

Experts Crypto

Bulletin d'information juillet 2025



OG Pierre Rochard

[@BitcoinPierre](#)

"The problem isn't that we have too many treasury companies, the problem is we have too few"

Table des matières

Avant de commencer ce bulletin d'information	3
Introduction	5
Bitcoin au bilan : la naissance d'une frontière corporative risquée	6
Bitcoin au bilan : une nouvelle frontière pour les entreprises	7
La méthode Saylor : un pari structuré sur la rareté	7
De la réserve de valeur au capital numérique	8
Le poids du contexte macroéconomique.....	9
Une décision radicale mais logique	9
Les Bitcoin Treasury Companies	11
Panorama des acteurs	11
Les entreprises publiques : vitrines de l'adoption.....	12
Les entreprises privées : des acteurs plus opaques mais influents	13
Les mécanismes financiers en jeu	14
Analyse des bilans et valorisation	15
Le ratio BTC / actifs : mesurer l'exposition réelle	15
Le mNAV : une clé pour comprendre la valorisation	16
Une valorisation hybride : ni tout à fait entreprise, ni tout à fait fonds	17
Quelles sont les véritables implications ?.....	18
Les zones de panique : quand la structure craque	18
Le paradigme du carry trade.....	18
Risques internes	20
Risques macroéconomiques	22
Une passerelle entre deux mondes	23
IMPLICATIONS SYSTÉMIQUES	23
Implications pour le Bitcoin Lui-Même	24
Implications pour la Finance d'Entreprise.....	25
Implications pour les Marchés Financiers.....	26
Conclusion : Capital Numérique ou Illusion Numérique ?	28
BONUS : la stratégie Saylor	31
Vue d'Ensemble Complète de la Structure du Capital de Strategy (anciennement MicroStrategy)	31
Structure Actuelle du Capital	33
Remarques de synthèse :.....	34
Source et aller plus loin :	35

Avant de commencer ce bulletin d'information

Je me permets d'adresser une inquiétude par rapport à une éventuelle centralisation de Bitcoin, Pierre Rochard rappelle que son architecture repose sur des règles de consensus ouvertes et vérifiables par tous donc incontrôlable par une seule entité :

« Le design de Bitcoin est intrinsèquement décentralisé, grâce à son mécanisme de preuve de travail et à son réseau mondialement distribué d'opérateurs de nœuds. Peu importe l'ampleur des avoirs en BTC d'un individu, il lui est impossible de modifier unilatéralement les règles de consensus ou de contraindre les mineurs et opérateurs de nœuds à accepter des changements au protocole. Cette architecture fondée sur des règles signifie que la sécurité du système repose sur un protocole transparent et open source, que chacun est libre d'inspecter et d'exécuter. Que ce soit un grand défenseur ou un important détenteur, une entité est soumise aux mêmes processus de validation et de consensus que tous les autres utilisateurs.

S'il est vrai qu'une personnalité comme [Michael Saylor](#) peut attirer l'attention et amener davantage de capitaux sur le marché, la proposition de valeur de Bitcoin ne repose pas sur un seul porte-parole. Elle découle plutôt de propriétés fondamentales telles qu'un calendrier d'émission prévisible, une accessibilité mondiale, une sécurité cryptographique et une communauté robuste d'opérateurs de nœuds décentralisés. Ni l'accumulation massive ni une tentative de "pumping" agressif ne peuvent outrepasser le traitement neutre des transactions par le réseau, ni augmenter l'offre de Bitcoin au-delà des règles de consensus. Le résultat est un système monétaire qui ne dépend pas de la confiance envers une personne ou une institution, mais du code et des mises à jour validées par les pairs.

Les critiques affirmant que de tels comportements pourraient "nuire à l'écosystème" négligent la résilience démontrée par Bitcoin. Au fil des années, Bitcoin a résisté à l'effondrement de grandes plateformes d'échange, à une forte volatilité des marchés et à des désaccords sur le protocole, tout en restant en ligne sans jamais connaître d'interruption. La distribution de la détention est également plus large que ne le laissent entendre les gros titres, avec des millions d'adresses dans le monde, la plupart ne contenant que de petits soldes. » Il rappelle que : « La détention seule ne confère aucun pouvoir sur les règles de consensus, et la possibilité pour le public de conserver ses jetons en autonomie lui permet de se soustraire à tout intermédiaire ou entité exploitant un effet de levier.

L'idée de créer un "meilleur Bitcoin" en [forkant](#) le code ou en inventant une nouvelle cryptomonnaie est théoriquement possible, mais pratiquement difficile. Bitcoin occupe une place unique en tant que première monnaie numérique décentralisée fonctionnelle, renforcée par ses effets de réseau, sa liquidité mondiale et sa longue histoire de fonctionnement sécurisé. Les projets concurrents, notamment ceux qui modifient des éléments fondamentaux comme le passage à la preuve d'enjeu, introduisent de nouvelles vulnérabilités comme les attaques à longue portée ou la dépendance envers de gros détenteurs de jetons. En parallèle, reproduire la communauté mondiale de mineurs, d'opérateurs de nœuds, de développeurs, de portefeuilles, d'échanges et d'infrastructures de Bitcoin s'est révélé extrêmement difficile pour les imitateurs.

Toute analyse critique ne fait que renforcer l'éthique de la vérification indépendante au cœur de Bitcoin. La maxime "pas vos clés, pas vos bitcoins" a conduit les utilisateurs à réduire leur dépendance vis-à-vis des plateformes centralisées et des services de garde, nourrissant une culture solide autour des portefeuilles matériels, de l'exploitation de nœuds et des bonnes pratiques de gestion des clés privées. Loin de fragiliser l'écosystème, les controverses médiatisées rappellent que la véritable force de Bitcoin réside dans son réseau ouvert et sans permission, et non dans la crédibilité ou le levier d'un seul acteur.

Ainsi, la résilience et la décentralisation de Bitcoin reposent sur le principe que chacun peut participer et vérifier le registre selon des règles open source. Le code et la communauté mondiale qui le font respecter perdurent. Les propriétés fondamentales du protocole — sécurité, absence de permission, vérifiabilité universelle — garantissent que la promesse essentielle de Bitcoin demeure intacte. »

Introduction

Chaque cohorte de Bitcoiners a eu ses propres points d'entrée, façonnés par les besoins qui les ont attirés vers cette technologie.

Au début, ce furent les [cypherpunks](#) qui voyaient dans Bitcoin un contrepoids face à un gouvernement tout-puissant à l'ère numérique. Puis vinrent les libertariens, les crypto-anarchistes, les monétaristes, les passionnés de technologie, les traders en quête d'alpha, et ceux qui fuyaient la saisie gouvernementale.

La communauté des développeurs des débuts s'est concentrée sur la construction même du protocole. Une fois le réseau lancé, des éducateurs comme [Andreas Antonopoulos](#) ont émergé.

Cette époque a marqué l'essor de ce qui est devenu « Bitcoin Twitter » et bientôt « [Bitcoin NOSTR](#) » : un réseau dynamique et communautaire rassemblant des pionniers, des éducateurs, des développeurs, des entrepreneurs et des défenseurs.

Dans le même temps, des entreprises Bitcoin apparaissaient, surtout centrées sur la construction de l'écosystème : logiciels (portefeuilles), matériel (minage), infrastructures (bourses). À l'époque, Bitcoin était surtout pensé comme système de paiement, et le [Lightning Network](#), en tant que solution de deuxième couche, a contribué à faire avancer cette vision.

Dès 2017, une nouvelle vague d'entreprises et d'adoption a eu lieu notamment avec Ethereum et Binance. Une vague dont nous avons fait partie en créant le club. Ensuite, en août 2020, [Microstrategy](#) devient la première entreprise cotée publiquement à acheter du bitcoin. Rapidement, des acteurs de la finance traditionnelle ont commencé à entrer dans l'espace, en particulier des traders d'obligations et d'autres investisseurs possédant une compréhension approfondie du système fiduciaire.

Beaucoup en ont reconnu les failles structurelles et ont vu en Bitcoin une solution potentielle, tandis que d'autres étaient simplement à la recherche d'un "bon trade". Certains sont devenus des maximalistes Bitcoin ; d'autres sont entrés par Bitcoin mais se sont finalement tournés vers l'univers plus large des cryptoactifs.

Cette évolution communautaire nous a désormais conduits à une nouvelle phase : l'adoption de Bitcoin par les entreprises.

Bitcoin au bilan : la naissance d'une frontière corporative risquée

Aujourd'hui, une nouvelle étape s'ouvre : celle de l'adoption institutionnelle et corporative. Si ces nouveaux venus semblent parfois éloignés de l'éthique cypherpunk ou de l'esprit libertarien qui ont marqué les débuts, ils répondent à une réalité économique plus large. Dans un monde où la monnaie fiduciaire a été supplantée par d'immenses classes d'actifs servant de réserve de valeur — immobilier, obligations, actions, art — Bitcoin se présente comme une alternative monétaire robuste et durable.



