

RÉGLEMENTATION DES CRYPTOACTIFS : LE PROJET DE LOI SUR LES MARCHÉS FINANCIERS DE L'ONTARIO RATE LA CIBLE

Publié le 23 janvier, 2023

Catégories: [Perspectives](#), [Publications](#)

Le gouvernement de l'Ontario a publié en 2021 un avant-projet de loi sur les marchés financiers (le « **projet de LMF** »)^[1], après avoir mené une vaste consultation auprès du public et des parties prenantes du secteur en 2021. Ce texte, s'il devient loi, modernisera le cadre réglementaire des marchés financiers de la province en remplaçant la *Loi sur les valeurs mobilières*^[2] et la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises*^[3].

Le projet de loi ontarien est le premier au Canada à tenter de codifier le rôle du régime des valeurs mobilières dans la réglementation des cryptoactifs. Sous le régime actuel, les entreprises actives dans ce secteur en Ontario doivent se fier à des avis et à des interprétations en évolution des autorités de réglementation pour déterminer si leurs produits seront ou non réglementés comme des valeurs mobilières.

L'Ontario avait une occasion parfaite de se doter d'un régime moderne favorisant l'essor du secteur des cryptoactifs; mais voilà, le projet de LMF semble rater la cible. Plutôt que de poser les fondements d'un marché des cryptoactifs qui pourrait s'épanouir pleinement dans la province, la loi proposée entretiendrait l'incertitude réglementaire existante en octroyant des pouvoirs discrétionnaires à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « **CVMO** ») pour qu'elle détermine si un cryptoactif peut être réglementé comme une valeur mobilière.

Le régime proposé pour encadrer les cryptoactifs

Sous le régime actuel, la question de savoir si un cryptoactif est ou non une valeur mobilière est tranchée d'après la décision que la Cour suprême du Canada a rendue en 1977 dans l'affaire *Pacific Coast Coin Exchange v. Ontario Securities Commission*^[4]. S'inspirant d'un test qu'avait employé la Cour suprême des États-Unis^[5], la Cour suprême du Canada a établi un test en quatre parties servant à déterminer 1) s'il y a investissement d'argent; 2) s'il y a investissement dans une entreprise commune; 3) s'il y a une intention de toucher des profits; et 4) si les profits sont essentiellement le fruit du labeur d'autrui. Si un actif répond aux quatre critères, il s'agit d'un « contrat de placement » et, donc, d'une valeur mobilière. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM** ») ont établi dans des avis du personnel que ce test s'appliquerait au secteur des cryptoactifs^[6].

Si elle était adoptée dans sa forme actuelle, la LMF permettrait à la CVMO de traiter les cryptoactifs d'une

manière très différente de celle que prévoit la loi actuelle.

Le projet de LMF définit un « cryptoactif » comme une « [r]éprésentation numérique d'une valeur ou de droits contractuels pouvant être transférée et stockée de manière électronique, au moyen de la technologie des registres distribués ou d'une technologie similaire » [7]. La loi assujettirait les cryptoactifs à son régime en accordant au chef de la direction de la CVMO des pouvoirs étendus lui permettant de désigner un cryptoactif comme une valeur mobilière ou comme un dérivé s'il estimait qu'il est dans l'intérêt public de le faire [8].

La définition de « cryptoactif » que propose le projet de loi est large, mais elle est comparable à celles d'autres territoires de compétence. Elle est presque identique, par exemple, à celle qu'a établie l'Union européenne pour son projet de règlement sur les marchés de crypto-actifs (*Markets in Crypto-Assets* ou **MiCA**), dont l'entrée en vigueur est prévue en 2024 [9]. Ce n'est donc pas une question de définition qui rend le projet de LMF problématique. Ce sont plutôt les pouvoirs de désignation qu'il octroie à la CVMO. En effet, le régime proposé conférerait à une entreprise le droit d'être entendue sur la question de savoir si ses produits sont des valeurs mobilières, mais la décision reviendrait en définitive à la CVMO [10]. La seule limitation expresse de ce pouvoir discrétionnaire réside dans le critère de l'intérêt public, lequel limiterait sans doute peu la subjectivité des déterminations effectuées. Puisque déterminer ce qui est ou non dans l'intérêt public peut en soi être une question de perspective, ce critère pourrait être utilisé pour faire intervenir dans le processus décisionnel des considérations dépassant la protection financière des participants des marchés [11].

