

# BALADO SUR LES MARCHÉS FINANCIERS : LE FOSSÉ ENTRE LA LÉGISLATION SUR LES VALEURS MOBILIÈRES ET LES CRYPTOMONNAIES

Publié le 7 décembre, 2022

**Catégories:** [Perspectives](#), [Balados](#)

Cette épisode de balados aborde l'avenir de la législation sur les cryptomonnaies. [Ouvedi Rama Naiken](#) et [Anthony Labib](#), de notre [groupe Marchés financiers et valeurs mobilières](#), s'entretiennent avec [Adam Chisholm](#), associé et membre du groupe de litige en valeurs mobilières, sur l'état actuel de la réglementation des cryptomonnaies au Canada.

Veuillez noter que ce qui suit ne fournit qu'un aperçu du sujet et ne saurait en aucun cas être interprété comme des conseils juridiques. Les auditeurs ne doivent pas se fonder uniquement sur ce balado pour prendre une décision, mais devraient plutôt obtenir des conseils juridiques précis.

## Transcription

**Ouvedi Rama Naiken :** Bonjour et bienvenue à notre balado sur les marchés financiers, soit une série d'épisodes portant sur des enjeux et des sujets d'actualité sur les marchés financiers et la législation sur les valeurs mobilières. Mon nom est Ouvedi Rama Naiken.

**Anthony Labib :** Et je suis Anthony Labib. Nous sommes tous deux associés chez McMillan et nous nous intéressons à la réglementation des cryptomonnaies. Nous serons vos coanimateurs pour l'épisode d'aujourd'hui.

**Ouvedi Rama Naiken :** Nous sommes ravis d'accueillir notre invité spécial, Adam Chisholm, plaideur chevronné en droit des valeurs mobilières et associé chez McMillan, répertorié par Chambers dans ce domaine, et cochef de notre groupe Différends et régimes réglementaires complexes. Bonjour, Adam, merci de vous joindre à nous.

**Adam Chisholm :** Bonjour. Merci beaucoup de me recevoir.

**Anthony Labib :** Adam, je suis curieux : comment le cabinet et vous avez-vous été amenés à intervenir dans le domaine des cryptomonnaies et de la chaîne de blocs?

**Adam Chisholm :** Eh bien! Comme beaucoup d'autres personnes, j'ai commencé à m'intéresser aux cryptomonnaies au début des années 2010. Parmi les premières personnes de notre cabinet à travailler dans ce domaine, il y a nos collègues qui ont participé à la toute première émission de cryptomonnaie à bénéficier d'une dispense au Canada en 2017. Après avoir obtenu la dispense, nos collègues ont publié un bulletin qui, en y repensant bien, est quelque peu amusant, car il commence par décrire ce qu'est une cryptomonnaie et ce qu'est une première émission de cryptomonnaie (soit une PEC ou une *ICO* ou *initial coin offering* en anglais).

Je pense que cela montre à quel point ce domaine a gagné en visibilité cinq ans plus tard. Le fait que McMillan compte maintenant un groupe de pratique spécialisé en cryptomonnaies en est une preuve. Mon travail juridique dans ce secteur a commencé à peu près en même temps que celui de mes collègues. J'étais connu pour mon travail en litige devant la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, et nous avons été contactés par une plateforme de cryptomonnaie répondant à une demande de la Commission. Ce dossier a fini par aboutir au premier règlement mettant en cause une plateforme de cryptomonnaie dans l'histoire du Canada.

Nous travaillons donc dans ce domaine depuis plus de cinq ans et nous avons participé à de nombreuses premières en droit canadien. Mais pour revenir à aujourd'hui, le travail que nous faisons est vraiment intéressant. Mes collègues travaillent sur un dossier passionnant lié au dicton « Le code, c'est la loi »; j'ai conseillé des clients relativement à des différends liés aux jetons non fongibles, ou NFT; nous avons des mandats d'inscription de titres; nous aidons des clients dans des dossiers de fraude; nous conseillons des dirigeants sur la façon d'incorporer ces nouvelles technologies dans leur planification d'entreprise pour aider à évaluer et à atténuer les risques; nous fournissons des services-conseils sur les nouvelles technologies de chaîne de blocs et nous travaillons aussi à des dossiers de propriété intellectuelle. Nos mandats sont donc très variés, et une partie d'entre eux est évidemment plus axée sur les cryptomonnaies, alors qu'une autre est liée davantage à la chaîne de blocs en général.