Ce mouvement ne vise pas à réinventer du jour au lendemain le système financier, mais à l'exposer progressivement à un actif ouvert, décentralisé et sans permission. Peu à peu, les produits financiers traditionnels s'intégreront à Bitcoin, renforçant leurs structures existantes, et préparant le terrain à ce que l'on peut considérer comme la trajectoire naturelle de Bitcoin : devenir un standard monétaire international.

Bitcoin au bilan : une nouvelle frontière pour les entreprises

Au cours des cinq dernières années, une rupture fondamentale s'est produite : Bitcoin est sorti de la sphère des particuliers pour entrer dans les bilans d'entreprises cotées en bourse. Ce basculement a donné naissance à ce que l'on appelle aujourd'hui les **Bitcoin Treasury Companies**.

Ce mouvement n'est pas anodin. Historiquement, la trésorerie d'une entreprise se doit d'être gérée avec une prudence extrême. Les liquidités, placées sur des comptes bancaires ou en obligations d'État à court terme, ont pour mission de garantir la survie opérationnelle de la société. Une trésorerie bien gérée doit être **sûre, liquide et stable**. Or, Bitcoin est volatil, il ne génère pas de rendement et son statut réglementaire reste flou dans de nombreux pays. Alors pourquoi certaines entreprises ont-elles choisi de bouleverser cette habitude financière ?

La réponse se trouve dans une double transformation : d'un côté, la **crise de confiance envers la monnaie fiduciaire**, minée par l'inflation et les politiques monétaires expansionnistes ; de l'autre, la **montée en puissance de Bitcoin** comme actif rare, incorruptible et mondialisé. C'est à la croisée de ces deux dynamiques qu'apparaît la stratégie de trésorerie en Bitcoin.

La méthode Saylor : un pari structuré sur la rareté

Pour comprendre ce phénomène, il faut revenir à l'exemple fondateur : celui de Michael Saylor et de [MicroStrategy](#), rebaptisée depuis Strategy. Comme l'explique très bien Théo Mogenet dans sa [vidéo « Michael Saylor est-il une menace pour Bitcoin ? »](#), la démarche de Saylor peut se résumer simplement : il a choisi de convertir une grande partie de la trésorerie de son entreprise en Bitcoin, mais surtout, il a utilisé **l'effet de levier** par l'endettement pour amplifier cette exposition.

Dans des termes accessibles, c'est comme si une famille décidait non seulement de placer ses économies dans un terrain rare, mais aussi d'hypothéquer sa maison et d'emprunter pour acheter encore plus de terrains. L'idée est simple : si le prix du terrain monte, la famille sera immensément enrichie. Mais si le prix chute, elle risque de tout perdre.

Saylor a donc transformé une entreprise de logiciels en une véritable **réserve de Bitcoin cotée en bourse**. Cette stratégie a deux faces. D'un côté, elle a donné à Strategy une notoriété mondiale et a inspiré d'autres entreprises. De l'autre, elle a créé une dépendance extrême au prix du Bitcoin, plaçant l'entreprise dans une position de pari permanent sur un actif volatil.



De la réserve de valeur au capital numérique

Pour saisir la logique de ces entreprises, il faut distinguer deux approches :

- La première consiste à voir Bitcoin comme une **réserve de valeur**, comparable à l'or. Dans ce cas, l'entreprise remplace une partie de ses liquidités par du BTC, dans une optique défensive, pour se protéger de l'inflation ou de la dévaluation monétaire. C'est une démarche de couverture.
- La seconde approche, plus audacieuse, consiste à utiliser Bitcoin comme un **capital numérique**. Dans cette logique, l'entreprise ne se contente pas d'acheter du Bitcoin avec ses réserves existantes. Elle emprunte de la monnaie fiduciaire, émet de nouvelles actions ou restructure son bilan pour accumuler agressivement du BTC. Ici, il ne s'agit plus de conserver une réserve, mais de spéculer sur l'appréciation future de l'actif.

Cette distinction est essentielle. Comme le souligne Leon Wankum dans son article « [*From cypherpunks to corporations*](#) », l'adoption de Bitcoin par les entreprises représente un changement de paradigme. Les cypherpunks voyaient en Bitcoin un outil de liberté individuelle. Les entreprises, elles, y voient une opportunité financière et un moyen de se positionner face à un

système fiduciaire fragile. En d'autres termes, Bitcoin est passé d'un **outil de résistance** à un **instrument de gestion stratégique du capital**.



Le poids du contexte macroéconomique

Ce basculement n'aurait pas eu lieu sans un environnement macroéconomique particulier. Depuis la crise du Covid-19, les banques centrales ont multiplié les politiques de taux bas et d'injections massives de liquidités. L'inflation qui a suivi a érodé la valeur réelle des trésoreries en monnaie fiduciaire. Pour les entreprises disposant de liquidités excédentaires, laisser dormir cet argent en banque revenait à subir une perte silencieuse de pouvoir d'achat.

Dans ce contexte, l'idée de déplacer une partie de ces réserves vers un actif rare et programmé, comme Bitcoin, est devenue séduisante. Comme le rappelle [l'article X de @jesmros](#), de nombreuses entreprises se sont engouffrées dans cette brèche à partir de 2020, voyant dans Bitcoin un actif capable de préserver, voire de multiplier, la valeur de leurs bilans.

Une décision radicale mais logique

Pour un observateur extérieur, voir des entreprises mettre des milliards dans un actif aussi volatil que Bitcoin peut sembler irresponsable, voire insensé. Pourtant, en replaçant cette décision dans une perspective

historique, elle apparaît comme une extension logique de stratégies déjà éprouvées.

Pendant des siècles, des familles et des entreprises ont emprunté pour acheter des actifs rares : terres, immeubles, ressources naturelles. Le pari était toujours le même : conserver l'actif assez longtemps pour que la rareté et l'inflation jouent en leur faveur.

Bitcoin ne fait pas exception : sa rareté algorithmique en fait une cible privilégiée pour les stratégies de long terme.

La différence majeure est que Bitcoin est **nativement numérique** et **mondialement liquide**, ce qui permet à ces stratégies de se mettre en place bien plus rapidement que dans le cas des actifs physiques.

Une autre distinction, c'est que Bitcoin ne produit pas de revenus. Il ne verse pas de loyers, n'offre pas de dividendes et ne génère pas de cash-flow. Sa valeur dépend uniquement de la demande.

C'est là toute l'audace et tout le risque des Bitcoin Treasury Companies. En plaçant Bitcoin au cœur de leur bilan, elles ne se contentent pas d'un placement défensif. Elles redessinent les règles de la gestion de trésorerie, transformant une fonction traditionnellement prudente en un instrument spéculatif.



Les Bitcoin Treasury Companies

Des centaines d'entreprises se sont déjà lancées dans l'une des expériences financières les plus audacieuses de l'histoire contemporaine : remplacer une partie de leurs réserves de trésorerie par du Bitcoin.

Ce n'est pas un simple coup marketing. Ces sociétés ont emprunté des milliards de dollars en monnaie fiduciaire pour acheter du Bitcoin. Leur objectif étant de devancer ce qu'elles perçoivent comme la monétisation du premier actif numérique véritablement rare au monde.

Panorama des acteurs

L'écosystème des Bitcoin Treasury Companies n'est pas homogène. On y trouve aussi bien des géants cotés en bourse qui ont transformé leur modèle financier pour s'exposer massivement à Bitcoin, que des entreprises privées plus discrètes, qui utilisent leurs excédents de trésorerie pour en accumuler.

D'après les analyses récentes, les avoirs cumulés dépassent aujourd'hui **1,77 million de bitcoins**, soit plus de **228 milliards de dollars** aux prix actuels. Cette somme représente environ **9 % de l'offre totale de Bitcoin**, ce qui est considérable. Les entreprises publiques en détiennent près des trois quarts, tandis que les entreprises privées comptent pour environ un quart, le reste étant entre les mains de quelques gouvernements. Voici la liste du top 100 des entreprises publiques qui détiennent du bitcoin.

