

Cryptoactifs et Droit des Valeurs Mobilières : Un Bouleversement au Québec

Sommaire

Une décision récente du Tribunal Administratif des Marchés Financiers (« TAMF » ou « Tribunal ») vient réexaminer la qualification juridique des cryptoactifs dans le droit des valeurs mobilières¹.

Dans ce dossier, l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») cherchait à obtenir des ordonnances d'interdictions et des ordonnances de blocage à l'encontre des intimés. Les intimés agissaient principalement comme influenceurs financiers sur les réseaux sociaux en lien avec les cryptomonnaies. Principalement, l'AMF alléguait que ces « Finfluenceurs » avaient violé la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec (« LVM ») en mettant en place un stratagème de manipulation connu sous le nom de « pump and dump » de cryptoactifs.

Le Tribunal accordera seulement deux des interdictions demandées par l'AMF en lien avec des agissements de courtage sans être inscrit. Mais plus significatif, le Tribunal est venu réexaminer le droit applicable aux mesures conservatoires et aux cryptoactifs, notamment quant à leur qualification à titre de contrat d'investissement assujettis à la législation en valeurs mobilières :

- **Cryptoactif et contrat d'investissement** : Un investisseur qui transige des cryptoactifs ne conclut pas un contrat d'investissement et leur « manipulation » ne peut constituer une infraction à la LVM puisque ces actifs ne sont pas des valeurs mobilières;
- **Réseaux Sociaux** : Offrir au public des abonnements à des groupes sur les réseaux sociaux où sont discutés les cryptoactifs et où sont donnés des signaux d'achat-vente n'est pas un contrat d'investissement;

¹ *Autorité des Marchés Financiers c. Gagnon et al.*, 2024-033-002, 22 août 2025.



- **Fardeau de Preuve** : hormis certaines exceptions, le fardeau de preuve applicable en lien avec les demandes en mesures conservatoires requiert une preuve probante et prépondérante et non une preuve *prima facie*.

Ces conclusions rendaient dès lors inapplicables les dispositions et infractions prévues à la LVM. Autrement dit, s'il n'existe pas de contrat d'investissement, il n'y a pas de valeur mobilière et la *Loi sur les valeurs mobilières* ne trouve pas application.

Ces trois conclusions constituent un réexamen et un changement majeur en droit des valeurs mobilières. Le Tribunal a notamment choisi de suivre la voie tracée par la jurisprudence américaine récente dans l'affaire Ripple². Cette décision distingue le cas de vente de cryptoactif par les promoteurs qui peut se qualifier de contrat d'investissement, des ventes faites par des investisseurs sur des plateformes d'échanges décentralisées, qui ne se qualifient pas de contrat d'investissement.

² *Securities and Exchange Commission c. Ripple Labs inc., Bradlye Garlinghouse and Christian A. Larsen*, 2023 US Dist. LEXIS 120486 (SDNY July 13, 2023 (United States District Court – Southern District of New York)).

Analyse détaillée

1. Fardeau de preuve

Le Tribunal fait une distinction importante quant au fardeau de preuve.

Il souligne notamment l'importance d'appliquer le bon fardeau de preuve au regard des ordonnances de blocage recherchées par l'AMF au stade de mesures conservatoires, en attendant le résultat d'une enquête par le régulateur. Le Tribunal souligne qu'un blocage total des actifs d'une personne humaine est une mesure drastique qui a pour effet immédiat de l'empêcher de dépenser le moindre sou pour subvenir à ses besoins essentiels. Cela place cette personne en situation de difficulté financière extrême en plus de voir sa capacité de retenir un avocat pour assurer sa défense sévèrement restreinte.

. Audience ex parte

L'article 115.1 de la *Loi sur l'encadrement du secteur financier* (« LESF ») prévoit un cas d'exception pour le Tribunal quant au fardeau de preuve :

Toutefois, une décision affectant défavorablement les droits d'une personne peut être rendue sans audition préalable, dans un contexte d'urgence ou en vue d'éviter qu'un préjudice irréparable ne soit causé.