**Ouvedi Rama Naiken :** Très intéressant. Comme vous l'avez tous deux probablement vu ces dernières semaines, les nouvelles de la faillite de FTX et son impact massif sur les investissements ont fait les gros titres

partout. Je pense que lorsqu'une telle chose se produit dans le domaine des cryptomonnaies, cela soulève toutes sortes de questions liées à la réglementation de ce domaine et à la protection des investisseurs. Et même, de façon plus générale, je pense qu'on réfléchit à l'avenir de la cryptomonnaie. Adam, je sais que vous avez récemment rédigé un article dans le *Globe and Mail* sur l'implosion de FTX. Pouvez-vous nous donner votre point de vue sur la situation?

**Adam Chisholm :** Eh bien! Tout d'abord, je pense qu'il y a encore beaucoup à apprendre au moment où nous enregistrons ce balado. FTX a déclaré faillite tout juste hier et on entend des allégations assez accablantes sur les activités de cette société. Les documents font état de transactions entre parties liées, de mauvaise tenue des registres et d'une absence de supervision de la direction. Bon nombre de ces problèmes sont caractéristiques des fraudes traditionnelles, comme une mauvaise gestion d'entreprise, une concentration des responsabilités, une absence de contrôles internes, des transactions entre parties liées et ce genre de choses.

Ce ne sont vraiment pas des questions uniques aux entreprises liées à la cryptomonnaie ou à la chaîne de blocs, et je suis sûr que nous en saurons plus sur ces points et faits au fur et à mesure que le dossier évoluera. Mais, vous avez posé une question sur la réglementation des cryptomonnaies et la protection des investisseurs, et je pense que c'est là que les enjeux deviennent plus complexes. FTX n'était située ni au Canada ni aux États-Unis et clairement, quels que soient les efforts d'application de la loi qui ont été déployés par la SEC ou les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, ils n'ont pas eu d'incidence sur la conduite de l'entreprise.

Autrement dit, la réglementation existante n'a pas empêché les investisseurs de perdre l'argent investi dans FTX. On peut aussi difficilement dire qu'ils n'ont pas été avertis de la nécessité d'user de prudence en ce qui concerne leurs actifs et leurs comptes liés à la plateforme. Le public canadien a déjà été mis en garde au sujet des plateformes de cryptomonnaies en raison des événements entourant Quadriga, une plateforme qui a fait faillite en 2019. Tout juste hier, la surintendante du département des services financiers de l'État de New York, Adrienne Harris, a déclaré qu'à son avis, les actifs virtuels sont le premier type d'actifs qui change de forme.

Elle faisait référence à la définition d'une cryptomonnaie à jetons qui peut, dans certains cas, changer en fonction de l'utilisation, et elle suggérait que les Autorités de réglementation ont besoin d'un cadre digne du 21<sup>e</sup> siècle pour traiter tous ces enjeux. Je n'étais pas là et je n'ai pas parlé avec elle de ce que cela signifie. Je suis enclin à être en accord avec elle parce que je pense que pour bien protéger les investisseurs et réglementer les cryptomonnaies, certaines choses doivent être faites différemment.

**Anthony Labib :** Parlant de la complexité de la réglementation sur les cryptomonnaies, pouvez-vous nous donner un aperçu de l'état actuel de cette réglementation au Canada?

**Adam Chisholm :** Bien sûr. La première réglementation des questions liées aux cryptomonnaies a été mise en

place par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières. Il s'agit des Autorités de réglementation provinciales et territoriales du Canada. Pour les auditeurs de l'extérieur du Canada, le pays n'a pas d'organisme national unique de réglementation des valeurs mobilières, malgré des tentatives passées d'en créer un. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont publié des lignes directrices sur leur perception des offres de cryptomonnaies en général, mais elles se sont plutôt concentrées sur les plateformes de cryptomonnaies.