Top 100 Public Bitcoin Treasury Companies

BITCOINTREASURIES.NET			Ticker	Bitcoin
1	Strategy	↑	MSTR	639,835
2	MARA Holdings, Inc.		MARA	52,477
3	XXI		CEP	43,514
4	Bitcoin Standard Treasury Company		CEPO	30,021
5	Metaplanet Inc.	↑	MTPLF	25,555
6	Bullish		BLSH	24,300
7	Riot Platforms, Inc.		RIOT	19,309
8	Trump Media & Technology Group C...		DJT	15,000
9	CleanSpark, Inc.		CLSK	12,703
10	Coinbase Global, Inc.		COIN	11,776
11	Tesla, Inc.		TSLA	11,509
12	Strive	↑	ASST	10,900
13	Hut 8 Mining Corp		HUT	10,667
14	Block, Inc.		XYZ	8,692
15	GD Culture Group		GDC	7,500
16	Galaxy Digital Holdings Ltd		GLXY	6,894
17	Next Technology Holding Inc.		NXTT	5,833
18	KindlyMD, Inc.		NAKA	5,765
19	Cango Inc	↑	CANG	5,567
20	Semler Scientific		SMLR	5,021
21	ProCap BTC	↑	CCCM	4,951
22	GameStop Corp.		GME	4,710
23	Empery Digital (Volcon, Inc.)		EMPD	4,081
24	Gemini Space Station Inc		GEMI	4,002
25	Boya Interactive International Limi...		O434	3,925
26	Bitcoin Group SE		ADE	3,605
27	Sequans Communications S.A.		SQNS	3,205
28	Capital B	↑	ALCPB	2,800
29	The Smarter Web Company PLC	↑	SWC	2,525
30	American Bitcoin Corp		ABTC	2,443
31	Microcloud Hologram		HOLO	2,353
32	HIVE Digital Technologies		HIVE	2,201
33	Exodus Movement, Inc		EXOD	2,116
34	Bitdeer Technologies Group	↑	BTDR	1,966
35	BITFUFU		FUFU	1,899
36	NEXON Co., Ltd.		3659	1,717
37	Core Scientific		CORZ	1,612
38	Canaan Inc.		CAN	1,547
39	Fold Holdings Inc.		FLD	1,492
40	Cipher Mining		CIFR	1,414
41	Remixpoint	↑	3825	1,350
42	Bitfarms Ltd.		BITF	1,166
43	Satsuma Technology		SATS	1,149
44	Treasury	↑	\$TRSR	1,111
45	Anap Holdings Inc.		3189	1,048
46	H100 Group		H100	1,046
47	KULR Technology Group		KULR	1,021
48	DDC Enterprise Limited		DDC	1,008
49	Nano Labs		NA	1,000
50	USBC, Inc.		USBC	1,000
51	Ming Shing Group		MSW	833
52	AirNet Technology Inc		ANTE	819
53	SOS Limited		SOS	803
54	Bitcoin Treasury Corp		BTCT	771
55	Figma Inc		FIG	767
56	Aker ASA		AKER	754
57	Méliuz		CASH3	605
58	MercadoLibre, Inc.		MELI	570
59	bitmax		377030	551
60	Alliance Resource Partners, L.P.		ARLP	541
61	Samara Asset Group		SRAG	525
62	Convano Inc		6574	520
63	Phoenix Group PLC		PHX	514
64	Jasmine International PCL		JAS	506
65	DigitalX		DCC	502
66	CIMG Inc		IMG	500
67	Bit Digital, Inc.		BTBT	418
68	Virtu Financial, Inc.		VIRT	410
69	Neptune Digital Assets		NDA	401
70	3U Holding AG		UUU	363
71	Net Holding A.S.		NTHOL	352
72	DMG Blockchain Solutions Inc.		DMGI	341
73	Consensus Mining & Seigniorage ...		CMSG	334
74	LM Funding America		LMFA	311
75	POP Culture Group Co., Ltd.		CPOP	300
76	The9 Limited		NCTY	285
77	Phoenix Digital Assets		PNIX	247
78	Advanced Bitcoin Technologies AG		ABT	242
79	LQWD Technologies Corp.		LQWD	239
80	Coinshares International Limited		CS	236
81	Prenetics		PRE	228
82	WEMADE		112040	223
83	Rumble Inc.		RUM	211
84	DeFi Technologies		DEFI	204
85	Genius Group		GNS	200
86	BitMine		BMNR	192
87	Bitcoin Treasury Capital		BTCT	187
88	CoinSilium		COIN	182
89	FRMO Corp.		FRMO	159
90	Sixty-Six Capital Inc		SIX	145
91	K33 AB	↑	K33	141
92	Banxa Holdings Inc.		BNXAF	136
93	Vaultz Capital		V3TC	135
94	Horizon Kinetics Holding Corp		HKHC	131
95	Neowiz holdings		042420	123
96	The Brooker Group		BTC	122
97	BIGG Digital Assets Inc.		BIGG	100
98	B HDL	↑	HODL	100
99	Bitcoin Depot		BTM	100
100	Vanadi Coffee, SA		VANA	100
Total of top 100				1,035,982
Total of all public companies				1,037,828

Les entreprises publiques : vitrines de l'adoption

Strategy (ex-MicroStrategy)

Impossible de parler des Bitcoin Treasury Companies sans évoquer Strategy, la société dirigée par Michael Saylor. Avec plus de **628 000 BTC** détenus à l'été 2025, elle concentre à elle seule plus de 3 % de l'offre totale de Bitcoin.

Twenty One

Autre acteur marquant, [Twenty One](#) est une société née directement avec une logique "Bitcoin-native". Récemment introduite en bourse via une [opération de SPAC](#), elle détient environ 37 000 BTC. Contrairement à Strategy, qui est une entreprise traditionnelle reconvertie, Twenty One a été conçue dès le départ comme un véhicule d'accumulation de Bitcoin.

Son modèle repose sur une promesse simple : maximiser le nombre de bitcoins détenus par action en circulation. En d'autres termes, les investisseurs n'achètent pas Twenty One pour ses produits ou ses revenus, mais uniquement pour son exposition au Bitcoin.

Metaplanet (Japon)

Cotée au Japon, [cette entreprise](#) initialement spécialisée dans le Web3 et le métavers détient déjà plus de 17 000 BTC et ambitionne d'en accumuler 21 000 d'ici 2026, soit 1 % de l'offre totale.

Pour financer ses achats, Metaplanet a levé l'équivalent de 55 milliards de yens. Cela en fait le plus grand détenteur corporatif de Bitcoin en Asie, preuve que la stratégie n'est pas limitée aux États-Unis ou à l'Europe.

Capital B

Anciennement The Blockchain Group, c'est une société cotée française qui s'est spécialisée depuis 2024 dans une stratégie unique de trésorerie Bitcoin, consistant à accumuler des BTC dans son bilan (2800 BTC actuellement) afin de les adosser directement à ses actions. Elle ambitionne de devenir la première « Bitcoin Company » européenne, offrant aux investisseurs une exposition institutionnelle et régulée au bitcoin.

Tesla

Tesla a été l'une des premières entreprises emblématiques à investir dans Bitcoin en 2021. À l'époque, l'annonce avait eu un retentissement mondial, légitimant l'actif aux yeux du grand public. Mais rapidement, Tesla a revendu une partie importante de ses avoirs, conservant aujourd'hui environ 11 500 BTC.

Coinbase et les sociétés de minage

Des acteurs comme Coinbase ou les sociétés de minage (Hut 8, Hive Blockchain, Riot Platforms, Marathon) détiennent également du Bitcoin, mais leur stratégie est différente. Ces bitcoins ne proviennent pas d'une

décision de trésorerie, mais de leur activité opérationnelle : frais de transaction pour Coinbase, récompenses de minage pour les autres.

Leur exposition est donc plus passive, et reflète surtout la rentabilité de leur modèle économique.

Les entreprises privées : des acteurs plus opaques mais influents

Parmi les entreprises privées, trois noms ressortent particulièrement.

Tether

Émetteur du stablecoin USDT, [Tether](#) détient plus de 100 000 BTC. Contrairement aux sociétés cotées, Tether n'a pas à publier ses comptes avec autant de transparence, ce qui rend sa stratégie plus opaque. Mais selon les informations disponibles, ces achats sont financés par les excédents opérationnels générés par son activité de stablecoin.

Il s'agit d'un cas unique : une entreprise privée capable de transformer son **seigneuriage monétaire** (les profits liés à l'émission d'USDT) en une réserve massive de Bitcoin. Cela lui donne une influence considérable sur le marché, tout en posant des questions de gouvernance et de stabilité systémique.

Block.one

Autre acteur discret mais majeur, [Block.one](#) aurait accumulé environ 164 000 BTC lors de son ICO pour le projet EOS. Bien que sa stratégie soit moins claire que celle de Strategy ou de Tether, ce stock colossal en fait un des plus grands détenteurs privés de Bitcoin.

TOBAM

C'est une [société française de gestion indépendante](#), détenue majoritairement par ses employés, un conglomérat de chercheurs et mathématiciens, et par son fondateur, [Yves Choueifaty](#), avec des participations minoritaires externes (par exemple Amundi). L'un des premiers fonds au monde à se spécialiser autour de Bitcoin.

Autres acteurs privés

D'autres entreprises ou fondations, comme Stone Ridge ou la Tezos Foundation, détiennent également du Bitcoin, parfois pour des raisons idéologiques, parfois comme réserve stratégique. Leur poids est moindre, mais leur diversité montre que l'adoption s'étend à des structures variées : gestionnaires d'actifs, fondations technologiques, sociétés financières.

