

**TOUR D'HORIZON DU DROIT DE LA
FINANCE NUMÉRIQUE
AUX ÉTATS-UNIS**

**Par Me Marie Charlotte Ribière, avocate au
Barreau de Montréal**

Mars 2021

Avertissement au lecteur:

Ce texte se veut un survol du droit américain relatif à la finance numérique et ne constitue en aucun cas une opinion juridique de son auteur. Il est recommandé au lecteur intéressé à participer à un financement participatif ou encore à investir dans des cryptomonnaies de consulter un juriste spécialisé dans ce domaine.

Aux États-Unis, les activités de financement participatif sont régies par le *Jumpstart Our Business Start-ups Act* (Section I). Concernant les cryptomonnaies, la législation n'est pas uniformisée sur l'ensemble du territoire américain, mais la Securities Exchange Commission (la « **SEC** ») et d'autres organismes de régulation exercent un rôle important de régulateurs en la matière (Section II).

Section I. Crowdfunding (*Jumpstart Our Business Start-ups Act*)

La législation sur le financement participatif, aussi appelé crowdfunding, est uniformisée aux États-Unis au niveau fédéral.

La législation américaine en matière de valeurs mobilières¹ (le « **Securities Act** ») prévoit que l'offre et la vente de valeurs mobilières doivent être inscrites à moins qu'une exemption ne soit disponible². Le Titre III du *Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act* du 3 janvier 2012 ajoute le paragraphe 4(a)(6) au Securities Act afin de fournir une exception à l'inscription de certaines transactions de financement participatif.

C'est en 2015 que la SEC a adopté la *Regulation Crowdfundig* (la « **Règlementation Crowdfunding** ») pour mettre en œuvre les dispositions du Titre III précité. Ainsi, certaines entreprises ont été autorisées à lever du capital en utilisant cette Règlementation Crowdfunding à compter du 16 mai 2016. Au cours de notre étude de la Règlementation Crowdfunding, nous verrons dans un premier temps les règles applicables aux émetteurs et aux investisseurs (Paragraphe 1), et, dans un second temps, les règles applicables aux portails de financement et aux intermédiaires (Paragraphe II).

I. Les règles applicables aux émetteurs et aux investisseurs

a. Montant maximum offert

Selon la Règlementation Crowdfunding, telle que modifiée en novembre 2020, un émetteur peut lever un montant total maximum de 5 000 000\$US à l'intérieur d'une période de 12 mois en tenant compte:

- Du montant déjà vendu (incluant les montants vendus par les entités qu'il contrôle et tout montant vendu par un de ses prédécesseurs) conformément à la Règlementation Crowdfunding pendant la période de 12 mois précédant la date de vente envisagée; et
- Du montant que l'émetteur a l'intention de lever conformément à la Règlementation Crowdfunding dans cette offre.

¹ *Securities Act of 1933*

² U.S. Securities and Exchange Commission, *Regulation Crowdfunding : A Small Entity Compliance Guide for Issuer*, 13 mai 2016

b. Limites concernant les investisseurs

Les investisseurs sont également sujets à des limites. Les investisseurs non qualifiés étaient limités, avant la modification de novembre 2020, pendant une période de 12 mois aux montants suivants :

- Si le revenu annuel ou l'avoir net de l'individu est inférieur à 107 000\$US, l'investissement de l'investisseur est alors limité au plus grand de :
 - 2 200\$US, ou
 - 5% du moins grand entre le revenu annuel et l'avoir net de l'investisseur;
- Si le revenu annuel et l'avoir net de l'investisseur sont égaux ou supérieur à 107 000\$US, alors la limite de l'investisseur est de 10 % du moins grand entre son revenu annuel et son avoir net; et
- Le montant total de valeurs mobilières vendues à un investisseur, pendant la période de 12 mois, ne doit pas excéder 107 000\$US, sans égard au montant de revenu annuel ou d'avoir net de l'investisseur.

Depuis la modification législative de novembre 2020, c'est le plus grand entre le revenu annuel et l'avoir net de l'investisseur qui est pris en compte pour calculer les limites d'investissement imposées.

Notons que les époux peuvent calculer leur revenu annuel et leur avoir net conjointement.

Il n'y aucune limite d'investissement imposée au investisseurs qualifiés.

c. Transactions conduites par l'entremise d'un intermédiaire

Les offres en vertu de la Règlementation Crowdfunding doivent être exclusivement conduites par l'intermédiaire d'une plateforme en ligne. L'intermédiaire opérant la plateforme doit être un courtier ou un portail de financement inscrit auprès de la SEC et de la *Financial Industry Regulatory Authority* (la « **FINRA** »).

L'émetteur peut se fier aux efforts de l'intermédiaire pour déterminer si le montant total de valeurs mobilières acheté par un investisseur n'excède pas la limite d'investissement de l'investisseur, tant que l'émetteur n'a pas lui-même la connaissance que l'investisseur dépasse la limite d'investissement qui lui est imposée.

Certaines entreprises ne peuvent se prévaloir de l'exception de la Règlementation Crowdfunding :

- Les entreprises non américaines;
- Les entreprises qui sont déjà des entreprises publiques en vertu du Securities Exchange Act de 1934;
- Certaines entreprises d'investissement;
- Les entreprises qui sont disqualifiées en vertu des règles de disqualification de la Règlementation Crowdfunding;

- Les entreprises qui ont failli à leurs obligations annuelles découlant de la Règlementation Crowdfunding pendant les 2 années précédant immédiatement la production de la déclaration d'offre;
- Les entreprises qui n'ont pas de plan d'affaires spécifique ou qui ont indiqué que leur plan d'affaires est de réaliser une opération de fusion-acquisition avec une ou plusieurs entreprises non identifiées; et
- Les entreprises qui cherchent à conduire une offre sur une base expéditive dû aux circonstances liées à la pandémie de coronavirus de 2019, lorsqu'une telle offre est initiée entre le 4 mai 2020 et le 28 février 2021 et que ces entreprises sont organisées et exercent leurs activités depuis moins de 6 mois avant le commencement de l'offre ou que ces entreprises vendent des valeurs mobilières en vertu du paragraphe 4(a)(6) du Securities Act mais ne se sont pas conformées aux obligations leur incombant dans le paragraphe 4A(b) du Securities Act.

d. Obligations de divulgation de l'émetteur

L'émetteur devra produire un prospectus sur le formulaire C (Form C) au moyen du système « Commission's Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval » (« **EDGAR** ») et auprès de l'intermédiaire facilitant l'offre de financement participatif. Les informations qu'un émetteur doit divulguer sont notamment :

- L'information au sujet des dirigeants, des administrateurs et des propriétaires de 20% ou plus de l'émetteur;
- Une description de l'entreprise de l'émetteur et l'utilisation qui sera faite des sommes reçues;
- Le prix des valeurs mobilières ou la méthode pour déterminer ce prix;
- Le montant cible et la date limite pour atteindre ce montant cible;
- L'indication que l'émetteur acceptera les investissements en excédent du montant cible;
- Certaines transactions avec des parties liées; et
- L'analyse des conditions financières et des états financiers de l'émetteur.

