

Un autre fait très important dont il faut tenir compte en l'espèce est que M. MacDonald avait l'intention de ne jamais vendre ses actions de la BNE et qu'il voulait les conserver à très long terme. Les faits étaient aussi cette partie de son témoignage, puisque M. MacDonald n'a vendu qu'une petite partie de ses actions de la BNE au fil des années afin de rééquilibrer son portefeuille. En 2003 et en 2004, il n'a vendu aucune action de la BNE (il a fait don de 400 actions de la BNE en 2004). En 2005, alors que VFC [Inc., société dont il était président et actionnaire] commençait à connaître beaucoup de succès, M. MacDonald a vendu 273 000 actions de la BNE, soit 37 % de sa participation. La raison invoquée par M. MacDonald pour la vente des actions de la BNE était crédible : puisqu'il était l'un des fondateurs de VFC, il n'aurait pas envoyé un bon message en vendant des actions de VFC. De plus, en 2006, M. MacDonald a acquis des actions de la Banque TD en échange de ses actions de VFC et a décidé de vendre une partie de ses actions de la BNE et de la Banque TD afin de rééquilibrer son portefeuille. En 2006, M. MacDonald a vendu 10 000 actions de la BNE, ce qui ne représentait que 2,2 % de sa participation. Le témoignage de M. MacDonald a été très clair : les actions de la BNE constituent la pierre angulaire de son portefeuille de placements, représentant environ 15 % de la valeur de son portefeuille à la date de l'audience. Par conséquent, il est clair que M. MacDonald a pris un risque financier très important en concluant le contrat à terme. Si le cours des actions de la BNE avait augmenté, il aurait dû faire un paiement à VMTD. Comme il ne voulait pas vendre ses actions de la BNE et qu'il n'a pas, en fait, vendu d'actions de la BNE lorsqu'il a fait des paiements en vertu du contrat à terme, il est évident que le fait de faire des paiements en vertu du contrat à terme sans vendre des actions de la BNE correspondantes plaçait M. MacDonald dans une situation financière désavantageuse. Par conséquent, on ne peut

very long term, I do not see why Mr. MacDonald would have entered into the Forward Contract with the intent of making a payment to TDSI, which would be to lose money. [Emphasis added; paras. 59-66.]

[82] Given all of the evidence and the objective circumstances reviewed by the trial judge, I cannot accept that her view with respect to the ownership risk concept necessarily led her to conclude that Mr. MacDonald had intended to speculate. As I have already concluded, the trial judge did not err in law by denying or misapplying the concept of ownership risk. Absent an extricable legal error, her factual findings that Mr. MacDonald had intended to speculate and that he had objectively manifested that intent are findings of fact that can be reviewed only for a palpable and overriding error. No such error has been demonstrated. I see no basis for this Court to intervene.

VIII. Linkage

[83] I turn now to the question of linkage, which is important when analyzing whether a taxpayer objectively manifested an intention to hedge. The timing connection between the Forward Contract and the BNS Shares is weak, because Mr. MacDonald owned the BNS Shares for approximately 10 years before entering into the Forward Contract, the Forward Contract was an isolated transaction and the Forward Contract remained in existence for 16 months after Mr. MacDonald had repaid his outstanding balance under the Credit Facility. The quantum connection is also imperfect, because the number of BNS Shares to which the Forward Contract applied did not exactly match the number of shares in BNS owned by Mr. MacDonald at the material time. Nonetheless, I acknowledge that, while it was in existence, the Forward Contract achieved a theoretical partial

conclure qu'il a réalisé un gain en concluant le contrat à terme. En outre, et en gardant à l'esprit le fait important que M. MacDonald a déclaré qu'il souhaitait conserver ses actions de la BNE à très long terme, je ne peux voir pourquoi M. MacDonald aurait conclu le contrat à terme dans l'intention d'effectuer un paiement à VM TD, ce qui reviendrait à perdre de l'argent. [Je souligne; par. 59-66.]