La désignation d'un cryptoactif comme valeur mobilière selon le nouveau régime pourrait avoir des conséquences considérables. Les entreprises qui émettent des titres ne peuvent offrir leurs produits sans prospectus que dans les cas limités prévus par les lois sur les valeurs mobilières (ce qu'on appelle le régime de la dispense de prospectus). Les entreprises du secteur des cryptos qui deviendraient des émetteurs assujettis – ce qui se produit normalement via l'émission de titres aux termes d'un prospectus, mais pourrait aussi se produire en vertu des vastes pouvoirs de désignation octroyés à la CVMO [12] – seraient astreintes à des obligations d'information continue coûteuses. Sur le marché secondaire, il serait aussi interdit aux clients d'acheter et de vendre des cryptoactifs en l'absence de dispense de prospectus [13].

Au sujet précisément des dispenses, même les « *dispenses de prospectus et d'inscription pour financement participatif des entreprises en démarrage* » [14], que les ACVM ont adoptées en 2021, n'aident d'aucune façon les entreprises en développement dans le secteur des cryptos. Ces dispenses dressent une liste bien précise de formes de valeurs mobilières, toutes traditionnelles (appelées « titres admissibles »), qui peuvent être placées auprès du public sans prospectus. Nulle mention dans cette liste des cryptoactifs ou même d'une catégorie fourre-tout qui pourrait être interprétée comme les englobant.

Observations

L'Ontario est en voie de devenir un pôle d'innovation technologique, en particulier dans le secteur des cryptomonnaies. Dans un discours prononcé en 2019, le ministre des Finances de l'époque exprimait son appui au secteur, déclarant que l'Ontario était « [traduction] bien positionné pour agir comme chef de file de l'innovation liée aux chaînes de blocs au Canada et dans le monde »^[15]. On peut donc s'étonner que le projet de LMF en fasse aussi peu pour favoriser le développement de ce marché dans la province.

En octroyant des pouvoirs discrétionnaires, le régime proposé risquerait de perpétuer l'incertitude entourant les cryptos plutôt que de la lever. Le recours à des pouvoirs discrétionnaires contraste avec l'approche plus ciblée que privilégient d'autres projets réglementaires, dont MiCA. Par exemple, plutôt que d'obliger les émetteurs de cryptoactifs à passer par la voie du prospectus, MiCA propose une obligation de publication d'un « livre blanc » pour les cryptoactifs visés par son régime. Des exigences plus strictes sont ensuite prévues pour certaines catégories d'actifs, comme les « cryptomonnaies stables » (ou *stablecoins*), qui lient leur valeur à celle d'une marchandise ou d'un actif sous-jacent^[16]. De plus, des types précis de cryptoactifs sont exclus du champ d'application de MiCA s'il existe déjà un instrument les réglementant^[17].

Dans sa forme actuelle, le régime ontarien est avare d'indications sur la manière dont les nouveaux venus du marché des cryptos devraient développer leurs produits et leur activité pour éviter de se retrouver assujettis aux règles d'un secteur hautement réglementé. Le nouveau régime pourrait aussi créer des risques pour le marché existant. Des produits dont on a convenu qu'ils n'étaient pas des valeurs mobilières (par exemple, des jetons de plateformes décentralisées comme Bitcoin ou Ether) pourraient changer de statut si la CVMO le décidait après plus ample réflexion et analyse. Ces risques s'étendent à d'autres cryptoactifs généralement considérés comme ne répondant pas à la définition classique de « valeur mobilière ». C'est le cas, par exemple, des jetons non fongibles représentant une œuvre d'art unique; les ACVM ont jugé qu'ils ne représentaient pas une « entreprise commune » étant donné leurs caractéristiques uniques^[18]. En vertu de la LMF proposée, ces caractéristiques uniques n'excluraient plus les jetons non fongibles (ou d'autres actifs comparables) du régime des valeurs mobilières. En ouvrant ainsi la porte à la possibilité que des cryptoactifs soient réglementés comme des valeurs mobilières, même quand ils n'en ont pas les caractéristiques classiques, le régime proposé compromet non seulement les marchés actuel et futur des cryptos, mais l'évolution des technologies sous-jacentes en Ontario, en faisant d'elles un facteur de risque réglementaire.