Et comme j'y ai fait allusion plus tôt, il y a eu quelques cas d'application de la loi liés aux plateformes de cryptomonnaies, et nous avons participé aux deux premiers au Canada, mais dans la plupart de ces cas, les plateformes de cryptomonnaies choisissent une voie parmi deux. La première voie consiste à obtenir une dispense des Autorités de réglementation canadiennes relativement à la réglementation des valeurs mobilières qui pourrait s'appliquer. Et à ce jour, je pense qu'environ 10 entités en ont obtenu une.

Environ 10 plateformes ont obtenu une forme de dispense des lois sur les valeurs mobilières au Canada et elles ne sont pas toutes des plateformes de cryptomonnaies. Le problème avec cette voie, c'est que pour obtenir ce genre de dispense, on demande aux sociétés de faire un certain nombre de concessions qu'elles ne sont pas tenues de faire ailleurs qu'en Ontario ou au Canada, et quand on pense à la situation du Canada dans le monde et à sa taille, on peut comprendre que certaines entités ne soient pas disposées à faire ce genre de concessions ou d'investissements. C'est ce qui a poussé des entités à ne pas s'inscrire ici. Soit elles exercent leurs activités au Canada sans l'approbation de nos Autorités de réglementation, soit elles cessent d'offrir des services aux Canadiens. Il y a beaucoup plus d'entités dans la deuxième catégorie que dans la première : elles sont des centaines. Il s'agit donc du principal mode de réglementation des activités liées aux cryptomonnaies. Il existe également d'autres genres de lois qui peuvent s'appliquer, allant des lois anti-blanchiment d'argent aux lois fiscales.

**Ouvedi Rama Naiken :** Très intéressant. Changeons de cible pour un moment et concentrons-nous sur les petits investisseurs. À votre avis, quels sont les risques ou dangers auxquels s'exposent les petits investisseurs en cryptomonnaies, en particulier en comparaison avec ceux auxquels s'exposent les investisseurs qui, par exemple, achètent des actions d'une société cotée à une bourse reconnue?

**Adam Chisholm :** Eh bien! Je commencerais par dire que les actions d'une société et les cryptomonnaies ne sont pas vraiment semblables, si ce n'est qu'elles peuvent toutes deux être achetées et vendues et qu'elles peuvent toutes deux comporter divers degrés de spéculation. Les actions d'une société, comme vous le savez, représentent une participation dans cette société, et ces actions comportent certains droits prescrits par la loi.

Les actions ont tendance à avoir une valeur fondée sur un facteur de multiplication des bénéfices ou sur la valeur des actifs de la société ou, dans certains cas, sur la spéculation sur le succès futur de la société. Les actions sont nouvelles, émises à l'origine par l'émetteur lui-même, même si les transactions sur le marché

secondaire sont évidemment courantes. C'est de cette manière que beaucoup de petits investisseurs ont acquis leurs actions.

Les cryptomonnaies, quant à elles, sont des jetons inscrits sur un registre qui, pour la plupart, ne confèrent pas nécessairement un droit de propriété sur quoi que ce soit autre que le droit de posséder le jeton lui-même. La valeur du jeton vient du prix que d'autres personnes sont prêtes à payer pour effectuer des transactions sur ce jeton. Et si certaines cryptomonnaies prétendent être adossées à des biens durables, ces affirmations n'ont jusqu'à présent pas été confirmées dans des circonstances où cela importait vraiment.

Il est également vrai que pratiquement tous les territoires axés sur les affaires ont des lois plus fiables et plus anciennes en ce qui concerne la propriété des actions. Rappelez-vous que la législation sur les sociétés existe depuis plus de 100 ans au Canada et que le droit à l'origine de cette législation remonte à encore plus loin. En comparaison, le Bitcoin a été inventé en 2009. Nous n'avons pas de législation propre aux cryptomonnaies, ni un siècle de common law pour définir les droits et les obligations. Les investisseurs doivent vraiment comprendre cette différence.