Les mécanismes financiers en jeu



Lorsqu'on parle de **Bitcoin Treasury Companies (BTC-TCO)**, il ne s'agit pas simplement d'entreprises qui détiennent un peu de Bitcoin, comme elles pourraient détenir de l'or ou des actions. Non, il s'agit d'un modèle plus radical : des sociétés qui font du Bitcoin le **cœur de leur stratégie de trésorerie**, voire le centre de gravité de tout leur bilan.

En d'autres termes, une BTC-TCO n'est pas seulement une entité qui "possède du Bitcoin" : elle réorganise activement ses finances pour maximiser son exposition à cet actif numérique. Certaines vont jusqu'à émettre de nouvelles actions, contracter des dettes ou restructurer leurs capitaux uniquement pour accumuler davantage de BTC.

Concrètement, comment ces entreprises s'y prennent-elles pour accumuler du Bitcoin ?

Elles disposent de plusieurs outils :

- **Émissions d'actions** : en créant de nouvelles actions, une entreprise peut lever des fonds sur les marchés financiers. Ces fonds sont ensuite convertis en Bitcoin. Certes, cela dilue la part des actionnaires existants, mais si le prix du BTC augmente plus vite que la dilution, la valeur par action peut malgré tout croître.
- **Obligations convertibles** : Il s'agit de dettes émises à très faible taux d'intérêt, qui peuvent être converties en actions si le cours de l'action grimpe. Pour l'entreprise, c'est un moyen peu coûteux d'emprunter afin d'acheter du Bitcoin.

- **Prêts traditionnels ou obligations sécurisées** : certaines sociétés choisissent d'hypothéquer une partie de leurs bitcoins déjà acquis pour emprunter davantage et en acheter encore plus. C'est une manière d'utiliser Bitcoin comme collatéral pour démultiplier l'exposition.

Ces mécanismes créent un cercle vertueux tant que le prix de Bitcoin monte. Mais ils deviennent un piège dangereux en cas de chute prolongée du marché. C'est ce qu'illustrent les analyses partagées par [@jesmros dans ses threads](#) : nombre de ces entreprises ont un seuil critique, au-delà duquel leur structure financière vacille, car les coûts de financement dépassent les bénéfices potentiels.

Cela signifie aussi que Bitcoin devient inévitablement exposé aux dynamiques du capitalisme d'entreprise : levier, dilution, arbitrages financiers et risques systémiques.

Analyse des bilans et valorisation

Comprendre les Bitcoin Treasury Companies nécessite de dépasser le simple constat de leurs avoirs en Bitcoin. Pour évaluer leur solidité et leur viabilité, il faut analyser leurs bilans, leurs modes de financement et la manière dont le marché valorise leur exposition à Bitcoin. C'est là que se joue la différence entre une stratégie maîtrisée et une prise de risque inconsidérée.

Le ratio BTC / actifs : mesurer l'exposition réelle

La première mesure simple à observer est le **ratio BTC/actifs**. Autrement dit, quelle proportion du total des actifs d'une entreprise est représentée par ses bitcoins.

Prenons trois exemples contrastés :

- **Strategy** : chez l'ex-MicroStrategy, les bitcoins représentent environ **135 % de ses actifs totaux**. En effet, la valeur de marché des BTC détenus excède largement celle des autres actifs inscrits au bilan. Mais ce ratio exceptionnel s'explique aussi par l'endettement : Strategy a utilisé des obligations et des émissions d'actions pour amplifier son exposition. Son bilan réagit plus que proportionnellement aux variations du Bitcoin. (La méthode Saylor est étudiée en fin de bulletin).
- **Sociétés de minage** : Pour Riot ou Marathon, le BTC représente souvent **50 à 80 % des actifs**. Ces entreprises sont encore plus fragiles, car leurs réserves de trésorerie sont faibles et leurs revenus liés au minage sont volatils. En cas de baisse du prix du Bitcoin, elles peuvent rapidement se retrouver en situation de liquidité critique.

- **Tether** : à l'inverse, le BTC ne représente qu'environ **10 % de ses réserves totales**. Cette exposition reste significative, mais elle est diluée dans une base beaucoup plus large de bons du Trésor américain et d'actifs générant du rendement.

Ce ratio est essentiel, car il révèle la dépendance d'une entreprise au prix du Bitcoin. Plus il est élevé, plus la société devient un placement spéculatif aux yeux des investisseurs.

Le mNAV : une clé pour comprendre la valorisation

Lorsqu'une entreprise émet de nouvelles actions pour acheter du Bitcoin, elle dilue mécaniquement la part de ses actionnaires existants. Mais paradoxalement, cette dilution peut parfois bénéficier aux actionnaires eux-mêmes.

C'est le cas si l'opération est réalisée à un moment où le marché valorise fortement l'entreprise, bien au-dessus de la valeur de ses actifs nets. Chaque dollar levé permet alors d'acheter plus de bitcoin qu'il n'en coûterait autrement. Ce mécanisme n'est pas intuitif, mais il repose sur une dynamique de valorisation particulière : le **mNAV**.

Le mNAV (multiple-to-net asset value) est devenu l'un des indicateurs centraux pour analyser les Bitcoin Treasury Companies. Il mesure la prime que les investisseurs sont prêts à payer pour détenir des actions d'une entreprise par rapport à la valeur réelle de ses actifs.

Prenons un exemple simplifié : une société détient 1 milliard de dollars en bitcoin. Si sa capitalisation boursière est de 2 milliards, cela signifie qu'elle se négocie à un mNAV de 2x. En clair, les investisseurs paient deux dollars en actions pour chaque dollar de bitcoin détenu.

Pourquoi accepteraient-ils de payer une telle prime ? Parce que posséder des actions de cette société leur offre un accès à une opportunité de rendement future. En l'occurrence, s'exposer indirectement au Bitcoin, parfois avec effet de levier, et sans avoir à gérer eux-mêmes la garde, la fiscalité ou la liquidité.

Ce mécanisme crée une opportunité redoutablement efficace pour l'entreprise. Chaque dollar d'action émis permet alors d'acquérir plus d'un dollar de bitcoin. Même si le nombre d'actions augmente, la valeur par action grimpe.

Logiquement, tant que le mNAV reste élevé, les entreprises peuvent quasiment "imprimer de l'argent" : elles échangent des actions survalorisées contre du Bitcoin sous-évalué. C'est ce qui a conduit à une

multiplication récente des nouvelles Bitcoin Treasury Companies cherchant à profiter de cette fenêtre.

Mais cette mécanique est fragile. Si le marché retire sa prime et que le mNAV retombe à 1, l'effet d'aubaine disparaît. Pire, si le mNAV passe sous l'équilibre, les émissions deviennent destructrices de valeur : chaque action émise achète moins de Bitcoin que ce que les investisseurs paient, il est donc évident que les nouveaux entrants seront plus difficiles à séduire.

Une valorisation hybride : ni tout à fait entreprise, ni tout à fait fonds

Au final, les Bitcoin Treasury Companies ne sont plus analysées par les marchés comme des entreprises classiques. Elles sont traitées comme des **produits dérivés du Bitcoin**, avec des niveaux de levier variables.

- Leur action se comporte comme un dérivé du BTC, avec une volatilité amplifiée.
- Leur dette intègre désormais le risque de fluctuation du Bitcoin dans ses [spreads](#). Les créanciers exigent des spreads plus élevés (c'est-à-dire une prime de risque supplémentaire dans le taux d'intérêt) pour compenser la volatilité du Bitcoin.
- Leur capitalisation repose autant sur la valeur de leurs bitcoins que sur la confiance du marché dans leur capacité à maintenir un mNAV élevé.

C'est une mutation profonde : on ne valorise plus ces entreprises sur leurs revenus ou leurs produits, mais sur leur exposition à un actif monétaire rare et spéculatif. Elles deviennent des hybrides, à mi-chemin entre une société cotée et un fonds d'investissement.

Quelles sont les véritables implications ?

Il est important de comprendre que, contrairement à ce que certaines entreprises peuvent laisser entendre dans leur communication, la plupart des Bitcoin Treasury Companies ne font pas simplement de la “gestion prudente de trésorerie”. Elles se lancent dans une **spéculation structurée et assumée**.

Le risque lié à cette stratégie est multidimensionnel. D’un côté, il existe un risque associé à l’approche spécifique de ces entreprises, et de l’autre, des risques plus larges liés au marché. Pour avoir une vision complète des risques, il faut comprendre ces deux facteurs.



Les zones de panique : quand la structure craque

Le paradigme du carry trade

Un modèle intéressant pour comprendre la stratégie de trésorerie en Bitcoin est le **carry trade** — l’arbitrage fondamental de la finance macro globale.

Dans le [monde des changes \(Forex, FX\)](#), le carry est un pari sur les différentiels de taux d’intérêt.

Carry Trade Traditionnel : Un Jeu Risqué Avec Coussin de Rendement

Le carry trade fiat traditionnel consiste à emprunter une devise à faible rendement (ex. : le yen japonais), la convertir en une devise à rendement plus élevé (ex. : le dollar US), et investir le produit pour capturer l’écart de taux d’intérêt.