L'obligation pour l'émetteur de fournir ses états financiers est basée sur le montant de l'offre pendant la précédente période de douze mois conformément à la Règlementation Crowdfunding :

- Pour les émetteurs offrant 107 000\$US ou moins : l'émetteur devra fournir ses états financiers et certaines informations découlant des avis de cotisation fédéraux de l'émetteur, le tout certifié par le dirigeant exécutif principal. Dans le cas où l'émetteur aurait des états financiers examinés ou audités par un expert-comptable indépendant, l'émetteur devra les fournir et n'aura pas besoin de soumettre les autres informations fiscales ni de procéder à la certification des états financiers.
- Pour les émetteurs offrant plus de 107 000\$US mais pas plus de 535 000\$US : l'émetteur devra produire des états financiers examinés par un expert-comptable indépendant. Dans le cas où l'émetteur aurait en sa possession des états financiers audités par un expert-comptable indépendant, il devra plutôt fournir ceux-ci.
- Pour les émetteurs offrant plus de 535 000\$US :

- Pour les émetteurs qui font une offre pour la première fois en vertu de la Règlementation Crowdfunding et dont l'offre ne dépasse pas 1 070 000\$US: l'émetteur devra fournir des états financiers examinés par un expert-comptable indépendant, à moins qu'il ne possède des états financiers audités par un expert-comptable indépendant;
- Pour les émetteurs qui ont déjà vendu des valeurs mobilières conformément à la Règlementation Crowdfunding : l'émetteur devra fournir des états financiers audités par un expert-comptable indépendant.

e. Modification du prospectus

Pour les offres qui ne sont pas encore complétées, un émetteur peut produire un formulaire (Form C/A) afin d'amender son prospectus pour divulguer des changements, des ajouts ou des mises à jour de l'information déjà fournie aux investisseurs. Un tel amendement est requis pour tout changement, ajout ou mises à jour importantes et dans un tel cas, l'émetteur doit reconfirmer, pendant les 5 jours ouvrables qui suivent, les engagements des investisseurs déjà émis, sinon l'engagement de l'investisseur sera considéré comme annulé.

f. Mises à jour à fournir aux investisseurs

L'émetteur est tenu de fournir une mise à jour sur son avancée vers le montant cible dans les 5 jours ouvrables après qu'il ait atteint 50% et 100% du montant cible.

g. Rapports annuels

L'émetteur qui vend des valeurs mobilières conformément à la Règlementation Crowdfunding est requis de fournir un rapport annuel (Form C-AR) dans les 120 jours suivant la fin de son année fiscale. Le rapport doit être produit auprès d'EDGAR et posté sur le site Internet de l'émetteur. Le rapport annuel contient des informations similaires au prospectus, bien qu'aucun état financier examiné ou audité ne soit requis. Certains émetteurs peuvent être dispensés de produire ce rapport annuel (l'émetteur est déjà tenu de produire des rapports en vertu du paragraphe 13(a) ou 15(d) du Securities Exchange Act de 1934, ou encore a déjà produit au moins 3 rapports annuels et son montant total d'actifs ne dépasse pas 10 000 000\$US).

h. Limites relatives à la publication et à la promotion

Un émetteur ne peut pas faire de la publicité sur une offre faite conformément à la Règlementation Crowdfunding, sauf dans un avis qui dirige les investisseurs vers la plateforme de l'intermédiaire et qui n'inclut pas plus que les informations suivantes :

- Une déclaration que l'émetteur conduit une offre conformément au paragraphe 4(a)(6) du Securities Act, le nom de l'intermédiaire par l'entremise duquel l'offre est conduite et un lien dirigeant le potentiel investisseur vers la plateforme de l'intermédiaire;

- Les termes de l'offre, soit le montant de valeurs mobilières offert, la nature des valeurs mobilières, le prix des valeurs mobilières et la date de clôture de la période d'offre; et
- Des informations factuelles au sujet de l'identité légale et de la place d'affaires de l'émetteur, limitées au nom de l'émetteur, l'adresse, le numéro de téléphone et le site Internet de l'émetteur, l'adresse courriel d'un représentant de l'émetteur et une brève description des activités de l'émetteur.

Nonobstant ce qui précède, un émetteur peut communiquer avec les investisseurs et avec des investisseurs potentiels au sujet des termes de l'offre par l'entremise de canaux de communication fournis sur la plateforme de l'intermédiaire. L'émetteur devra s'identifier comme émetteur et les personnes agissant en son nom devront révéler leur affiliation avec l'émetteur dans toutes leurs communications sur la plateforme de l'intermédiaire.