[82] Compte tenu de l'ensemble de la preuve et des circonstances objectives examinées par la juge de première instance, je ne peux accepter que son opinion concernant la notion de risque lié à la propriété l'a forcément amenée à conclure que M. MacDonald avait l'intention de spéculer. Comme je l'ai déjà conclu, la juge de première instance n'a pas commis d'erreur de droit en appliquant incorrectement la notion de risque lié à la propriété, ou en niant son existence. À défaut d'une erreur de droit isolable, les conclusions de fait de la juge de première instance voulant que M. MacDonald ait eu l'intention de spéculer, et qu'il ait manifesté objectivement cette intention, sont des conclusions de fait susceptibles de révision uniquement selon la norme de l'erreur manifeste et déterminante. Une telle erreur n'a pas été établie en l'espèce. Je ne vois donc aucune raison justifiant l'intervention de notre Cour.

VIII. Le rattachement

[83] J'arrive maintenant à la question du rattachement, laquelle est importante pour établir si le contribuable a manifesté objectivement son intention de couvrir. Le lien temporel entre le contrat à terme de gré à gré et les actions de la BNE est tenu, étant donné que M. MacDonald détenait ses actions de la BNE depuis environ 10 ans quand il a conclu le contrat à terme de gré à gré, que ce contrat était une opération isolée et qu'il est demeuré en vigueur pendant 16 mois après que M. MacDonald a remboursé le solde dû sur la facilité de crédit. Le lien quant au quantum est également imparfait, car le nombre d'actions de la BNE auxquelles s'appliquait le contrat à terme de gré à gré ne correspondait pas exactement au nombre d'actions de la BNE détenues par M. MacDonald au moment pertinent. Je reconnais néanmoins que, pendant la durée de

economic hedge of Mr. MacDonald's ownership risk in the BNS Shares. However, economic realities are not the end of the analysis.

[84] Mr. MacDonald is entitled to be taxed based on what he actually did, not what he could have done: *Shell*, at para. 45. Because the Forward Contract was cash-settled, Mr. MacDonald could only offset his risk by selling a corresponding number of BNS Shares to cover his losses. However, he did not sell his shares at the same time or in close proximity with the losses he incurred. In addition, the Forward Contract was an isolated transaction. It was not a regular or systemic part of his financial or investment practices. His conduct was therefore more consistent with that of a speculator than of a hedger.

[85] Further, given that *Shell* requires this Court to consider the Forward Contract separately from the Credit Facility and the Securities Pledge Agreement for tax purposes, the trial judge was correct to disregard the various links between the Credit Facility and the Forward Contract proposed by the Respondent. As I noted above, the trial judge carefully reviewed the objective indicia that the Forward Contract was speculative and accepted that evidence. Additionally, as previously mentioned, Mr. MacDonald was unconcerned with ownership risk.

[86] On balance, while some of the objective economic indicators are consistent with an intent to hedge, there are also objective circumstances that suggest an intent to speculate, and I am not persuaded that the trial judge's findings of fact should be overturned on the application of a deferential standard of review. As I mentioned above, this Court's role is not to retry the case or reweigh the evidence: *Housen*, at para. 23. Where the issue on appeal involves the

son existence, le contrat à terme de gré à gré offrait théoriquement une couverture partielle économique du risque relatif à la propriété auquel était exposé M. MacDonald en ce qui concerne les actions de la BNE. Toutefois, l'analyse ne s'arrête pas à la réalité économique.

[84] Monsieur MacDonald a le droit d'être imposé en fonction de ce qu'il a véritablement fait, et non de ce qu'il aurait pu faire : *Shell*, par. 45. Parce que le contrat à terme de gré à gré devait être réglé en espèces, M. MacDonald pouvait seulement compenser le risque qu'il courait en vendant une quantité correspondante d'actions de la BNE pour couvrir ses pertes. Cependant, il n'a pas vendu ses actions au même moment où il a subi ses pertes, ou dans une période rapprochée. De plus, le contrat à terme de gré à gré constituait une opération isolée, qui ne faisait pas régulièrement ou systématiquement partie de ses pratiques en matière de finances ou d'investissement. Monsieur MacDonald a donc davantage agi comme une personne qui spéculait plutôt que comme une personne qui effectue une opération de couverture.