Caractéristiques clés :

- **Carry positif** : vous touchez le différentiel de rendement tant que les taux de change ne se retournent pas contre vous.
- **Optionnalité de couverture** : vous pouvez couvrir le risque de change (via [des contrats à terme](#)). Une entreprise n'est pas obligée, mais elle a la possibilité d'utiliser des contrats à terme pour **bloquer un prix futur** et se protéger des fluctuations du marché (taux de change, prix du Bitcoin, etc.).
- **Sensibilité macro** : les carry trade s'effondrent lorsque la volatilité explose ou que les banques centrales changent brusquement de cap.

Dans une configuration classique, vous êtes payé pour attendre — tant que la liquidité reste abondante et que la politique reste prévisible.

En revanche, l'approche de trésorerie Bitcoin repose sur une mécanique très différente : les organisations empruntent en fiat (via obligations, prêts ou émissions d'actions) pour acheter du Bitcoin — un actif non productif de rendement, volatil — et attendent l'appréciation des prix. Contrairement au carry trade FX, il n'y a ni coussin de rendement, ni carry neutre, ni amortisseur de risque.

C'est un **carry négatif**, entièrement dépendant des gains en capital. Économiquement, cela ressemble moins à du carry traditionnel et davantage à :

- Du capital-risque longue durée avec volatilité mark-to-market (la valeur bouge tout le temps, et ces mouvements apparaissent directement dans la valorisation comptable ce qui expose l'investisseur à de fortes fluctuations de valeur au jour le jour ;
- Ou bien à un pari macro spéculatif sur la dépréciation monétaire, la prime de rareté, et l'adoption plus large des actifs numériques.

Pourquoi le carry BTC est si dangereux

Quand un carry trade FX traditionnel se retourne, le spread s'inverse et vous subissez des pertes de change, mais les banques centrales, les facilités de liquidité et les marchés à terme amortissent souvent le choc.

En revanche, quand le "carry" Bitcoin se brise, la mécanique se retourne immédiatement contre vous :

- Votre coût du capital augmente ;
- Le BTC stagne ou baisse ;
- Votre action dévisse, rendant toute levée de fonds par actions fortement dilutive ;
- Les fenêtres de refinancement de la dette se ferment ;

- Et, pire que tout, vendre des réserves BTC de base équivaut quasiment à signaler un échec.

Ici, **pas de prêteur en dernier ressort** — pas de disjoncteur, pas de facilité de refinancement — le risque est binaire et [réflexif](#).

Le problème n'est pas seulement que le Bitcoin ne génère pas de rendement, mais qu'il exige une conviction inébranlable face à une extrême volatilité, sans aucun revenu pour amortir la baisse. C'est précisément pourquoi la plupart des stratégies de trésorerie Bitcoin ont peu de chances de résister à un cycle de crédit complet.

Risques internes

L'analyse des bilans ne se limite pas aux ratios. Il faut aussi identifier les **seuils critiques** où la structure devient intenable. Plusieurs signaux doivent être surveillés :

- Le coût de la dette par rapport aux revenus opérationnels.
- La maturité des obligations et les conditions de refinancement.
- Le prix plancher du Bitcoin en dessous duquel les couvertures ne suffisent plus.

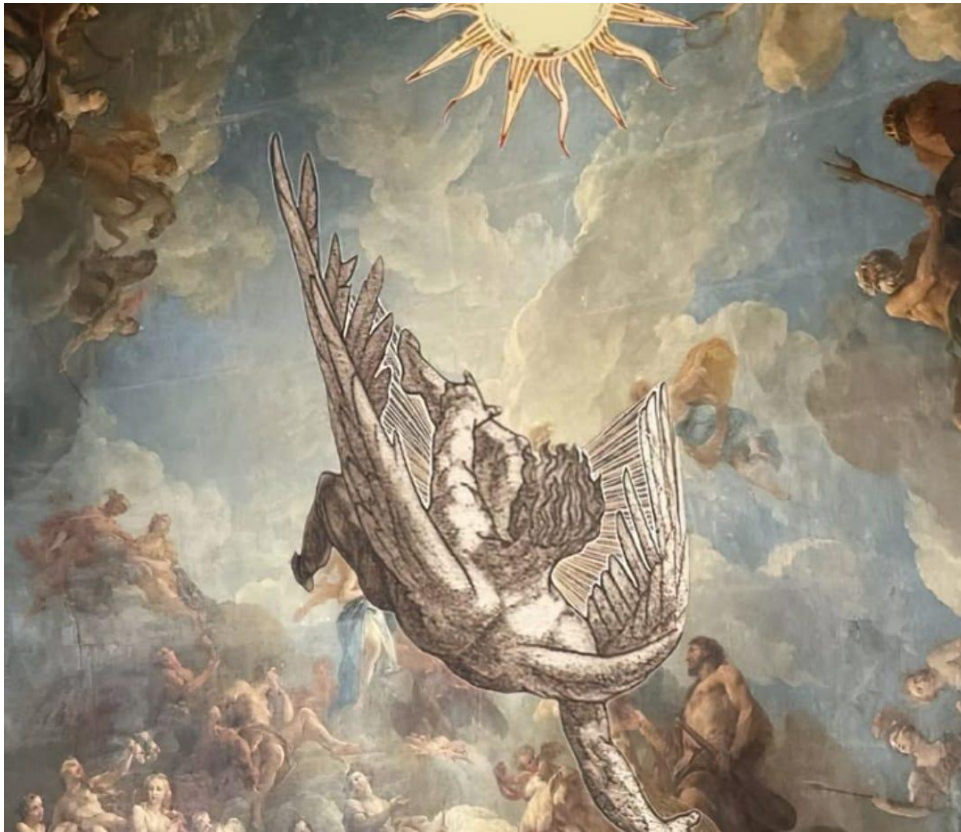
Quand ces seuils sont atteints, les entreprises ont souvent trois mauvaises options :

1. Émettre massivement de nouvelles actions, diluant fortement leurs actionnaires.
2. Vendre une partie de leurs bitcoins, trahissant leur stratégie de long terme.
3. Espérer et conserver — en priant pour le prochain marché haussier, au risque de sombrer dans l'illiquidité.

C'est ici que la théorie de la structure du capital rencontre véritablement l'épreuve du terrain. Chaque structure, aussi élégamment conçue soit-elle, possède un seuil de douleur. C'est au moment où la résilience est testée que la véritable solidité de l'architecture financière se révèle.

La tension devient évidente lorsque les paiements d'intérêts dépassent les capacités de service, que les coûts de refinancement explosent, que les émissions d'actions cessent d'être [relutives](#) et que les conseils

d'administration commencent à remettre en cause la thèse de Bitcoin elle-même. Attention à ne pas voler trop près du soleil.



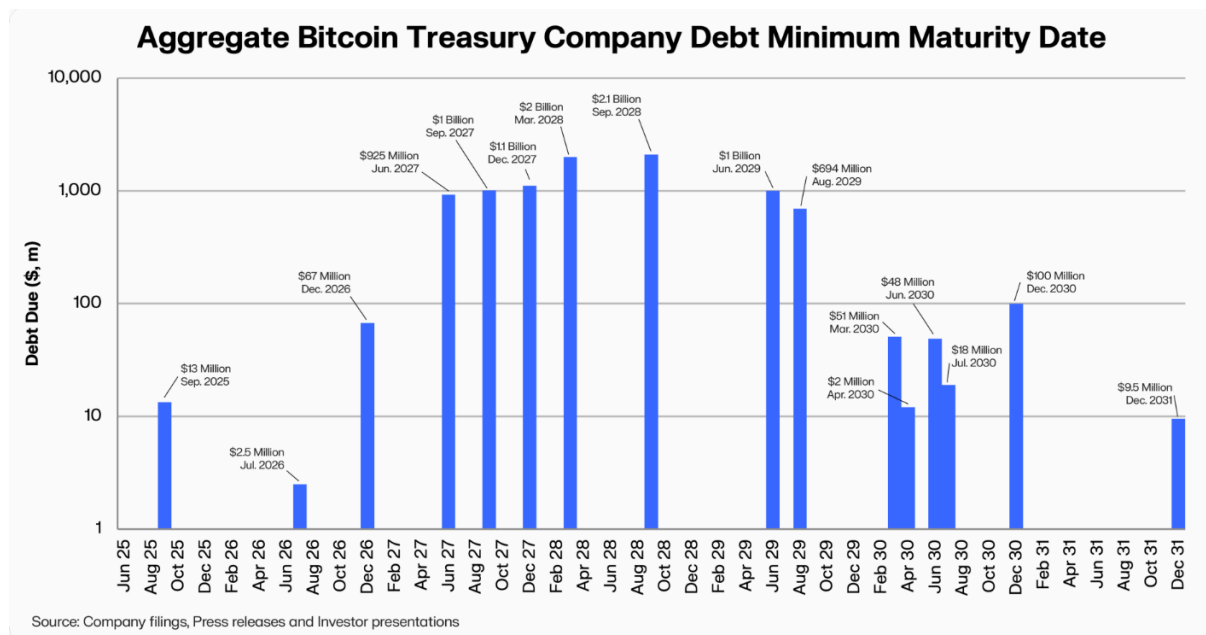
Un actif complexe

Au niveau de l'entreprise, une approche adéquate peut minimiser les risques associés à ces stratégies. Cependant, la plupart des sociétés de trésorerie Bitcoin rencontrent l'un des deux problèmes suivants :

1. Une mauvaise compréhension de l'actif : elles considéraient le BTC comme une couverture ou un simple outil marketing, sans percevoir qu'il se rapproche davantage d'un investissement en capital-risque très volatil, marqué par des cycles profonds et une forte dépendance à la liquidité.
2. Une mauvaise compréhension de la structure : elles ont ajouté une exposition au BTC sur des bilans déjà fragiles, avec des financements instables ou une dette à court terme.

