

21 MAI 2019

## Cryptomonnaies : les chaînes de blocs conserveront-elles leur intérêt en 2019?

L'article suivant a d'abord été publié dans notre *Rapport de 2019 sur les marchés des capitaux canadiens*.

[Lire le rapport complet.](#)

À la suite de l'essor fulgurant de la technologie de la chaîne de blocs au second semestre de 2017, beaucoup prédisaient que cette technologie sous-jacente au bitcoin engendrerait des innovations majeures et perturberait de nombreux secteurs d'activité. Mais si 2018 a été accueillie comme « l'année de la chaîne de blocs », elle s'est avérée une période turbulente pour cette technologie naissante. L'ensemble des cryptoactifs ont subi de fortes baisses de prix et, partout dans le monde, les organismes de réglementation ont intensifié leurs mesures d'application de la loi. En dépit de ces défis, la technologie de la chaîne de blocs continue d'attirer l'attention du grand public et d'être de plus en plus acceptée. En 2018, au Canada et aux États-Unis, les déclarations et les mesures d'application de la loi des organismes de réglementation ont élucidé la façon dont est déterminée la légalité des premières émissions d'une cryptomonnaie (les « PEC » ou *initial coin offerings*), des bourses de cryptoactifs et d'autres activités fondées sur les chaînes de blocs. À mesure que les organismes de réglementation se sont mis à éprouver les PEC, les émissions de jetons-valeurs (les « EJV » ou *security token offerings*) sont devenues une solution de rechange permettant de respecter la réglementation.

Nous présentons ci-dessous un résumé des faits nouveaux et des principales considérations intéressant ceux qui cherchent à démarrer ou à continuer de développer des entreprises fondées sur cette technologie énigmatique.

### Émissions de jetons : diminution des PEC, hausse des EJV

- **Les lois sur les valeurs mobilières s'appliquent aux PEC.** Auparavant, les émetteurs de jetons cherchaient à nier l'applicabilité des lois sur les valeurs mobilières en décrivant leurs PEC comme des ventes de « jetons utilitaires » (qui remplissent une fonction précise sur le réseau d'une chaîne de blocs et facilitent l'accès à un produit ou service) plutôt que de « jetons-valeurs » (qui représentent une participation dans un actif sous-jacent, comme les titres traditionnels). En 2018, les organismes de réglementation des valeurs mobilières du Canada et des États-Unis ont rejeté cet argument à maintes reprises, soutenant que la majorité des jetons utilitaires — malgré leur fonctionnalité — constituaient des « contrats d'investissement » auxquels s'appliquaient les lois sur les valeurs mobilières.
- **Les jetons d'un réseau « suffisamment décentralisé » ne sont pas des valeurs mobilières.** Le directeur de la Securities and Exchange Commission des États-Unis (la « SEC »), William Hinman, a soulevé la possibilité que les caractéristiques d'un jeton puissent évoluer de sorte qu'après un certain temps, le jeton ne serait plus considéré comme une valeur mobilière. La distinction portait sur la question de savoir si le réseau dans lequel un jeton doit fonctionner est « suffisamment décentralisé », de sorte qu'il n'y ait plus de tiers dont les efforts constituent un facteur déterminant dans l'entreprise. M. Hinman a cité la chaîne de blocs Ethereum comme exemple d'un réseau qui ne dépend plus des efforts d'une autorité centralisée justifiant l'application des lois sur les valeurs mobilières.
- **Il reste beaucoup d'incertitude concernant les PEC.** À ce jour, seules des indications fragmentaires ont été données par les organismes de réglementation quant aux caractéristiques qui permettent de conclure qu'un réseau est suffisamment décentralisé et entièrement fonctionnel. Les émetteurs qui effectuent une PEC afin de mobiliser des fonds pour financer le développement continu du réseau et qui continuent d'exercer un certain niveau de contrôle sur leurs plateformes respectives n'ont toujours pas trouvé le moyen de se soustraire à l'application des lois sur les valeurs mobilières. Toutefois, les questions clés utilisées pour déterminer si un

jeton peut se transformer en actif autre qu'une valeur mobilière seront l'utilité pratique du jeton, la mise en place d'un écosystème solide et le fait de compter sur les efforts d'autrui pour réaliser des profits.