Au-delà de la question de l'incertitude qui pourrait perdurer en Ontario, l'octroi d'un tel pouvoir à la CVMO signifie que les cryptoactifs pourraient ne pas être traités uniformément dans l'ensemble des provinces et territoires canadiens. Si le Canada n'a pas d'organisme de réglementation national, la publication par les ACVM de normes canadiennes (règlements au Québec) et d'avis du personnel, généralement considérés comme contraignants dans les provinces et territoires, assure une certaine harmonisation. Le projet de LMF représente un pas en arrière dans la marche du Canada vers un modèle national prévisible, car il octroie un pouvoir unique

à la CVMO sans qu'il ne soit attendu que les autres provinces et territoires suivent cette façon de faire.

Il est indiscutable que pour remplir son mandat de protection du public, la CVMO sera mieux outillée pour gérer les risques de fraude dans un paysage technologique en évolution si elle dispose d'un cadre adaptable. Il reste que le projet de LMF ne cherche pas à bien prendre en compte les particularités et le potentiel d'innovation du secteur des cryptoactifs. À la place, il opte pour une approche simpliste qui n'est pas à la hauteur des stratégies et des démarches plus raisonnées de certains autres territoires de compétence et qui pourrait finir par compromettre l'essor du secteur des cryptomonnaies et des technologies connexes en Ontario. Si le gouvernement ontarien souhaite simplement que la CVMO ait la possibilité d'imposer aux émetteurs de cryptoactifs les mêmes obligations qu'elle impose aux émetteurs de valeurs mobilières, il se pourrait que le nouveau régime serve cette finalité.

Toutefois, même dans ce cas, il y aurait moyen d'adopter des approches plus efficaces, qui encouragent les entreprises et les participants des marchés à dialoguer avec les autorités réglementaires.

[1] Loi sur les marchés financiers, avant-projet publié le 12 octobre 2021 [[Loi sur les marchés financiers – Avant-projet \[sic\]](#)].

[2] *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.O. 1990, chap. S.5 [*Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario*].

[3] *Loi sur les contrats à terme sur marchandises*, L.R.O. 1990, chap. C.20.

[4] *Pacific Coast Coin Exchange c. Ontario Securities Commission*, [1978] 2 RCS 112, 2 ACWS 1063 [*Pacific Coin*].

[5] *Securities and Exchange Commission v. W. J. Howey Co.*, [1946] 328 U.S. 293 [*Howey*].

[6] *Autorités canadiennes en valeurs mobilières, Avis du personnel 46-308, Incidences de la législation en valeurs mobilières sur les émissions de jetons*, 11 juin 2018, en ligne : [Autorité des marchés financiers \(pour la version française\)](#) [*Avis du personnel 46-308*].

[7] Préc., note 1, art. 3.

[8] *Id.*, par. 127(2).

[9] Werner Vermaak, « [MiCA \(Updated July 2022\): A Guide to the EU's Proposed Markets in Crypto-Assets Regulation](#) », juillet 2022, en ligne (blogue) : Synga Bridge [*MiCA*].

[10] Préc., note 8.

[11] Paul D. Davis, « [The Exercise of the Public Interest Power by the OSC – A New Standard is Needed](#) », 4 septembre 2014, en ligne (blogue) : McMillan S.E.N.C.R.L., s.r.l.

[12] Préc., note 2, alinéa 11(1)b).

[13] Préc., note 2, 53(1); *Resale of Securities*, OSC NI 45-102; (2003) 26 OSCB 8230.

[14] *Start-Up Crowdfunding Registration and Prospectus Exemptions and Consequential Amendments*, OSC NI 45-110, (2021) 44 OSCB 7881.

[15] [Chamber of Digital Commerce Canada](#), « [Blockchain Has a Champion in Ontario](#) », 1^{er} avril 2019, en ligne

(blogue).

[16] Préc., note 9.

[17] *Id.*

[18] Préc., note 6.

par [Robert Piasentin](#), [Jeffrey Gebert](#), [Graham Bevans](#) et [William Burke](#)

Mise en garde

Le contenu du présent document ne fournit qu'un aperçu du sujet et ne saurait en aucun cas être interprété comme des conseils juridiques. Le lecteur ne doit pas se fonder uniquement sur ce document pour prendre une décision, mais devrait plutôt obtenir des conseils juridiques précis.

© McMillan S.E.N.C.R.L., s.r.l. 2023