[85] En outre, étant donné que l'arrêt *Shell* exige de notre Cour qu'elle examine le contrat à terme de gré à gré séparément de la facilité de crédit et de l'entente de nantissement aux fins du calcul de l'impôt, le juge de première instance a eu raison de ne pas tenir compte des divers liens, proposés par l'intimée, entre la facilité de crédit et le contrat à terme de gré à gré. Comme je l'ai déjà souligné, le juge de première instance a soigneusement passé en revue les indices objectifs laissant croire que le contrat à terme de gré à gré était spéculatif, et a accepté ces éléments de preuve. De surcroît, comme il a été mentionné plus tôt, M. MacDonald était indifférent quant au risque relatif à la propriété.

[86] Tout bien considéré, même si certains indicateurs économiques objectifs sont compatibles avec une intention de couvrir, il existe également des circonstances objectives tendant à indiquer une intention de spéculer, et je ne suis pas convaincue que les conclusions de fait de la juge de première instance doivent être infirmées sur la base d'une norme de contrôle qui commande la déférence. Comme je l'ai mentionné précédemment, le rôle de notre Cour n'est

trial judge's interpretation of the evidence as a whole, that interpretation should not be overturned absent a palpable and overriding error: para. 36. No such error has been demonstrated. I would therefore restore the trial judge's conclusion that Mr. MacDonald's losses from the Forward Contract resulted from an adventure in the nature of a trade and are taxable on Mr. MacDonald's income account.

IX. Conclusion

[87] In the final analysis, my colleague purports to adopt a test based on the taxpayer's intent. However, her application of the test to the facts of this appeal reveals that the test she is really applying is one anchored on the economic realities of Mr. MacDonald's arrangements with various entities. In *Shell*, this Court unanimously held that economic realities cannot be used to recharacterize *bona fide* legal relationships. This Court should not disregard a unanimous precedent, applicable standards of review, findings of fact and a trial judge's assessment of credibility in order to square a theoretical economic hedge into the round hole of an intention-based test.

[88] For the foregoing reasons, I would allow the appeal and restore the trial judge's order.

Appeal dismissed with costs, CÔTÉ J. dissenting.

Solicitors for the appellant: Davies Ward Phillips & Vineberg, Toronto.

Solicitor for the respondent: Attorney General of Canada, Ottawa.

pas de refaire le procès ni de soupeser à nouveau la preuve : *Housen*, par. 23. Lorsque la question en appel soulève l'interprétation de l'ensemble de la preuve par le juge de première instance, cette interprétation ne doit pas être infirmée en l'absence d'erreur manifeste et déterminante : par. 36. Une telle erreur n'a pas été établie en l'espèce. Je suis donc d'avis de rétablir la conclusion de la juge de première instance selon laquelle les pertes de M. MacDonald issues du contrat à terme de gré à gré découlent d'un projet comportant un risque à caractère commercial, et sont par conséquent déductibles du revenu de M. MacDonald.

IX. Conclusion

[87] En dernière analyse, ma collègue prétend adopter un test fondé sur l'intention du contribuable. Toutefois, son application de ce test aux faits du présent pourvoi permet de constater qu'elle applique en fait un test qui repose sur les réalités économiques des ententes conclues par M. MacDonald avec d'autres entités. Dans l'arrêt *Shell*, notre Cour a unanimement statué que les réalités économiques ne peuvent être utilisées pour requalifier des rapports juridiques véritables. La Cour ne peut faire fi d'une jurisprudence unanime, des normes de contrôle applicables, des conclusions de fait et de l'appréciation de la crédibilité faite par la juge de première instance à seule fin d'appliquer le test axé sur l'intention à une opération de couverture économique théorique, ce qui équivaut à faire passer un chameau par le chas d'une aiguille.

[88] Pour les motifs qui précèdent, je suis d'avis d'accueillir le pourvoi et de rétablir l'ordonnance de la juge de première instance.

Pourvoi rejeté avec dépens, la juge CÔTÉ est dissidente.

Procureurs de l'appelant : Davies Ward Phillips & Vineberg, Toronto.

Procureur de l'intimée : Procureur général du Canada, Ottawa.