Pour poser le contexte, examinons les échéances de la dette de certains acteurs. En d'autres termes, quand devront-ils rembourser ou convertir leur

dette ? Les échéances sont concentrées en 2027 et 2028, la première représentant le premier mur majeur de risque de refinancement.



Risques macroéconomiques

Au-delà des choix individuels, les Bitcoin Treasury Companies dépendent fortement du contexte macroéconomique. Tant que l'argent est bon marché et que les investisseurs recherchent des actifs rares, leur stratégie peut prospérer. Mais si l'environnement change, leurs fragilités apparaissent rapidement.

Au niveau macroéconomique, le risque est plus difficile à contrôler, mais il peut être anticipé. La hausse des taux d'intérêt, la stagnation du prix du Bitcoin, les corrections boursières et les durcissements réglementaires pourraient avoir un impact significatif sur les stratégies de trésorerie Bitcoin.

Hausse des taux d'intérêt

Quand les banques centrales augmentent leurs taux, le coût du capital grimpe. Les entreprises qui se financent à crédit voient leur levier devenir de plus en plus coûteux. En effet, une hausse rapide des taux rend l'équation intenable : Les marges de manœuvre se réduisent et la pression sur les bilans s'accroît.

Stagnation prolongée du Bitcoin

Si le prix du Bitcoin reste stable pendant deux ou trois ans, la conviction des investisseurs s'érode. Les émissions d'actions deviennent moins attractives, les primes de marché disparaissent, et le mNAV retombe en-

dessous de 1. Dans ce cas, les entreprises ne peuvent plus se refinancer via de nouvelles émissions d'actions.

Crises boursières

Quand les marchés s'effondrent, les entreprises fortement corrélées au Bitcoin — comme Strategy — voient leur valorisation chuter encore plus vite. Lever de nouveaux capitaux devient alors quasi impossible sans diluer massivement les actionnaires existants.

Régulation et normes comptables

Les règles comptables actuelles (par exemple GAAP aux États-Unis) pénalisent les entreprises qui détiennent du Bitcoin, en les obligeant à comptabiliser les pertes de valeur mais pas les gains tant qu'ils ne sont pas réalisés. De nouvelles régulations, comme celles liées à [Bâle III](#), pourraient également restreindre la manière dont les entreprises gèrent leurs avoirs en BTC.

Concurrence des alternatives

Enfin, si de nouveaux produits de rendement plus attractifs émergent — par exemple via les [RWA](#) (actifs réels tokenisés) ou les stablecoins offrant du rendement — Bitcoin pourrait perdre de son attrait en tant qu'actif de trésorerie.

Une passerelle entre deux mondes

Au fond, les Bitcoin Treasury Companies jouent un rôle de **passerelle** entre deux univers : celui des cypherpunks, attachés à l'indépendance monétaire et à la vérification individuelle, et celui de la finance traditionnelle, avec ses bilans, ses dettes et ses investisseurs institutionnels.

C'est une transformation majeure. Acheter du Bitcoin individuellement est un acte de souveraineté. Mais l'intégrer dans le bilan d'une entreprise cotée, c'est l'introduire dans les circuits de la finance mondiale, soumis à la régulation, aux actionnaires et aux marchés du crédit.

Cela change radicalement la nature de la demande et la structure des incitations autour de Bitcoin.

IMPLICATIONS SYSTÉMIQUES

Les stratégies de trésorerie Bitcoin ne sont pas de simples décisions de bilan. Elles modifient la manière dont le capital circule dans l'écosystème crypto, la façon dont la gouvernance d'entreprise réagit à la volatilité, et la

façon dont les marchés financiers commencent à évaluer l'exposition à un actif de réserve non souverain et programmable.

Ce ne sont pas seulement quelques entreprises qui prennent un pari. C'est une **nouvelle expérimentation naturelle de la formation du capital**, avec des implications majeures pour le Bitcoin lui-même, la finance d'entreprise et, en fin de compte, les marchés financiers au sens large.

Implications pour le Bitcoin Lui-Même

Demande Structurelle à la Marge

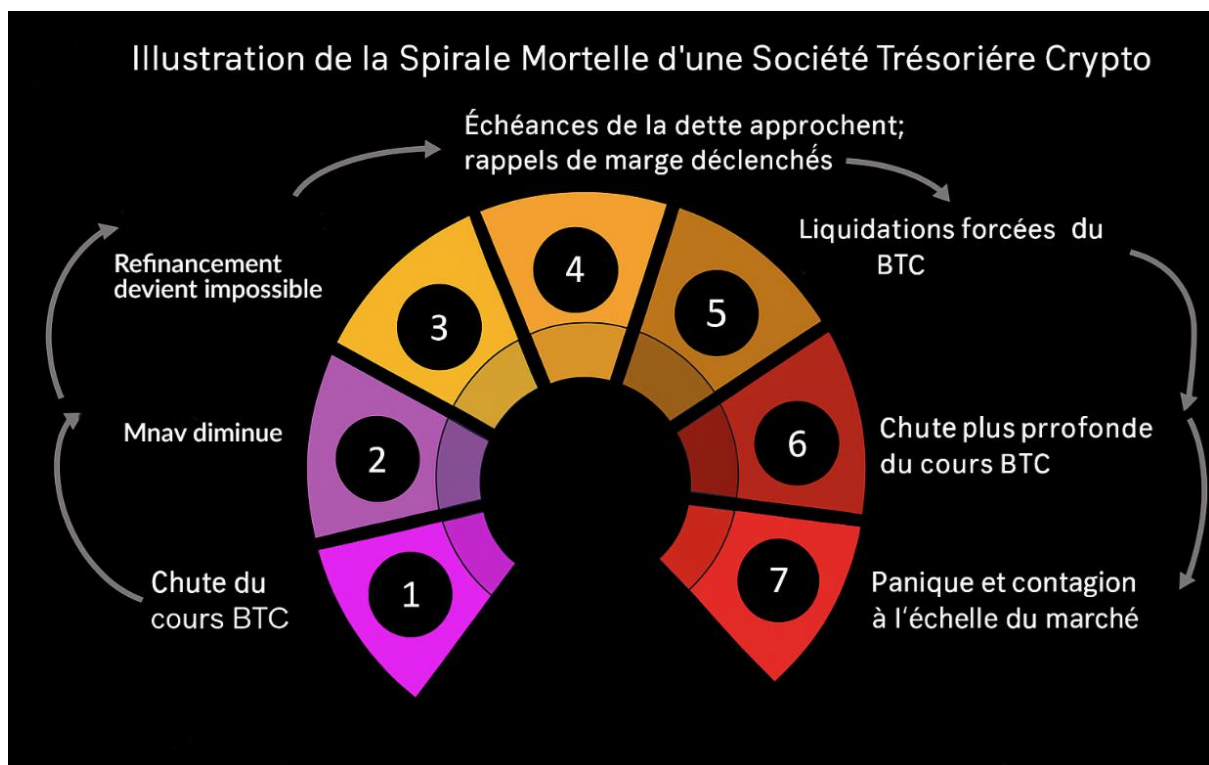
Chaque participant au Bitcoin Treasury crée une demande marginale forcée en achetant du BTC non pas pour le trading ou les paiements, mais pour l'inclure de façon permanente au bilan. Cela implique :

- Une absorption de l'offre pendant les cycles haussiers ;
- Un renforcement du narratif de "l'or numérique" ;
- Une transformation du BTC d'actif de trading en collatéral de réserve stratégique.

Mais cette demande est **conditionnelle**. Si les coûts de financement augmentent ou que les prix stagnent, la demande disparaît.

La plupart des stratégies de trésorerie BTC sont financées et donc non libres. Si la dette arrive à échéance ou si les cours des actions s'effondrent, le BTC devient le seul actif liquide à vendre. En cas de crise de liquidité, ces entreprises passent de bâtisseurs de plancher à accélérateurs de prix.