Le juge souligne que dans un tel contexte, le fardeau de preuve applicable est « une preuve probante de manquement apparent ». Ce fardeau est généralement appelé un fardeau « *prima facie* ». Toutefois, le contexte applicable est celui d'une audition *ex parte* (en l'absence d'une partie) ou, à tout le moins, où un contexte et une preuve d'urgence ou de préjudice irréparable est présenté par l'AMF.

Comme le dossier n'était pas *ex parte* et que ni l'urgence ni le préjudice irréparable n'ont été allégués ou supportés par une preuve probante de l'AMF, le fardeau de preuve *prima facie* était inapplicable.

. Autres situations

En dehors du cas spécifique prévu à l'article 115.1 LESF, le fardeau de preuve ordinaire, celui d'une preuve probante et prépondérante, est toujours applicable.

C'est donc ce fardeau de preuve que devait rencontrer l'AMF dans la présente affaire.

2. Contrat d'investissement



L'ensemble des infractions alléguées par l'AMF dans la présente affaire se rattachait essentiellement à la notion que les cryptoactifs en jeu étaient des contrats d'investissement au sens de la LVM et étaient donc assujettis à la réglementation en valeurs mobilières et ses remèdes.

Le Tribunal a rappelé que les critères du contrat d'investissement sont les suivants :

- Un contrat par lequel une personne s'engage ;
- Dans l'espérance de bénéfice qu'on lui fait entrevoir ;
- À participer au risque d'une affaire ;
- Par la voie d'un apport ou d'un prêt quelconque ;
- Sans posséder les connaissances requises pour la marche de l'affaire
ou
Sans obtenir le droit de participer directement aux décisions concernant la marche de l'affaire.

Le Tribunal souligne également que le terme « cryptoactif » n'est pas défini comme valeur mobilière à la LVM. Par conséquent, l'achat, la vente ou la promotion d'un cryptoactif ne sont pas réglementés par la LVM à moins que ce cryptoactif ne rencontre tous les critères du contrat d'investissement.

3. Infractions alléguées

Les infractions alléguées dans cette affaire se présentent sous trois formes :

1. Négocier des cryptoactifs au bénéfice de tiers investisseurs;
2. Offrir des abonnements à des groupes privés sur des médias sociaux pour recevoir des signaux d'achat-vente de cryptoactifs;
3. Manipuler le marché des cryptoactifs (« pump and dump »).

Le Tribunal a conclu que seule la 1^{ère} infraction a été prouvée et a rejeté les deux autres.

. Négocier des cryptoactifs au bénéfice d'un tiers investisseur

Au stade préliminaire des ordonnances de blocage, la décision conclut que le fait de négocier des cryptoactifs au bénéfice d'un investisseur contre rémunération rencontre les critères d'un contrat d'investissement.

Le fait pour les Finfluenceurs d'avoir offert un tel service, sans être inscrit auprès de l'AMF, constituait donc une infraction apparente à la LVM.

• **Offrir des abonnements à des groupes privés sur des médias sociaux pour recevoir des signaux d'achat-vente de cryptoactifs**

La décision conclut qu'offrir un abonnement à des groupes sur des réseaux, contre rémunération ou non, ne constitue pas un contrat d'investissement.

Les membres de ces groupes avaient le droit de participer directement aux décisions concernant la marche de l'affaire, car ils avaient manifestement le droit de suivre ou de ne pas suivre les recommandations d'achat et de vente de cryptoactifs.

Le Tribunal souligne aussi qu'il n'y a pas de preuve à l'effet que les membres des groupes n'avaient pas les connaissances requises pour la marche de l'affaire. Au contraire, les frais d'adhésion relativement élevés et les objectifs affichés des groupes, à savoir de publier des signaux d'achat-vente de cryptoactifs, sont susceptibles d'attirer des investisseurs ayant un niveau de sophistication et de connaissances élevé du monde des cryptoactifs et de celui des actions.

Dans le cas où aucun frais d'adhésion n'est exigé, le critère d'apport est tout simplement absent et il ne peut exister de contrat d'investissement.

Plus largement, le Tribunal souligne que de qualifier de contrat d'investissement les abonnements à des publications financières, souvent par des experts financiers non inscrits, priverait les investisseurs d'une source importante d'information.