Un émetteur est autorisé à compenser d'autres personnes pour la promotion de son financement participatif au moyen de canaux de communication fournis par un intermédiaire, mais seulement si l'émetteur prend des mesures raisonnables pour s'assurer que le promoteur divulgue clairement la compensation dans toute communication.

i. Restrictions sur la revente

Les valeurs mobilières achetées lors d'un financement participatif ne peuvent généralement pas être revendues pour une période de 1 an, à moins que ces valeurs mobilières ne soient transférées :

- À l'émetteur des valeurs mobilières;
- À un investisseur qualifié;
- Dans le cadre d'une offre enregistrée avec la SEC; ou
- À un membre de la famille de l'acheteur, à une fiducie contrôlée par l'acheteur, à une fiducie créée pour le bénéfice d'un membre de la famille de l'acheteur ou en lien avec la mort ou le divorce de l'acheteur ou en d'autres circonstances similaires.

j. Exception au paragraphe 12(g) du Securities Exchange Act de 1934

Les valeurs mobilières émises conformément à la Règlementation Crowdfunding sont exemptées de l'obligation d'enregistrer la catégorie de valeur mobilière auprès de la SEC si les conditions suivantes sont réunies :

- L'émetteur est à jour dans la production de ses rapports annuels;
- L'émetteur a un total d'actifs à la fin de sa dernière année fiscale de 25 000 000\$US ou moins; et
- L'émetteur a retenu les services d'un agent de transfert enregistré auprès de la SEC.

k. Disqualification du mauvais acteur

La règle 503 de la Règlementation Crowdfunding inclut une disqualification pour mauvais acteur (« *bad actor* ») qui disqualifie les offres dont l'émetteur ou une autre personne (« *covered person* ») a fait l'objet un évènement disqualifiant, tel que le fait d'être reconnu coupable ou de faire l'objet d'une sanction administrative ou judiciaire, pour une fraude en matière de valeurs mobilières ou une autre violation de la législation.

La définition de *covered person* inclut :

- L'émetteur, ses prédécesseurs et les émetteurs affiliés;
- Les administrateurs, les dirigeants, les commandités et les membres dirigeants de l'émetteur;
- Les propriétaires véritables de 20% ou plus des valeurs mobilières de l'émetteur possédant le droit de vote;
- Les promoteurs liés à l'émetteur en quelque capacité que ce soit au moment de la vente; et
- Les personnes compensées pour le démarchage des investisseurs, incluant les commandités, les administrateurs, les dirigeants ou encore les membres dirigeants de tels solliciteurs.

La définition d'évènement disqualifiant englobe, notamment:

- Certaines condamnations criminelles;
- Certaines injonctions ou ordonnances restrictives;
- Certains ordres finaux de certains régulateurs au niveau des états ou au niveau fédéral;
- Certaines ordonnances disciplinaires de la SEC;
- Certaines ordonnances de cesser et de s'abstenir de la SEC; ou encore
- La suspension de l'adhésion ou l'expulsion d'organismes d'auto-régulation, tels que FINRA ou être radié d'une association avec un membre d'un organisme d'auto-régulation.

Notons toutefois, qu'aucune disqualification ne pourra résulter d'un évènement disqualifiant survenu avant le 16 mai 2016. L'émetteur devra cependant divulguer tel évènement disqualifiant dans le prospectus.

La Règlementation Crowdfunding prévoit une exception à la disqualification lorsque l'émetteur est capable de démontrer qu'il ne savait pas et, que même en exerçant une diligence raisonnable, il n'aurait pu savoir qu'une *covered person* participait à l'offre.

La Règlementation Crowdfunding prévoit aussi la possibilité d'obtenir une renonciation à la disqualification par la SEC si des raisons légitimes sont présentées afin de démontrer que compte tenu des circonstances, il n'est pas nécessaire que l'exception soit refusée.

Outre les émetteurs et les investisseurs, les intermédiaires sont aussi touchés par les règles adoptées par la SEC.

II. Les règles applicables aux intermédiaires

Les règles adoptées par la SEC le 16 novembre 2015 instaurent un cadre juridique pour les intermédiaires qui facilitent les transactions de financement participatif, dont notamment de nouvelles obligations pour un nouveau type d'intermédiaire : les portails de financement (a).

Le paragraphe 4A(a)(1) du Securities Act oblige tous les intermédiaires en financement participatif à être enregistrés auprès de la SEC, soit en tant que courtier (paragraphe 15(b) du Securities Act), soit en tant que portail de financement (paragraphe 4A(a)(1) du Securities Act). Ainsi, certaines règles sont propres aux courtiers (b) et d'autres sont communes aux courtiers et aux portails de financement (c).

a. Les portails de financement

Certaines interdictions existent à l'égard des portails de financement qui ne peuvent³:

- Offrir des avis ou des recommandations sur des investissements;
- Solliciter des acquisitions, des ventes ou offres d'acheter des valeurs mobilières affichées sur leur plateforme;
- Compenser des employés, des agents ou d'autres personnes pour de telles sollicitations ou sur la base de la vente des valeurs mobilières affichées sur sa plateforme; ou encore
- Détenir, gérer ou posséder des fonds ou des valeurs mobilières d'investisseurs.

Ces interdictions ne s'appliquent pas aux intermédiaires en financement participatif enregistrés comme courtiers.

En tant que portail de financement, l'enregistrement se fait par le système EDGAR en fournissant certaines informations, dont des informations au sujet des affaires de la plateforme, ses dirigeants, son contrôle ou encore ses employés. Les portails de financement non résident des États-Unis devront compléter une annexe supplémentaire (Schedule C) fournissant de l'information sur leur mandataire aux États-Unis, ainsi qu'une certification et un avis juridique sur la capacité du portail de financement de fournir à la SEC et à l'association nationale en valeurs mobilières auprès de laquelle il est enregistré, un accès rapide à ses livres et dossiers, ainsi qu'à se soumettre à une inspection sur site et à un examen par la SEC et l'association nationale en valeurs mobilières auprès de laquelle il est inscrit. Dès qu'un changement intervient dans les informations relatives au mandataire, le portail de financement devra en aviser la SEC. Le portail de financement devra également fournir une nouvelle certification et un nouvel avis juridique en cas de changement dans sa capacité à fournir un accès rapide à ses livres et dossiers.

L'enregistrement d'un portail de financement devient effectif à la plus tardive des deux dates suivantes :

- 30 jours calendaires après la date de réception de l'enregistrement par la SEC; ou

³ U.S. Securities and Exchange Commission, *Registration of Funding Portals : A Small Entity Compliance Guide*, tel que mis à jour le 18 janvier 2017

- La date à laquelle l'adhésion à une association nationale de valeurs mobilières du portail de financement est approuvée.

Les portails de financement devront produire une modification à leur enregistrement dans les 30 jours où l'information soumise sur le formulaire d'enregistrement devient inexacte, quelle que soit la raison. De même, dès que le portail de financement cesse d'opérer, il devra demander sa radiation du registre. La radiation deviendra effective à la plus tardive des dates suivantes :

- 30 jours après la réception par la SEC de la demande de radiation; ou
- Après une plus longue période, tel que consenti par le portail de financement ou que la SEC détermine nécessaire ou appropriée dans l'intérêt du public ou pour la protection des investisseurs.