(Vendeurs forcés = Amplificateurs de Volatilité.)



Risque Narratif

Le Bitcoin a développé un narratif institutionnel solide récemment. Si les premières entreprises de trésorerie BTC (notamment Strategy) échouent ou se retirent, cela pourrait endommager la thèse institutionnelle globale.

Dans un tel scénario, on peut raisonnablement penser que Bitcoin survivra, mais sa **perception comme actif de trésorerie** pourrait être irrémédiablement compromise. D'autant plus que les allocataires institutionnels sont sensibles aux narratifs.

Implications pour la Finance d'Entreprise

Les implications les plus marquantes concernent la finance d'entreprise, car c'est un changement fondamental dans la gestion des bilans.

Un autre type de trésorerie émerge

Historiquement, les trésoreries d'entreprise optimisaient pour la préservation du capital, la liquidité et le rendement. La stratégie Bitcoin renverse cela : elle priorise la rareté, la convexité et la durée. En d'autres termes elle vise à profiter de hausses importantes sur le long terme, même si cela implique de renoncer au cash-flow immédiat.

C'est une **structure de capital spéculative** et non plus seulement comme couverture de risque.

Les directeurs financiers face à un nouveau paradigme stratégique

La gestion du bilan devient un exercice à enjeux de positionnement compétitif.

Aujourd'hui, les décisions d'allocation de capital dépassent largement le manuel traditionnel :

- Obligations,
- Bitcoin,
- Rachats d'actions,
- Réserves en stablecoins.

Chaque option comporte des implications distinctes en matière de risque, de liquidité et de signalisation. Une gestion efficace du bilan permet d'attirer des investisseurs et de renforcer la crédibilité.

Les responsables des risques doivent désormais modéliser la volatilité du Bitcoin, ses corrélations inter-actifs et ses impacts potentiels sur le bilan — introduisant une nouvelle couche de complexité dans la gestion des risques d'entreprise.

Et tandis que les discussions en conseil d'administration s'orientent vers les stratégies de trésorerie Bitcoin, les équipes de conformité voient souvent leurs organisations comme **non préparées**, culturellement ou opérationnellement, à être perçues comme un moyen indirect d'exposition au Bitcoin.

Implications pour les Marchés Financiers

Adopter le Bitcoin comme actif de trésorerie change la dynamique entre les marchés financiers traditionnels et les marchés crypto. Une fois que le BTC est inscrit aux bilans des entreprises :

- Les cours des actions commencent à suivre les mouvements du BTC, comme on l'a vu avec Strategy, le marché des actions traitent les entreprises fortement exposées au Bitcoin comme des **dérivés synthétiques de BTC**.
- Les conditions de financement intègrent des asymétries de rendement,
- Les régulateurs sont entraînés dans la tuyauterie.

Ce qui a commencé comme gestion de trésorerie touche désormais simultanément aux actions, aux obligations et à la régulation.

Les Marchés du Crédit s'Adaptent

Les obligations convertibles émises pour financer les achats de BTC commencent à intégrer :

- La volatilité du BTC,
- Les risques de dilution des actions,
- La valeur optionnelle, c'est-à-dire la possibilité pour les obligataires de convertir leur dette en actions si la valeur de l'entreprise progresse. Cette option donne aux investisseurs un droit de participation à la hausse liée à l'exposition au Bitcoin, ce qui introduit une forme de convexité inédite dans un instrument de revenu fixe.

Concrètement, les obligataires écrivent le **risque de volatilité BTC** dans les instruments de revenu fixe. C'est totalement inédit. Le Bitcoin est désormais intégré dans la formation de crédit de la finance traditionnelle.

Effets Réglementaires en Cascade

Avec des sociétés cotées détenant du BTC et émettant des titres sensibles au BTC :

- La SEC/GAAP et le reste des autorités financières du monde doivent adapter les règles comptables ;

- Les régulateurs bancaires devront repenser la manière dont les expositions liées au Bitcoin sont pondérées en fonds propres, car les règles actuelles n'ont pas été conçues pour un actif aussi volatil et non corrélé. Cela pourrait impliquer des exigences de capital plus élevées pour les banques qui détiennent directement du BTC ou qui financent des entreprises dont le bilan en dépend fortement. En pratique, les accords de Bâle devront évoluer afin d'encadrer ce nouveau risque systémique et d'éviter que l'intégration du Bitcoin n'affaiblisse la solidité du système bancaire ;
- Les agences de notation doivent intégrer la sensibilité de BTC dans leurs modèles.

Ce n'est plus du domaine des "entreprises crypto". C'est entrer **dans le système sanguin des marchés de capitaux.**

Direction Wall Street



Conclusion : Capital Numérique ou Illusion Numérique ?

La première vague d'adoptants du Bitcoin en trésorerie — de 2020 à 2024 — a été un acte d'ouverture alimenté par un financement fiat bon marché, et un narratif monétaire rebelle.

Beaucoup de ces entreprises ont mal compris l'actif, la structure ou le contexte macro. Pourtant, cela ne condamne pas la stratégie. Comme pour toute innovation en matière de capital, les gagnants ne sont que rarement les premiers ; ce sont ceux qui s'adaptent, absorbent les chocs et évoluent avec le marché.

La suite sera intéressante et le chemin à venir exige :

- Des instruments de rendement BTC de qualité institutionnelle,
- Une comptabilité reflétant la juste valeur tout en atténuant la volatilité,
- Et des cadres de gouvernance traitant l'exposition en trésorerie BTC comme un risque à gérer, non comme un slogan.

À mesure que ces pièces s'assemblent, on devrait voir moins d'entreprises misant la totalité de leur franchise sur une stratégie "all-in" BTC, et davantage d'approches hybrides — allocations mesurées dans les bas doubles chiffres, associées à des trésoreries tokenisées, des paniers de réserves stables ou des produits structurés adossés au BTC offrant un biais long avec un risque baissier contrôlé.

Au cœur de ce virage se trouve une vérité simple : un BTC inactif sur un bilan d'entreprise n'est pas une stratégie viable à long terme. Pour justifier une place permanente — surtout lorsqu'il est financé par de la dette — le Bitcoin doit muer de **propriété numérique** à **capital numérique**. Cela implique de générer du rendement sans céder les clés par une hypothèque totale, de produire des revenus via la participation à l'infrastructure et aux services de règlement, et de fonctionner comme collatéral dans des marchés de prêt profonds et à faible risque. Comme un terrain qui ne devient économiquement significatif qu'une fois aménagé, le Bitcoin doit évoluer.

Vu sous cet angle, la stratégie de trésorerie Bitcoin est la réincarnation numérique d'un schéma bien connu : emprunter du fiat pour acquérir un actif rare et le conserver malgré le bruit. Mais les différences sont de taille : l'actif est volatil, son rendement natif est (pour l'instant) nul, la voie de sortie est incertaine, et la conviction requise est exceptionnellement élevée.

Si le Bitcoin reste inerte, le plafond de cette approche est déjà visible : elle fonctionnera pour quelques-uns, dans des fenêtres étroites de liquidité, tandis que les autres deviendront des vendeurs forcés. Si le Bitcoin devient productif — grâce à des enveloppes générant du rendement, des revenus de type validateur, des rails d'assurance et de règlement, ou des innovations encore à inventer — la stratégie pourra se développer vers une nouvelle ère d'**ingénierie de bilan**, plutôt qu'un simple pied de page violent dans l'histoire de la finance d'entreprise.

La différence, en fin de compte, se jouera sur trois éléments : **le temps, le rendement et la conviction**.

C'est précisément le but du club que de partager le fruit de notre conviction précoce et de notre expertise à travers un rendement généreux. Ce bonus est distribué depuis 2018 à nos membres afin de leur permettre de jouir pleinement du temps qui leur est accordé sur cette terre.

Nous nous situons plus du côté des entreprises qui ont un bilan robuste (comme pour Tether ou Binance) car nos résultats ne dépendent pas des réserves de bitcoin et de sa croissance. Bien qu'elles y aient contribué au fil des années, les profits partagés proviennent principalement d'une activité de trading, c'est-à-dire de spéculation autour du marché des crypto-actifs. Cependant, si nous avons pu croître à une vitesse ahurissante c'est bien parce que le Bitcoin a connu une ascension fulgurante ces dix dernières années et que notre compréhension et notre conviction nous a poussé à sauvegarder nos réserves excédentaires sur cet actif révolutionnaire.



Sur une note plus personnelle, je n'investis pas sur les BtcTco car elles représentent des achats de bitcoin via un financement par la dette, c'est-à-dire un accès marginal à l'argent facile pour une minorité qui, en en profitant, perpétue le système actuelle, vérolée de la finance. Un système qui accroît fortement les inégalités, le clivage entre les différentes classes et l'exploitation sans pitié des classes moyennes, de notre planète et de ses ressources.

Si vous devez acheter du bitcoin faites le avec le fruit de votre travail petit à petit et comme dirait Olivier : « contentez vous de peu et soyez heureux en menant une vie plus sobre ».