• **Manipulation du marché de cryptoactifs (pump and dump)**

La décision conclut que les Finfluenceurs n'ont pas commis d'infraction à la LVM en lien avec la manipulation, des opérations de promotion et de déstaging (« pump and dump »), du marché des cryptoactifs. Cette conclusion s'impose parce que les transactions et les cryptoactifs visés ne se qualifient pas de contrat d'investissement.

Le juge note tout d'abord que le mot « cryptoactif » n'est pas prévu à la LVM. La LVM ne saurait s'appliquer à un cryptoactif que s'il se qualifie aux critères de « contrat d'investissement ».

Si l'achat d'un cryptoactif se fait auprès de ses promoteurs, il pourrait potentiellement exister un contrat d'investissement car l'acheteur pourrait alors tenter de participer à l'entreprise ou l'affaire sous-jacente en y contribuant un apport de fonds. Il faudra toutefois rencontrer tous les autres critères d'un contrat d'investissement.

Inversement, il ne peut exister de contrat d'investissement lorsqu'une personne achète ce même cryptoactif d'un autre détenteur de cryptoactif car l'apport ne va alors pas à financer l'entreprise ou l'affaire sous-jacente.

Lorsque des investisseurs, à des fins essentiellement spéculatives, achètent des cryptoactifs par l'entremise de plateformes de négociation décentralisées (« DEX »), l'argent payé n'est pas versé aux promoteurs pour financer l'affaire sous-jacente. L'argent est versé à d'autres détenteurs de jetons qui ont tout simplement décidé de les vendre. Il s'agit alors non pas de contrat d'investissement, mais de simples achats/ventes à des fins essentiellement spéculatives.

En ce sens, la nature d'un cryptoactif et sa potentielle qualification comme contrat d'investissement peut varier en fonction de la réalité économique entourant chaque transaction.

4. Inspiration américaine et recommandations au Législateur

Le juge souligne plusieurs développements légaux du côté américain qui instruisent sa décision. Il rappelle que le droit des valeurs mobilières et de la notion de contrat d'investissement découle du droit américain³.

Le juge souligne l'évolution rapide de la législation et de la jurisprudence en matière de cryptoactifs :

- Le *GENIUS Act* dont l'objectif est de permettre et de réglementer les activités entourant l'usage de cryptoactifs de type « stablecoin »;
- La décision *Ripple*, qui distingue l'existence d'un contrat d'investissement entre la situation d'un apport aux promoteurs d'un cryptoactif dans le but de financer une affaire sous-jacente. Et lorsque des personnes achètent des cryptoactifs d'autres investisseurs, via des DEX. Ces transactions, qualifiées de « programmatic sales », sont impersonnelles et ne se rattachent pas à une transaction effectuée avec un promoteur du cryptoactif. Un contrat d'investissement peut exister dans le cas d'une transaction directe avec un promoteur, mais ne peut exister dans le cas des « programmatic sales ».

³ *SEC v. W. J. Howey Co.*, Cour suprême des États-Unis d'Amérique, 328 U.S. 293 (1946) repris essentiellement par la Cour suprême du Canada dans *Pacific Coast Coin Exchange c. Ontario Securities Commission*, 1977 CanLII 37 (SCC), (1978) 2 SCR 112 et par le législateur du Québec dans la définition du « contrat d'investissement » qui est contenue au deuxième paragraphe de l'article 1 de la *Loi sur les valeurs mobilières*.



Le Tribunal souligne qu'il se doit de faire preuve de prudence afin d'éviter d'inopinément bloquer l'évolution du secteur financier et commercial en lien avec les cryptoactifs. Il faut notamment permettre au Législateur, au regard de cette évolution, de prendre les décisions qu'il jugera appropriées pour favoriser le maintien de la compétitivité et de l'intégrité de la Place financière tout en protégeant comme il se doit le public investisseur.

5. Ordonnances

Vu la violation en lien avec l'activité de négociation de cryptoactifs au bénéfice de tiers, les interdictions suivantes ont été émises :

- Interdire aux intimés d'exercer toute activité en vue d'effectuer, directement ou indirectement, une opération sur un contrat d'investissement.
- Interdire aux intimés d'exercer l'activité de conseiller ou d'agir à titre de gestionnaire de fonds d'investissement.