- **Mesures réglementaires soutenues.** Aux États-Unis, les organismes de réglementation prennent de plus en plus de mesures rigoureuses contre les émetteurs et les promoteurs de PEC non inscrites. Dans les affaires Paragon et Airfox, malgré l'insistance de ces émetteurs sur le caractère utilitaire de leurs jetons, la SEC s'est surtout attachée à l'expectative de profit, créée notamment au moyen d'activités publicitaires dans les médias sociaux, les blogues et les communications numériques. Les déclarations selon lesquelles les émissions avaient pour but de réunir des capitaux pour financer le développement continu d'entreprises existantes ont été jugées particulièrement importantes. Les mesures d'application de la loi prises par la SEC comprenaient, pour la première fois, des amendes substantielles imposées à des émetteurs et à des promoteurs de PEC, malgré l'absence d'allégations de fraude ou d'information fausse ou trompeuse.
- **EJV conformes aux lois sur les valeurs mobilières.** À mesure que les organismes de réglementation du Canada et des États-Unis se sont mis à épulcher les PEC, les EJV sont devenues une solution de rechange permettant de respecter la réglementation. Les EJV sont des émissions de jetons numériques considérés comme des « valeurs mobilières » au sens des lois sur les valeurs mobilières, qui sont réalisées en application de toutes les règles visant les valeurs mobilières classiques non représentées par des jetons. Les émetteurs de jetons qui souhaitent réunir des fonds et éviter le processus long et coûteux de publication d'un prospectus ou d'une *registration statement* (selon la *Securities Act* des États-Unis) peuvent se prévaloir de certaines dispenses des exigences des lois sur les valeurs mobilières. Toutefois, les dispenses actuellement disponibles limitent habituellement le montant des capitaux pouvant être levés, imposent aux émetteurs certaines obligations d'information continue et produisent des jetons qui ne sont pas librement négociables.
- **Les plateformes d'EJV sont de plus en plus acceptées.** En 2017, nous avons commenté l'approbation, par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « CVMO »), d'une émission de jetons de Token Funder Inc., société qui travaille à mettre au point une plateforme facilitant le placement de titres liés à une chaîne de blocs qui soient conformes aux lois. Au cours de la dernière année, plusieurs entreprises ont lancé des plateformes semblables pour faciliter l'émission de jetons-valeurs conformes. En 2018, tZero, la filiale d'Overstock centrée sur la technologie de la chaîne de blocs qui est en train d'élaborer une plateforme de négociation pour les jetons-valeurs, a levé plus de 100 millions de dollars américains au moyen de sa propre EJV. Nous nous attendons à ce qu'un plus grand nombre d'entreprises décident de lever des capitaux au moyen d'EJV, au fur et à mesure que le marché des jetons-valeurs continuera de se développer.
- **Le modèle des ASJF renaît.** L'accord simple pour des jetons futurs (l'« ASJF » ou *Simple Agreement for Future Tokens*) est un contrat écrit conclu avant la mise en place d'une plateforme pour chaîne de blocs, qui donne à son porteur un droit sur des jetons entièrement fonctionnels qui lui sont livrés à la mise en place de la plateforme. L'émetteur qui vend des ASJF à des investisseurs le fait aux termes d'une dispense de prospectus et mobilise ainsi des capitaux dans le respect des lois sur les valeurs mobilières. Les ASJF ont perdu de leur popularité à la suite de critiques selon lesquelles le fait de diviser artificiellement l'opération en plusieurs étapes ne changeait rien au fait que les acheteurs avaient acquis des jetons à des fins de placement. De plus, rien ne garantit que les jetons, une fois émis, ne seront pas des valeurs mobilières. La SEC n'a pas donné son avis sur les émissions d'ASJF, mais l'idée que des jetons initialement émis sous forme de valeurs mobilières pourraient évoluer pour devenir autre chose que des valeurs mobilières a suscité un regain d'optimisme à l'égard du modèle des ASJF. La question de savoir si les jetons émis à la conversion d'un ASJF sont suffisamment décentralisés dépendra en fin de compte des faits et des circonstances entourant la conversion.