Actuellement, la seule association nationale de valeurs mobilières est la FINRA, auprès de laquelle les portails de financement doivent adhérer.

La Règlementation Crowdfunding prévoit certaines obligations incombant aux portails de financement⁴:

- Implémenter des politiques et des procédures écrites, élaborées afin de se conformer aux lois fédérales en matière de valeurs mobilières et aux règles en découlant, en lien avec ses activités en tant que portail de financement;
- Se conformer avec certaines règles privées applicables aux courtiers;
- Permettre les examens et les inspections faites par des représentants de la SEC et les associations nationales en valeurs mobilières enregistrées ou auprès de laquelle le portail de financement a adhéré; et
- Maintenir et conserver des livres et registres relatifs à ses activités pour une période de minimum 5 ans et dans un endroit facile d'accès pour les deux premières années.

La Règlementation Crowdfunding inclut certaines limitations de responsabilité (« *Safe Harbor* ») qui permettent à un portail de financement de :

- Déterminer si et en fonction de quelles circonstances il peut autoriser un émetteur à offrir et vendre des valeurs mobilières en vertu du paragraphe 4(a)(6) par l'intermédiaire de sa plateforme;
- Sous réserve de conditions spécifiques, mettre en lumière certains émetteurs en particulier ou certaines offres de valeurs mobilières faites en vertu du paragraphe 4(a)(6) sur sa plateforme, sur la foi de critères objectifs comme le type de valeurs mobilières offertes, la localisation géographique de l'émetteur, le nombre ou le montant d'engagements d'investir déjà faits, etc...le portail de financement ne peut recevoir de compensation pour de telles mises en lumière;
- Sous réserve de conditions spécifiques, fournir des fonctions de recherche ou d'autres outils que les investisseurs peuvent utiliser pour chercher, trier ou catégoriser les offres disponibles sur la plateforme, sur la foi de critères objectifs;

⁴ U.S. Securities and Exchange Commission, *Regulation Crowdfunding : A Small Entity Compliance Guide for Crowdfunding Intermediaries*, tel que modifié le 13 mai 2016

- Compenser des tiers qui réfèrent le portail de financement auprès de personnes dans certaines circonstances limitées;
- Payer ou offrir de payer une compensation à un courtier enregistré pour des services fournis en lien avec l'offre ou la vente de valeurs mobilières en vertu du paragraphe 4(a)(6), sous réserve de conditions spécifiques;
- Recevoir une compensation d'un courtier enregistré pour des services rendus en lien avec l'offre ou la vente de valeurs mobilières par l'entremise du portail de financement en vertu du paragraphe 4(a)(6), sous réserve de conditions spécifiques;
- Publiciser son existence et identifier un ou plusieurs émetteurs ou offres disponibles sur la plateforme, sous réserve de conditions spécifiques; ou encore
- Accepter, au nom et pour le compte d'un émetteur, des engagements d'investir à des offres de financement participatif de la part d'investisseurs;
- Diriger les investisseurs là où les fonds peuvent être transmis et les paiements effectués en lien avec l'achat de valeurs mobilières offertes et vendues en vertu du paragraphe 4(a)(6) ou donner des instructions à une tierce partie qualifiée afin qu'elle libère les sommes résultant d'une offre complétée avec succès à l'émetteur ou qu'elle retourne les sommes versées par les investisseurs lorsque les offres sont annulées.

Cependant, les dispositions anti-fraude et toutes les autres dispositions applicables des lois fédérales en matière de valeurs mobilières continuent de s'appliquer aux activités décrites ci-dessus.

b. Les courtiers

Si le courtier est déjà enregistré comme tel auprès de la SEC et est un membre de la FINRA, il n'a alors pas besoin de s'enregistrer à nouveau auprès de la SEC pour participer à un financement participatif. De plus, si le courtier ne souhaite pas s'inscrire en tant que tel mais désire agir comme intermédiaire dans des financements participatifs, il doit alors s'enregistrer auprès de la SEC comme portail de financement.

Contrairement aux portails de financement, les courtiers enregistrés peuvent :

- Offrir des avis ou des recommandations sur des investissements;
- Solliciter des acquisitions, des ventes ou offres d'acheter des valeurs mobilières affichées sur sa plateforme;
- Compenser des employés, des agents ou d'autres personnes pour de telles sollicitations ou sur la base de la vente des valeurs mobilières affichées sur sa plateforme; ou encore
- Détenir, gérer ou posséder des fonds ou des valeurs mobilières d'investisseurs.

c. Règles communes aux courtiers et aux portails de financement

Chaque intermédiaire, qu'il soit courtier ou portail de financement doit⁵:

- Fournir aux investisseurs le matériel informatif le plus à jour expliquant, entre autres choses, le processus pour investir sur la plateforme, les types de valeurs

⁵ Préc. 3

- mobilières offertes et les risques associés à chaque type de valeur mobilière, l'information qu'un émetteur doit fournir aux investisseurs, les restrictions à la revente, les limites relatives aux investissements, les limites relatives à l'annulation d'un engagement à investir, le fait que l'investisseur doit considérer la pertinence d'un tel investissement, le fait que l'intermédiaire peut ne pas avoir une relation suivie avec l'émetteur après que l'offre soit complétée, et le fait que sous certaines conditions l'émetteur peut cesser de publier ses états financiers annuels;
- Avoir de bonnes raisons de croire qu'un émetteur se conforme aux exigences réglementaires liées aux offres de financement participatif et à la Règlementation Crowdfunding et que l'émetteur a mis en place des moyens pour garder des registres à jour des détenteurs de valeurs mobilières;
 - Rendre disponible l'information qu'un émetteur est tenu de divulguer au public sur sa plateforme pendant la période d'offre et pour un minimum de 21 jours avant qu'une valeur mobilière ne puisse être vendue dans l'offre;
 - Fournir des canaux de communication sur sa plateforme, rencontrant certaines conditions, qui permettront aux investisseurs qui ont des comptes ouverts avec l'intermédiaire et les représentants de l'émetteur d'interagir et d'échanger des commentaires à propos de l'offre de l'émetteur sur cette plateforme; de telles discussions seront publiquement disponibles;
 - Requérir de toute personne, quand elle poste un commentaire sur les canaux de communication, de clairement divulguer si elle est un fondateur ou un employé de l'émetteur engagé dans des activités promotionnelles au nom de l'émetteur ou un promoteur compensé;
 - Divulguer aux investisseurs les compensations que les intermédiaires reçoivent;
 - Accepter un engagement d'investir d'un investisseur seulement après que cet investisseur ait ouvert un compte et ait consenti aux distributions électroniques;
 - Avant d'accepter chaque engagement d'investir, obtenir des représentations des investisseurs que l'investisseur a revu le matériel d'information, compris que l'entièreté de l'investissement peut être perdu, et que l'investisseur est dans une condition financière de supporter cette perte; il devra également obtenir de l'investisseur un questionnaire complet démontrant la compréhension de l'investisseur des restrictions sur les annulations d'investissements, les éventuels challenges concernant la revente, et les risques inhérents aux investissements;
 - Avoir de bonnes raisons de croire qu'un investisseur se conforme avec les limitations liées aux investissements de la Règlementation crowdfunding;
 - Donner certains avis aux investisseurs une fois qu'ils se sont engagés à investir et des confirmations au moment ou avant que la transaction ne soit complétée;
 - Se conformer avec les obligations relatives à la conservation et à la transmission de fonds; et
 - Se conformer avec les obligations relatives à la réalisation, l'annulation et la reconfirmation des offres.