S'ils veulent traiter les cryptomonnaies comme une classe d'actifs et y investir de l'argent dans l'espoir de gains futurs, ils seraient bien avisés de comprendre d'abord ce qu'ils achètent. Il s'agit, je pense, de la principale différence. Et certaines des lois dont j'ai parlé plus tôt concernant les actions d'un émetteur public, par exemple, ne s'appliquent pas aux personnes qui possèdent des cryptomonnaies.

Si une société n'est pas gérée correctement, il est possible que les actionnaires puissent intenter des actions en justice concernant sa gestion. Il n'en va pas de même avec la chaîne de blocs, qui est conçue dans une large mesure pour être automatisée. Et même s'il y a une forte concentration dans la propriété de la chaîne de blocs ou des cryptomonnaies, comme c'est souvent le cas, ainsi que d'une grande partie des jetons que nous voyons, il n'y a pas nécessairement de législation applicable à ces détenteurs de cryptomonnaies. C'est donc la principale distinction, et encore une fois, je pense que les personnes qui acquièrent des cryptomonnaies en tant qu'actif pour investir doivent vraiment comprendre ce qu'elles achètent.

**Anthony Labib :** C'est intéressant d'entendre les différences juridiques entre les deux. Compte tenu de l'ensemble de nos discussions d'aujourd'hui, comment voyez-vous l'évolution future du traitement juridique des cryptomonnaies au Canada?

**Adam Chisholm :** À l'échelle nationale, et mon point de vue à ce sujet n'est un secret pour personne, je pense que nos lois sont quelque peu mal adaptées pour relever les défis posés par les cryptomonnaies. Ce que nous avons jusqu'à présent, comme j'y ai fait allusion plus tôt, c'est une approche autoritaire de la part des Autorités de réglementation des valeurs mobilières et une voie vers l'inscription qui n'est pas toujours empruntée par les entités du domaine.



Je pense qu'il y a eu une certaine évolution le mois dernier dans notre approche nationale de ces questions. Le chef de la direction de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a signalé que, selon lui, ce genre de questions de compétence sur lesquelles certaines parties se disputent n'est pas important et que, à titre d'exemple, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a compétence, que la cryptomonnaie soit une valeur mobilière, une marchandise ou autre chose.

En même temps, la Commission a engagé une procédure d'application de la loi visant des entités dans une affaire liée à l'offre de jetons. Il s'agit de la toute première procédure d'application de la loi concernant directement les jetons au Canada. Nous verrons quel genre d'arguments sur les champs de compétence seront avancés. J'espère que nous verrons des directives claires de la part du législateur ou de l'autorité de réglementation avant la prise de mesures d'application.

Ce serait bien d'avoir au moins des documents de position sur des choses comme les preuves d'enjeu avant de découvrir après coup ce que la Commission estime être de son ressort ou être contraire à la *Loi sur les valeurs mobilières* ou à l'intérêt public. Les administrateurs de valeurs mobilières canadiens ont certainement voulu se forger une opinion sur les plateformes de cryptomonnaies jusqu'à présent, mais qu'en est-il des activités comme les preuves d'enjeu? Quelle est la position de nos Autorités de réglementation à ce sujet?

Il faut clarifier ce genre de questions au niveau national afin d'éviter des dépenses inutiles et un préjudice potentiel aux investisseurs si la législation manque de clarté. Mis à part cela, au niveau national, je pense qu'on peut s'attendre à des changements législatifs à un moment donné. Pierre Poilievre et Justin Trudeau se sont déjà tancés vertement à propos du Bitcoin, et si les Canadiens veulent vraiment une réglementation plus stricte, leurs politiciens peuvent apporter ces changements.

Je pense qu'une partie du problème, cependant, et c'est ce que je laissais entendre plus tôt relativement à l'article de la surintendante de New York, est que sans coopération internationale sur des questions comme l'application ou l'élaboration de règles, il restera très difficile de réglementer ce domaine parce qu'il n'y a pas d'autorité centrale dans bon nombre de cas.

C'est ce qui rend les plateformes de cryptomonnaies plus faciles à cibler d'une certaine manière, car il peut y avoir le type de gestion qui prévalait à FTX. Tout le monde a entendu le nom de ce type, vous savez, le haut dirigeant qui est responsable de tout. C'est un peu plus difficile à gérer lorsqu'il s'agit d'un ensemble de transactions entre des personnes qui peuvent se trouver ailleurs qu'au pays.