## Bourses : décentralisées ou non, elles doivent être conformes

- **Les organismes de réglementation s'en prennent aux bourses de cryptomonnaies.** Le lancement de l'« opération Cryptosweep » — une campagne multiterritoriale lancée par les organismes de réglementation des valeurs mobilières nord-américains ayant pour but d'enquêter sur les produits de placement liés à la cryptomonnaie — a donné lieu à 200 enquêtes et à près de 50 mesures d'application de la loi contre des entreprises de chaînes de blocs. Les enquêtes n'ont pas été limitées aux émetteurs ayant effectué des PEC; en effet, des lettres de demande de renseignements ont été adressées à de nombreuses grandes bourses

de cryptomonnaies. Les organismes de réglementation s'inquiètent de l'absence de contrôles pour protéger les investisseurs. En outre, bon nombre de ces bourses de cryptomonnaies offrent des jetons qui sont susceptibles d'être qualifiés de valeurs mobilières, sans remplir les conditions requises pour fonctionner comme bourses de valeurs mobilières (et sans en être exemptées).

- **Vérification des jetons par les bourses de cryptomonnaies.** Alors que l'on connaît le cadre réglementaire des bourses de valeurs mobilières, on ne sait pas précisément quelles sont les autres règles qui s'appliquent aux opérations sur cryptoactifs à l'extérieur de ce cadre réglementaire. Même si, dans ce secteur, des pratiques exemplaires ont été adoptées pour gérer l'ambiguïté et réduire la probabilité de mesures d'application de la loi par les organismes de réglementation, certaines bourses de cryptomonnaies au Canada et aux États-Unis ont mis en place des procédures de vérification rigoureuses afin d'éviter d'accepter des jetons pouvant être considérés comme des valeurs mobilières, dans l'espoir de ne pas être assujetties à une obligation d'inscription en tant que bourses de valeurs mobilières. Récemment, toutefois, d'importantes bourses de cryptomonnaies ont annoncé avoir demandé ou avoir l'intention de demander l'autorisation d'exploiter un système de négociation parallèle, de façon à pouvoir offrir des titres basés sur la technologie de la chaîne de blocs dans le respect des lois sur les valeurs mobilières.
- **L'affaire QuadrigaCX pourrait provoquer des changements.** En février 2019, QuadrigaCX, qui a déjà été la plus grande bourse de cryptomonnaies au Canada, a obtenu de la Cour suprême de la Nouvelle-Écosse l'autorisation de se placer sous la protection de la *Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies* à la suite du décès soudain du fondateur et chef de la direction de QuadrigaCX, Gerald Cotten. Longtemps aux prises avec des problèmes de liquidité en raison de différends avec ses fournisseurs de services de paiement, QuadrigaCX aurait été incapable de retracer jusqu'à 137 millions de dollars américains de fonds bloqués dans des portefeuilles hors ligne auxquels seul Cotten avait accès. L'affaire QuadrigaCX est un exemple des risques associés aux bourses non réglementées de cryptomonnaies, et de nombreux critiques demandent qu'elles soient soumises à la surveillance des organismes de réglementation dans le but de réduire les risques de mauvaise gestion ou de perte des fonds des investisseurs. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières et l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières ont récemment publié un projet de cadre de réglementation des bourses de cryptomonnaies qui traite des risques accrus que présentent ces plateformes au chapitre de la protection des investisseurs. Toutefois, étant donné que le cadre proposé est axé sur les bourses de valeurs mobilières, il faudra en déterminer l'incidence sur les bourses où sont négociées les cryptomonnaies qui ne sont pas des valeurs mobilières.
- **Obligation d'inscription des bourses établies à l'étranger.** Dans une [communication antérieure](#), il a été question de l'approbation par la CVMO d'une entente de règlement à l'amiable avec eToro (Europe) Limited, société de courtage établie à Chypre qui exploite une plateforme de négociation en ligne de cryptomonnaies et d'actions. Le règlement indique que la CVMO adoptera une position plus stricte à l'égard des bourses et des plateformes de négociation établies à l'étranger qui offrent des valeurs mobilières aux résidents de l'Ontario sans respecter les exigences d'inscription et de prospectus de cette province. La CVMO vise notamment les plateformes offrant des jetons liés à une chaîne de blocs ou à une cryptomonnaie qui constituent des « contrats d'investissement » et des « valeurs mobilières » au sens de la législation des valeurs mobilières de l'Ontario.
- **Les bourses décentralisées non inscrites pourraient être l'objet de sanctions.** La SEC des États-Unis a récemment conclu un règlement à l'amiable prévoyant des sanctions à l'endroit de Zachary Coburn, fondateur de la populaire bourse de cryptomonnaies EtherDelta, qui était exploitée en tant que bourse de valeurs mobilières non inscrite. Il est intéressant de noter qu'EtherDelta a été présentée comme une « bourse décentralisée » facilitant les ordres entre acheteurs et vendeurs par l'intermédiaire d'un contrat intelligent, mais il lui manquait sans doute certaines des caractéristiques de la centralisation nécessaires pour être considérée comme une bourse de valeurs. Néanmoins, plus de 500 jetons ERC-20 étaient inscrits à la bourse EtherDelta, dont bon nombre étaient considérés par la SEC comme des valeurs mobilières, et Coburn exerçait un certain contrôle sur l'image et le fonctionnement du système. En se penchant sur le cas d'une bourse décentralisée, la SEC a signalé qu'il ne suffit pas, pour ceux qui exercent un certain niveau de contrôle sur une bourse, d'en décentraliser les activités pour être déchargés de la responsabilité résultant d'une violation des lois sur les valeurs mobilières.