Un intermédiaire en financement participatif ne peut exercer certaines activités, telles que :

- Fournir l'accès à sa plateforme à un émetteur lorsque l'intermédiaire a des raisons de croire que l'émetteur ou un de ses administrateurs, dirigeants ou un propriétaire véritable de 20% ou plus des valeurs mobilières possédant le droit de vote en

- circulation (pourcentage calculé sur la base du pouvoir de voter), est sujet à une disqualification. L'intermédiaire devra, minimalement, procéder à une vérification des antécédents de chaque émetteur et autres personnes mentionnées ci-dessus;
- Fournir un accès à sa plateforme à une entreprise pour laquelle il a des raisons de croire qu'il existe un potentiel de fraude ou soulève certaines questions relatives à la protection de l'investisseur;
 - Avoir un intérêt financier dans un émetteur qui offre ou vend des valeurs mobilières sur sa plateforme à moins que l'intermédiaire reçoive l'intérêt financier comme compensation pour des services fournis à ou pour le profit de l'émetteur en lien avec l'offre ou la vente de valeurs mobilières dans une offre de financement participatif et l'intérêt financier consiste en des valeurs mobilières de la même catégorie et avec les mêmes termes, conditions et droits que les valeurs mobilières offertes ou vendues dans l'offre de financement participatif par l'entremise de la plateforme de l'intermédiaire;
 - Compenser une personne lui ayant fourni des informations personnelles d'identification de tout investisseur ou potentiel investisseur; et
 - Lorsque l'intermédiaire est un portail de financement, il lui est interdit de participer dans les canaux de communication sur sa plateforme, autrement que pour établir des lignes directrices relatives aux communications et pour supprimer les communications abusives ou potentiellement frauduleuses.

Contrairement à la réglementation en matière de financement participatif, la réglementation est moins uniformisée en matière de cryptomonnaies (Section II).

Section II. ICO/STO

Dans un premier temps, nous aborderons la législation actuellement applicable aux cryptomonnaies (Paragraphe I), puis nous nous intéresserons aux différents organismes de contrôle en la matière (Paragraphe II).

I. La législation applicable

Certains principes ont été dégagés par la SEC (a). Cependant, certains états américains adoptent des positions plus favorables que d'autres (b).

a. Les principes applicables

Toute plateforme offrant la négociation sur des titres numériques et exploitant un marché doit être inscrite auprès de la SEC en tant que bourse de valeur nationale inscrite auprès de la FINRA en tant que courtier exploitant un système de négociation parallèle ou bien être dispensée des obligations d'inscription⁶.

⁶ Déclaration de la SEC intitulée « *Statement on Potentially Unlawful Online Platforms for Trading Digital Assets* », 7 mars 2018

La SEC établit une liste non exhaustive de questions que les investisseurs devraient se poser avant de négocier des actifs numériques, ce qui inclut les cryptomonnaies et les jetons, sur une plateforme en ligne :

- Est-ce que des valeurs mobilières sont négociées sur cette plateforme? Dans la positive, cette plateforme est-elle enregistrée comme bourse nationale?
- La plateforme opère-t-elle comme un ATS (alternative trading system)? Dans la positive, l'ATS est-il enregistré en tant que courtier en valeurs mobilières et a-t-il produit le formulaire FORM ATS auprès de la SEC?
- Existe-il des informations dans FINRA's BrokerCheck® au sujet d'individus ou d'entreprises opérant la plateforme?
- Comment la plateforme sélectionne-t-elle les actifs numériques à négocier?
- Qui peut négocier sur la plateforme?
- Quels sont les protocoles de négociation?
- Comment sont fixés les prix sur la plateforme?
- Les utilisateurs de la plateforme sont-ils traités également?
- Quels sont les frais de la plateforme?
- Comment la plateforme sauvegarde l'information d'identification personnelle et de négociation des utilisateurs?
- Quelles sont les protections mises en place par la plateforme contre les menaces de cybersécurité?
- Quels sont les autres services fournis par la plateforme? La plateforme est-elle enregistrée avec la SEC pour ces autres services?
- La plateforme détient-elle les actifs des utilisateurs? Dans la positive, comment ces actifs sont-ils protégés?

Légiférer en matière de ICO/STO peut s'avérer difficile compte tenu que les jetons sont offerts *via* Internet et ont, par conséquent, une portée mondiale, dépassant ainsi les limites des législations nationales⁷. La SEC a été le premier régulateur à se positionner clairement relativement à l'application des lois en valeurs mobilières américaines aux émissions de jetons.

Le 25 juillet 2017, la SEC a publié un rapport sur l'application des lois en matière de valeurs mobilières aux jetons DAO (Decentralized Autonomous Organization) qu'elle considère être des valeurs mobilières. De tels jetons présentent des similarités avec les actions mais aussi avec le mécanisme d'investissement collectif. La question qui se posait alors était de savoir si le jeton DAO pouvait être qualifié de contrat d'investissement, sous-catégorie du terme « valeur mobilière » permettant l'application des lois en matière de valeurs mobilières. À cette fin, la SEC a appliqué le test Howey⁸ établi par la Cour Suprême en 1946. Ce test comprend quatre facteurs cumulatifs, soit :

- L'investissement d'une somme d'argent;
- Une entreprise commune;
- Une attente raisonnable de profit; et
- Un profit provenant en grande partie des efforts d'autrui.