C'est pourquoi, sans un cadre international, il devient très difficile de réglementer ces activités. En outre, dans quelle mesure les Canadiens peuvent-ils être protégés, eux aussi, si le Canada est un cas d'exception? Comment l'équilibre habituel entre l'innovation et l'investissement d'une part, et la conformité d'autre part, peut-il être atteint dans ce pays si notre image en est une d'application rigoureuse de la loi, ou si nous

continuons à demander aux parties de faire des choses qu'on ne leur demande pas de faire ailleurs?

Donc, à un moment donné, je pense qu'il faudra avoir un plus grand consensus international menant à une plus grande stabilité du domaine pour toutes les parties prenantes. En outre, je pense que vous verrez peut-être une évolution, à mesure que de plus en plus de pays s'intéressent aux cryptomonnaies. On pourrait donc voir des cryptomonnaies de banques nationales qui feront partie du portrait futur dans ce domaine.

Le Canada a fait part publiquement de son intention de développer ou d'explorer au moins une cryptomonnaie bancaire nationale ou cryptomonnaie canadienne. De telles initiatives ont déjà été mises en place avec plus ou moins de succès dans le monde. Je pense que les partisans de cette idée voient la valeur d'une cryptomonnaie à vocation nationale. Les sceptiques, quant à eux, s'inquiètent de la manière dont elles pourraient être utilisées contre leurs détenteurs, et je ne sais pas encore si ces préoccupations visent simplement à empêcher les personnes mal intentionnées ou malveillantes d'entrer sur le marché ou si certains territoires pourraient les utiliser à des fins inutiles ou inappropriées. Je pense donc qu'il s'agit d'une nouveauté qui s'en vient, tout comme les activités de chaîne de blocs qui ne sont pas liées aux cryptomonnaies.

Vous continuerez de voir des concepts comme le fractionnement, peut-être dans l'immobilier ou les produits de base, au centre d'innovations futures. Et, vous savez, je pense, encore une fois, que ce qui est important c'est d'avoir une certaine direction et une certaine clarté liées à ces activités au fur et à mesure qu'elles se présentent. Et cela constitue un défi pour les Autorités de réglementation, n'est-ce pas? Parce que les ressources sont limitées pour encadrer ces vastes marchés.

Et c'est difficile à dire pour moi, mais établissons une orientation préalable sur tout ce qui se passe pour que nous puissions tous, vous savez, conseiller nos clients, et que les personnes qui écoutent ce balado puissent savoir, vous savez, de quel côté elles se trouvent. Je crois que ça doit commencer à se développer et j'espère que les gens accueilleront favorablement ce genre d'orientation.

Je pense que les Autorités de réglementation y travaillent fort. Ce n'est donc pas une critique quand je dis que l'accent a été mis sur l'application de la loi au Canada. Il s'agit simplement de la façon dont les choses se sont développées, mais je pense qu'à un moment donné, vous savez, si nous voulons vraiment prévenir le genre de situations dont nous avons parlé plus tôt, il faut avoir davantage d'orientation à l'échelle nationale et internationale. C'est un travail difficile, et je pense qu'une partie du problème est que les pays sont en concurrence pour ce genre d'affaires, pour ce genre d'expertise. Donc, si vous êtes en concurrence, vous ne voulez pas nécessairement avoir la réglementation la moins ou la plus sévère, mais je dirais que ce sont des enjeux qui sont plus politiques que juridiques.

**Anthony Labib :** Une certaine certitude et des efforts concertés seraient certainement les bienvenus. Cela étant dit, merci beaucoup, Adam, d'avoir été des nôtres aujourd'hui. Vous nous apportez un éclairage très

précieux. Il sera certainement intéressant de voir l'évolution future de ce domaine.

**Ouvedi Rama Naiken :** Ceci conclut donc notre épisode d'aujourd'hui. Nous vous donnons rendez-vous la prochaine fois pour une discussion sur l'écoblanchiment dans le contexte des facteurs ESG. Ici Ouvedi et Anthony de McMillan, en vidéo. Merci de nous avoir écoutés.