Il faut toutefois lire ces interdictions à la lumière des enseignements du Tribunal.

Comme le Tribunal a conclu qu'un cryptoactif ne se qualifiait pas de contrat d'investissement lorsqu'il était acheté et vendu entre investisseurs, ce type de transaction demeure permis.

Les activités sur les réseaux sociaux, comme l'offre d'abonnement à des groupes de discussion sur les cryptoactifs, demeurent également permises.

La négociation au bénéfice de tiers investisseurs, sans être dûment inscrit, serait quant à elle interdite par les interdictions ci-dessus.

Il faut aussi souligner que le Tribunal n'a accordé aucune des ordonnances de blocage qui étaient recherchés par l'AMF, considérant notamment que la majorité des infractions alléguées n'ont pas été prouvées. Aussi, l'AMF n'avait pas allégué que des investisseurs avaient perdu de l'argent ni présenté de preuve probante à l'effet que les intimés poursuivaient toujours des activités illégales ou qu'ils étaient en possession de sommes appartenant à des investisseurs.

6. Et maintenant?

La Décision du TAMF change radicalement le paysage légal pour l'analyse des cryptomonnaies et des valeurs mobilières au Québec. Comme le régime des valeurs



mobilières est uniformisé entre les provinces, ses conclusions peuvent également avoir un impact dans l'ensemble du Canada.

Cette décision aura vraisemblablement un impact significatif au Québec et au Canada dans le domaine des cryptomonnaies et des valeurs mobilières. Les régulateurs des autres provinces auront intérêt à suivre de près cette décision et ses développements.

L'AMF pourrait chercher à porter en appel cette décision pour en renverser le résultat. Trois niveaux d'appel sont possibles : la Cour du Québec, la Cour d'appel du Québec et ultimement la Cour suprême du Canada. Quant à cette dernière, les conclusions de la décision pourraient avoir une portée d'importance nationale, justifiant leur audition d'un tel appel en Cour suprême, mais il est trop tôt pour en juger. Les appels de cette décision pourraient donc s'étirer sur plusieurs années avant de voir un résultat final et définitif. Dans l'intervalle, l'ensemble du marché des cryptomonnaies Canadien serait maintenue dans des limbes juridiques, en attente d'une confirmation ou d'un renversement. Une situation bien fâcheuse considérant l'imprévisibilité que cela engendrerait et l'importance économique du marché des cryptoactifs.

Il est envisageable que plusieurs dossiers en cours et à venir devant les tribunaux financiers soient influencés par cette décision. Il serait même envisageable que des personnes visées dans des dossiers réglés antérieurement cherchent à rouvrir leur dossier sur la base de cette décision.

Il est également envisageable que le Législateur Québécois et ceux des autres provinces cherchent plutôt à corriger les lacunes soulevées par le Tribunal et modifient la *Loi sur les valeurs mobilières* et ses équivalents dans les autres provinces. Notamment pour suivre l'évolution présente aux États-Unis, laquelle est plus favorable au marché des cryptoactifs, et qui donne à cette économie une longueur d'avance sur le marché canadien.

Il est important également de noter, pour les influenceurs financiers du Québec que cette décision contredit les publications émises par l'AMF à leur endroit. [Voir](#)



[notamment cette publication récente de l'AMF⁴](#). Il serait judicieux pour les influenceurs de réviser leurs obligations à la lecture de cette décision.

Les points de vue et opinions exprimés dans cet article sont fournis à titre informatif uniquement et ne constituent pas un avis juridique. Les lecteurs sont invités à consulter un professionnel du droit qualifié pour obtenir des conseils adaptés à leur situation particulière.

Rédigé par:

Me Martin Bédard

Me Barry Landy

Me Francis Donovan

Spiegel Ryan LLP

⁴ Autorité des Marchés Financiers, « Finfluenceurs : maîtrisez les règles du jeu! », <https://lautorite.qc.ca/professionnels/finfluenceurs>.