⁷ Philipp Maume et Mathias Fromberger, *Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws*, Chicago Journal of International Law, vol. 19.2, pp. 548-585 (2019)

⁸ *SEC c. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946)

La SEC utilise une approche basée sur la substance plutôt que sur la forme. Cette approche et ce test sont également appliqués par les autorités canadiennes, comme nous le verrons dans le prochain chapitre.

La même année, la SEC a réitéré sa position dans l'ordonnance Munchee⁹ dans laquelle elle conclut que la vente des jetons MUN violait les lois en matière de valeurs mobilières. La SEC qualifie également ces jetons de contrats d'investissement même s'ils ont une utilité pratique. Ainsi, étant des contrats d'investissements, les lois en matière de valeurs mobilières s'appliquent à de tels jetons.

Afin d'explicitier la notion de « contrat d'investissement », la SEC a élaboré un cadre d'analyse en avril 2019¹⁰. La SEC rappelle que le test Howey s'applique à tout contrat ou transaction, peu importe qu'il ait des caractéristiques d'une valeur mobilière. Le test Howey ne s'attarde pas seulement sur la forme et les termes de l'instrument lui-même, mais aussi sur les circonstances entourant l'actif numérique et la manière dont il est offert, vendu ou revendu. Si aux termes du test Howey, la législation en valeurs mobilières est applicable, cela entraînera des obligations d'inscription (ou de dispense d'inscription) et de divulgation de l'information nécessaires pour éclairer la décision de l'investisseur.

i. L'investissement d'une somme d'argent

Habituellement, ce critère est satisfait lors de l'offre d'une cryptomonnaie car celle-ci est acquise en échange d'une valeur prenant la forme d'une vraie monnaie, d'un autre actif numérique ou d'un autre type de considération.

ii. Une entreprise commune

La SEC constate que cette notion d'entreprise commune existe dans le cadre d'une offre d'actif numérique.

iii. Une attente raisonnable de profits provenant en grande partie des efforts d'autrui

Ce critère sera rempli lorsqu'une tierce partie fournit des efforts de gestion qui affectent le succès d'une entreprise et que les investisseurs s'attendent raisonnablement à recevoir des profits découlant de ces efforts. La SEC énonce des caractéristiques pour savoir si ce critère du test Howey est rempli :

- Compter sur les efforts d'autrui. Afin de répondre aux questions de savoir si l'investisseur s'attend raisonnablement à compter sur les efforts d'autrui et si ces efforts peuvent être considérés comme significatifs et comme des efforts de

⁹ US Securities and Exchange Commission, *Order Instituting Cease-and-Desist Proceedings pursuant to Section 8A of the Securities Act of 1933, Making Findings and Imposing a Cease-and-Desist Order, In the Matter of Munchee, Inc.*, Release No. 10445, 11 décembre, 2017

¹⁰ SEC's Strategic Hub for Innovation and Financial Technology, *Framework for « Investment Contract » Analysis of Digital Assets*, 3 avril 2019

- gestion affectant le succès d'une entreprise, la SEC a développé certaines caractéristiques, dont celles qui suivent :
- Un tiers est responsable pour le développement, l'amélioration, les opérations ou la promotion du réseau;
 - Il existe des tâches ou des responsabilités essentielles exécutées ou que l'investisseur peut s'attendre que soient exécutées par un tiers; ou encore
 - Un tiers a un rôle continu de gestion dans la prise de décisions relatives au réseau ou les caractéristiques ou les droits de l'actif numérique.
- Attente raisonnable de profits. Afin de répondre à la question de savoir si l'investisseur a une attente raisonnable de profits, la SEC a développé des caractéristiques, dont celles qui suivent :
- L'actif numérique donne des droits à son détenteur de partager les profits de l'entreprise ou de réaliser un gain;
 - L'actif numérique est transférable ou peut être commercialisé sur un second marché ou plateforme, ou du moins l'investisseur s'attend à ce qu'il le soit dans le futur; ou encore
 - Le tiers est capable de bénéficier de ses efforts en détenant la même catégorie d'actifs numériques que ceux distribués au public.

iv. Autres considérations

Les tribunaux se penchent également sur la réalité économique de la transaction en analysant si l'actif numérique est offert à des fins d'utilisation ou de consommation par les investisseurs. Cette fois-ci, la SEC détaille certaines caractéristiques pouvant indiquer que le test Howey n'est pas rencontré:

- L'actif numérique est complètement développé et pleinement opérationnel;
- Les détenteurs de l'actif numérique sont immédiatement capables de l'utiliser pour sa fonction prévue; ou encore
- En matière de cryptomonnaies, l'actif numérique peut être utilisé immédiatement pour effectuer des paiements dans une variété de situations.

La SEC continue de réfléchir au cadre juridique en matière de cryptomonnaies et la commissaire Hester Peirce a dévoilé, le 6 février 2020, une proposition de sphère de sécurité relativement aux jetons au cours d'un discours prononcé à l'International Blockchain Congress. Cette proposition vise à fournir une dispense d'inscription limitée dans le temps pour les projets basés sur des jetons qui cherchent à lever du capital afin de développer des réseaux décentralisés¹¹.

La SEC ne restreint pas sa juridiction aux premières émissions de jetons dans le territoire des États-Unis. Par conséquent, toutes les premières émissions de jetons, peu importe leur pays d'origine, pourraient finir dans le viseur de la SEC. C'est la raison pour laquelle le marché a vivement et rapidement réagi et les premières émissions de jetons ont banni les investisseurs américains des souscriptions de jetons. Cependant, cette position restrictive fournit un haut niveau de protection aux investisseurs.