## Fonds d'investissement dans les cryptomonnaies : pas encore grand public

- **Le fonds d'investissement en bitcoins n'est pas « dans l'intérêt public ».** Le 15 février 2019, le directeur des Fonds d'investissement et produits structurés de la CVM (le « directeur ») a refusé de viser le prospectus du « Bitcoin Fund », un fonds d'investissement géré par 3iQ Corp. qui avait l'intention d'en investir la presque totalité des actifs en bitcoins. Le refus du directeur de délivrer le visa était fondé sur des préoccupations concernant l'établissement de la valeur, la manipulation du marché et la garde des actifs et sur son affirmation qu'un visa « ne serait pas dans l'intérêt public » en raison de l'absence de réglementation du marché des bitcoins. De plus, le directeur est arrivé à la conclusion que le prospectus passait outre aux restrictions imposées par la législation en valeurs mobilières sur les actifs non liquides que peuvent détenir les fonds, du fait que les bitcoins ne sont pas négociés sur des marchés où les cours, établis par cotations publiques d'usage commun, sont largement diffusés. Il s'agit maintenant de savoir, à la suite de cette décision, quand le bitcoin sera accepté par les organismes de réglementation comme principal actif sous-jacent d'un fonds. De plus, il est évident, d'après sa décision, que la CVM n'est pas persuadée que le marché actuel des bitcoins est suffisamment solide pour que les investisseurs individuels soient autorisés à y participer. 3iQ Corp. a déposé auprès de la CVM une requête d'audience publique pour l'examen de la décision du directeur en affirmant que le directeur avait imposé au Bitcoin Fund des exigences plus rigoureuses que celles qui sont imposées aux fonds investissant dans des catégories d'actifs classiques.

### Ce qui nous attend

La conjoncture juridique des bourses de cryptomonnaies et des émissions de jetons continue d'être marquée par l'incertitude. Les questions qui demeurent ne seront probablement pas réglées avant un bon moment, le temps que les organismes de réglementation élaborent le cadre permettant de gérer les risques connexes.

La tendance des organismes de réglementation à « réglementer par mesures d'application de la loi » se poursuivra sans doute en 2019. L'intensification des mesures d'application de la loi et les initiatives de réglementation conjointes donneront probablement lieu à une multitude de règlements à l'amiable et de décisions de la part des organismes gouvernementaux compétents en Amérique du Nord, lesquels fourniront des indications utiles, mais limitées, quant aux mesures que les entreprises du secteur des chaînes de blocs devraient prendre pour atténuer le risque de sanctions réglementaires et ce, jusqu'à la mise en place de cadres réglementaires plus complets.

Personnes-ressources : [Robert S. Murphy](#), [Olivier Désilets](#), [Jeffrey Nadler](#) et [David Wilson](#)