¹¹ Stephen P. Wink, Todd Beauchamp, Yvette D. Valdez, Eric S. Volkman, Adam Bruce Fovent et Deric M. Behar, *2020 Digital Asset Regulatory Lookback (US Edition)*, Blog Global FinTech & Payments, 21 janvier 2021

Afin de compléter ce premier paragraphe sur la législation applicable en matière d'émission de jetons et de cryptomonnaie, nous relevons que les autorités fiscales fédérales américaines ont inséré une nouvelle question dans la déclaration de revenus pour l'année d'imposition 2020. Le contribuable devra désormais répondre à la question de savoir si, à tout moment au cours de l'année 2020, il a reçu, vendu, échangé ou autrement acquis un intérêt financier dans une monnaie virtuelle. Rappelons que pour la législation fédérale en matière d'impôt sur le revenu, la monnaie virtuelle est traitée comme un bien.¹²

b. Positions différentes des états américains

Les états américains légifèrent également en matière des cryptomonnaie. Nous pouvons constater que certains états sont plus favorables aux cryptomonnaies que certains autres. Par exemple, le Wyoming (reconnaissance des droits de propriété), le Colorado (cryptomonnaies exemptées de l'application des lois de cet état en matière de valeurs mobilières) et l'Ohio (premier état qui a permis que certaines taxes soient payées en cryptomonnaies) sont plus favorables que les états de New York (obligation d'obtenir des BitLicenses pour opérer une entreprise de monnaie virtuelle et publication d'une liste verte des monnaies virtuelles approuvées) et de Californie qui ont adopté des législations restrictives en matière de cryptomonnaies¹³.

Par exemple, au Wyoming, Kraken a annoncé, en septembre 2020, qu'elle était devenue la première entreprise d'actifs numériques dans toute l'histoire des États-Unis à recevoir une charte de banque reconnue pour opérer en tant qu'institution de dépôt lui permettant de rendre des services bancaires à des entreprises de chaîne de bloc.

Ces différences de législation ont pour conséquence que les entreprises de cryptomonnaies considèrent avec plus d'attention d'où elles vont opérer leur entreprise.

La SEC joue également un rôle de régulateur en matière de cryptomonnaies, tout comme d'autres organismes (Paragraphe II).

II. Les organismes de contrôle

À travers deux exemples récents, nous verrons comment la SEC joue son rôle d'organisme de contrôle en matière de cryptomonnaies (a). Puis, nous verrons que la SEC n'est pas l'unique organisme de contrôle aux États-Unis (b).

a. La SEC

À travers les deux prochains exemples, nous allons voir comment la SEC surveille l'application de la législation en valeurs mobilières en matière de cryptomonnaies.

¹² David Zaslowsky, *US IRS Loosens Cryptocurrency Reporting Requirements But Strengthens Enforcement Efforts*, Blog Blockchain, 8 mars 2021

¹³ Joshua M Newville, Dorothy Murray, Nicholas Petrie et David Heck, *Crypto Asset Regulation : Is the US of UK Keeping Up Best With This Emerging Market?*, Blog Blockchain and the Law, 8 janvier 2021

i. Kik Interactive Inc.

En juin 2019, la SEC a poursuivi la société canadienne Kik Interactive Inc. (« **Kik** ») sur la base qu'elle aurait conduit une offre de valeurs mobilières non enregistrée, contrevenant ainsi au Securities Act.

Dans cette affaire, Kik avait besoin de fonds additionnels pour continuer ses opérations et a donc décidé de lancer une première émission de jetons en mai 2017 qui lui permit de lever 100 000 000\$US. Dans ses outils promotionnels, Kik suggérait que ses jetons n'étaient pas des valeurs mobilières.¹⁴ L'attention de la SEC fut attirée par le fait que les jetons étaient partiellement offerts par un Simple Agreement for Future Tokens (le « **SAFT** »), qui est en lui-même une valeur mobilière, à des investisseurs qualifiés et des fonds d'investissement à un prix inférieur à celui de la première émission de jetons. De cette façon, Kik réussit à lever environ 49 000 000\$US. La SEC considéra alors que, bien que le SAFT puisse être dispensé de l'application de la législation en matière de valeurs mobilières, il faut analyser séparément les actifs numériques émis conformément au SAFT au regard de la notion de contrat d'investissement (le test Howey). À cette fin, la SEC s'est notamment penchée sur la publicité faite par Kik. De plus, la SEC soulève le fait que Kik avait eu des discussions avec la Commission des Valeurs Mobilières de l'Ontario (la « **CMVO** ») qui l'avait prévenu qu'elle considérerait sa première émission de jetons comme en violation des lois en valeurs mobilières de l'Ontario si elle permettait d'investir à des investisseurs canadiens. Nous verrons plus loin que le test canadien (*Pacific Coast Coin Exchange v. Ontario Securities Commission*) est très similaire au test américain Howey.

Le 21 octobre 2020, la Cour de district des États-Unis pour le district sud de New-York a rendu un jugement final à l'encontre de Kik qu'elle considère avoir violé les lois fédérales applicables en matière de valeurs mobilières.¹⁵

ii. Telegram Group Inc.

Afin de financer un projet, Telegram Group Inc. (« **Telegram** ») décida de lancer une première émission de jetons. En octobre 2019, la SEC déposa une plainte contre Telegram invoquant que cette première émission de jetons violait le Securities Act et argumentant que Telegram ne fournissait pas assez d'informations aux investisseurs sur ses opérations ou encore sur ses conditions financières.¹⁶ De plus, Telegram promettait aux investisseurs un retour sur investissement multiplié par 50.

Le 24 mars 2020, la Cour de district des États-Unis pour le district sud de New-York s'est rangée du côté de la SEC et lui accorda une ordonnance de sauvegarde interdisant à Telegram d'émettre ses jetons. La Cour a, en effet, décidé qu'il s'agissait d'un contrat

¹⁴ Jean Bernard Ricard, *David versus Goliath 2.0 : Canadian Company Takes a Kick at the SEC in the Fight for Crypto Guidance*, Securities practices notes, Miller Thomson, Octobre 2019

¹⁵ Préc. 11

¹⁶ Jean Bernard Ricard, *Telegram goes head-to-head with the SEC in another crypto tug-of war*, Articles, Miller Thomson, January 2020

d'investissement selon le test Howey et que Telegram aurait dû s'enregistrer ou obtenir une dispense afin de se conformer avec les lois fédérales en matière de valeurs mobilières.¹⁷

b. Les autres organismes de régulation

Dans la liste des autres organismes de régulation, nous pouvons mentionner la *Commodities and Futures Trading Commission* qui a juridiction sur les contrats à termes, les options et les échanges liés aux cryptomonnaies et a l'autorité pour juger les cas de fraude et de manipulation sur les marchés au comptant de cryptomonnaies, ou encore la *Federal Trade Commission*, le *Department of Treasury's Financial Crimes Enforcement Network* (en matière de blanchiment d'argent) et le *Department of Justice, for criminal violations of related status* (en matière de transferts frauduleux, de blanchiment d'argent etc...).¹⁸

Depuis décembre 2020, il a y eu plusieurs développements tant au niveau fédéral qu'au niveau des états¹⁹.

i. Au niveau fédéral

Parmi les récents développements au niveau fédéral, nous pouvons mentionner le fait que le bureau du contrôleur de la monnaie (*Office of the Comptroller of the Currency*, l'« **OCC** ») a émis une lettre d'interprétation 1174, le 4 janvier 2021, sur l'autorité de l'Association des caisses d'épargne fédérales et des banques nationales d'utiliser les stablecoins pour faciliter les activités de paiement, ainsi que fonctions bancaires permises conformément aux lois applicables et aux pratiques bancaires sûres et saines. L'OCC prend ainsi une position favorable relativement à l'utilisation par les banques des technologies de chaîne de bloc, actifs numériques et des stablecoins. Ce n'est pas la première d'interprétation de l'OCC en la matière. La première lettre d'interprétation 1170 de l'OCC clarifiait les fondements juridiques permettant aux banques de fournir des services de garde de cryptomonnaies. La seconde lettre d'interprétation 1172 de l'OCC, quant à elle, mettait l'accent sur l'autorité des banques relativement à la détention de réserves de stablecoins²⁰.

Au mois de janvier 2021, l'OCC a autorisé, sous certaines conditions, Anchorage Digital Bank à devenir la première crypto-banque fédérale aux États-Unis. Comme conditions, Anchorage Digital Bank devra demander son adhésion à la Réserve Fédérale et démontré qu'elle a suffisamment de capitaux et de liquidités pour opérer de manière saine et rentable²¹.

¹⁷ Préc. 10

¹⁸ Préc. 8

¹⁹ Margo H. K. Tank, Mark F. Radcliffe et Liz Caires, *Blockchain and Digital Assets News and Trends*, Lexology, 22 janvier 2021

²⁰ Patrick Boot et Marysia Laskowski, *OCC Authorizes Banks to Leverage Cryptocurrency Payment Networks*, Blog Blockchain Legal Resource, 6 janvier 2021

²¹ Carleton Gross, *OCC Charters the First National Crypto Bank*, Blog Blockchain Legal Resource, 19 janvier 2021

Par ailleurs, le Financial Crimes Enforcement Network a proposé, le 18 décembre 2020, de nouvelles règles sur la tenue de registres en matière de cryptomonnaie dans un avis « *Notice of Proposed Rulemaking* ». Ces nouvelles règles imposeraient aux banques et aux entreprises de services monétaires des obligations de soumission de rapports, de conservation de registres et de vérification d'identité, le tout dans un objectif de lutte contre le financement international terroriste, la prolifération des armes et le blanchiment d'argent²². Ces nouvelles règles sont actuellement soumises à une période de commentaires.

En février 2021, le U.S. *Department of the Treasury's Office of Foreign Assets Control* (l'« **OFAC** ») a annoncé avoir procédé à un règlement de 507 375\$US dans un litige civil contre BitPay, Inc. (« **BitPay** »), une société basée dans l'état de Géorgie. BitPay opère comme système de paiement pour les monnaies virtuelles à travail un portail Internet et une application mobile, permettant à des commerçants d'accepter des paiements en monnaies virtuelles, telles le Bitcoin et l'Ethereum. L'OFAC considère dans sa plainte contre BitPay que cette dernière n'a pas empêché des individus situés dans des juridictions faisant l'objet de sanctions (Cuba, Corée du Nord ou encore l'Iran) d'utiliser sa plateforme pour acheter des biens et services de citoyens américains. Plus précisément, l'OFAC reproche à BitPay de ne pas avoir instaurer de mesures raisonnables pour s'assurer que les payeurs n'étaient pas situés dans de telles juridictions.²³

ii. *Au niveau des états*

Au niveau des états, le *New York Department of Financial Services* a annoncé, le 29 décembre 2020, avoir accordé une charte en vertu de la loi sur les banques de l'état de New-York à *GMO-Z.com Trust Company, Inc.*, une entreprise japonaise de cryptomonnaies lui permettant ainsi d'émettre, d'administrer et de réclamer des stablecoins adossés au dollar américain et au yen japonais.

En février 2021, l'*Office of New York State Attorney General* (le « **NYAG** ») a déposé une demande d'injonction permanente pour fermer la société *Coinseed* qui opère une plateforme de négociation de monnaie virtuelle via une application mobile. Le NYAG accuse la société *Coinseed* de vendre des valeurs mobilières non inscrites sous forme de jetons et d'opérer comme un courtier non inscrit tout en faisant de fausses représentations sur la société, son équipe de management et les frais chargés aux investisseurs en lien avec la négociation de monnaie virtuelle. Dans cette affaire, il s'avère que le NYAG a enquêté en parallèle avec la SEC qui a également déposé une demande d'injonction permanente contre *Coinseed* alléguant que cette dernière vend des valeurs mobilières en violation des articles 5(a) et 5(c) du *Securities Act*. Nous pouvons donc constater que les

²² Kenneth J. Nunnenkamp, Michael M. Philipp, Charles M. Horn et als, *FinCEN Proposes Crypto Reporting and Recordkeeping Requirements*, Lexology, 19 janvier 2021

²³ Darshak S. Dholakia, Paul C. Kingsbery, Michael J. Gilbert et Jeremy B. Zucker, *OFAC Action Against BitPay, Inc. Demonstrates Focus on Digital Currency Industry and Effective Sanctions Screening*, Dechert LLP, 5 mars 2021

régulateurs fédéraux et provinciaux coordonnent leurs efforts en matière de sollicitation d'investissements en actifs numériques.²⁴

²⁴ Christopher J. Bosch, *New York Attorney General Sues to Shutter Cryptocurrency Trading Firm Coinseed*, Sheppard Mullin Richter & Hampton LLP, Corporate & Securities Blog, 25 février 2021