BONUS : la stratégie Saylor

Vue d'Ensemble Complète de la Structure du Capital de Strategy (anciennement MicroStrategy)

Strategy s'est distinguée en **structurant l'exposition comme un allocateur de capital** — via un financement long terme, un timing asymétrique et un alignement avec les actionnaires — afin de créer un dérivé BTC synthétique dans un véhicule coté. C'est de la structure, pas de la chance.

Aux prix actuels, Strategy détient suffisamment de bitcoin pour couvrir 180 années de dividendes privilégiés. Même si le bitcoin chutait de 75 %, l'entreprise disposerait encore de 26 années de couverture, ce qui souligne la solidité de leur modèle.

Comment les Achats de Bitcoin Ont Été Financé :

Strategy (anciennement MicroStrategy) a mis en œuvre une stratégie d'allocation de capital unique pour constituer ses avoirs en trésorerie Bitcoin (~607 000 BTC à la mi-2025). Le mix de financement comprend :

Obligations convertibles :

- Obligations convertibles senior 2025 : 650 M\$ émises avec un coupon de 0,75 %, échéance décembre 2025.
- Obligations convertibles senior 2027 : 1,05 Md\$ émises avec un coupon de 0 %, échéance février 2027.
- Obligations convertibles senior 2030 : 2 Md\$ émises avec un coupon de 0 %, échéance 2030, convertibles à environ 433 \$/action.
- Dette convertible totale : ~3,7 Mds\$.

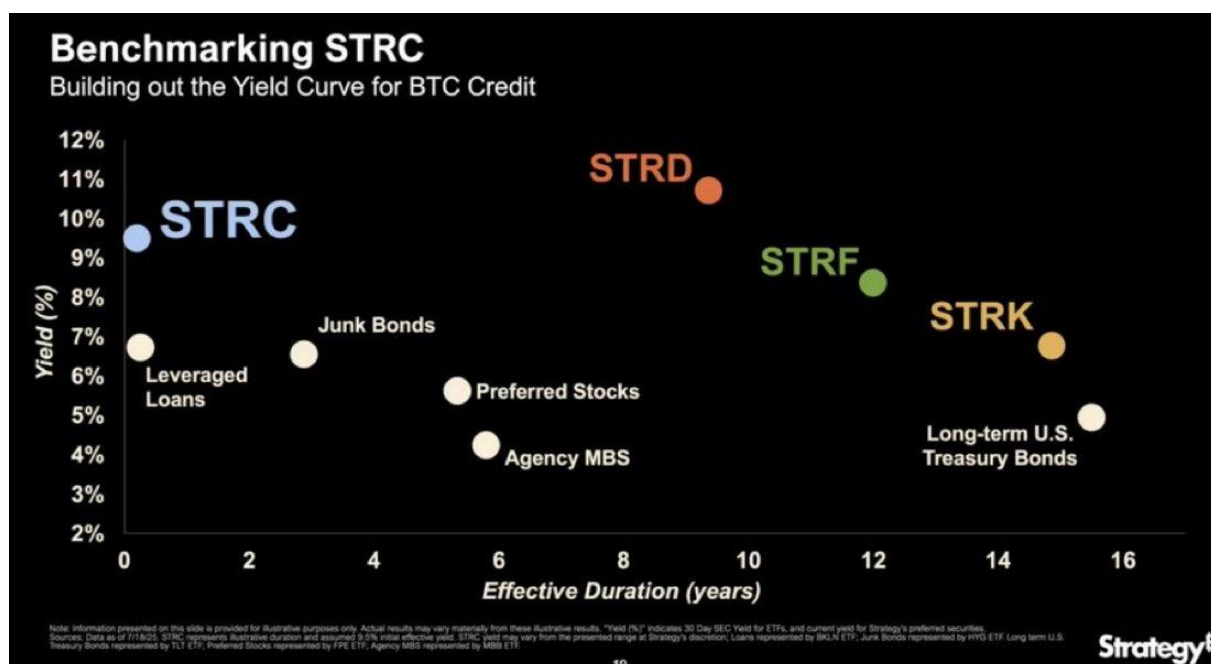
Obligations sécurisées senior :

- Obligation sécurisée senior 2028 : 500 M\$ à 6,125 % d'intérêt, garantie par les avoirs en Bitcoin de Strategy.

Émissions d'actions privilégiées :

Strategy a émis quatre classes distinctes d'actions privilégiées perpétuelles, créant une courbe de rendement structurée adossée à son collatéral Bitcoin. ([STRK](#), [STRF](#), [STRD](#), [STRC](#))

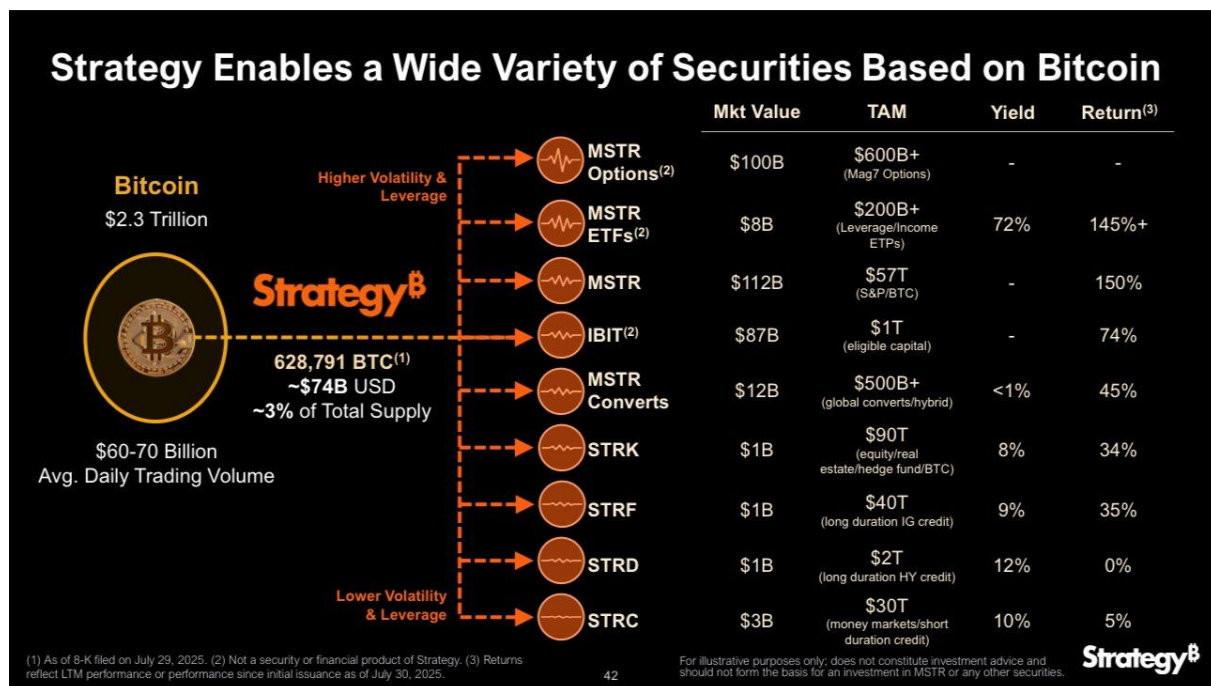
- Capital privilégié total : ~5,5 Mds\$.



Émissions d'actions ordinaires (programmes "at-the-market", ou ATM) :

- Des émissions continues "at-the-market" (ATM) ont permis de lever des liquidités supplémentaires pour financer les dividendes et les achats de Bitcoin. La récente émission ATM (liée à STRD) soutient le paiement des dividendes.

En graphique, cela nous donne ceci :



Structure Actuelle du Capital

Principaux Risques à Surveiller :

1. Soutenabilité du paiement de dividendes :

- Les dividendes sont en grande partie financés via de nouvelles levées de capital (actions privilégiées / émissions ATM).
- Flux de trésorerie limité provenant de l'activité SaaS pour couvrir indépendamment les obligations élevées de dividendes.
- Difficulté à lever de nouveaux capitaux pouvant forcer une liquidation de Bitcoin.

2. Sensibilité aux taux d'intérêt :

- La hausse des taux d'intérêt accroît considérablement les coûts de refinancement.
- Le dividende variable de STRC est directement impacté par les hausses du [SOFR](#).
- **Une** hausse du SOFR ou des rendements de marché pourrait alourdir le fardeau du financement.

3. Volatilité du prix du Bitcoin :

- Une forte baisse de la valeur du Bitcoin menace la couverture collatérale.
- Les obligations convertibles pourraient ne pas être exercées, laissant Strategy avec un lourd fardeau de refinancement.
- Un Bitcoin durablement en dessous de niveaux critiques (~30-40 k\$) pourrait provoquer des appels de marge ou une liquidation forcée d'actifs.

4. Dilution des actions et risques de convertibilité :

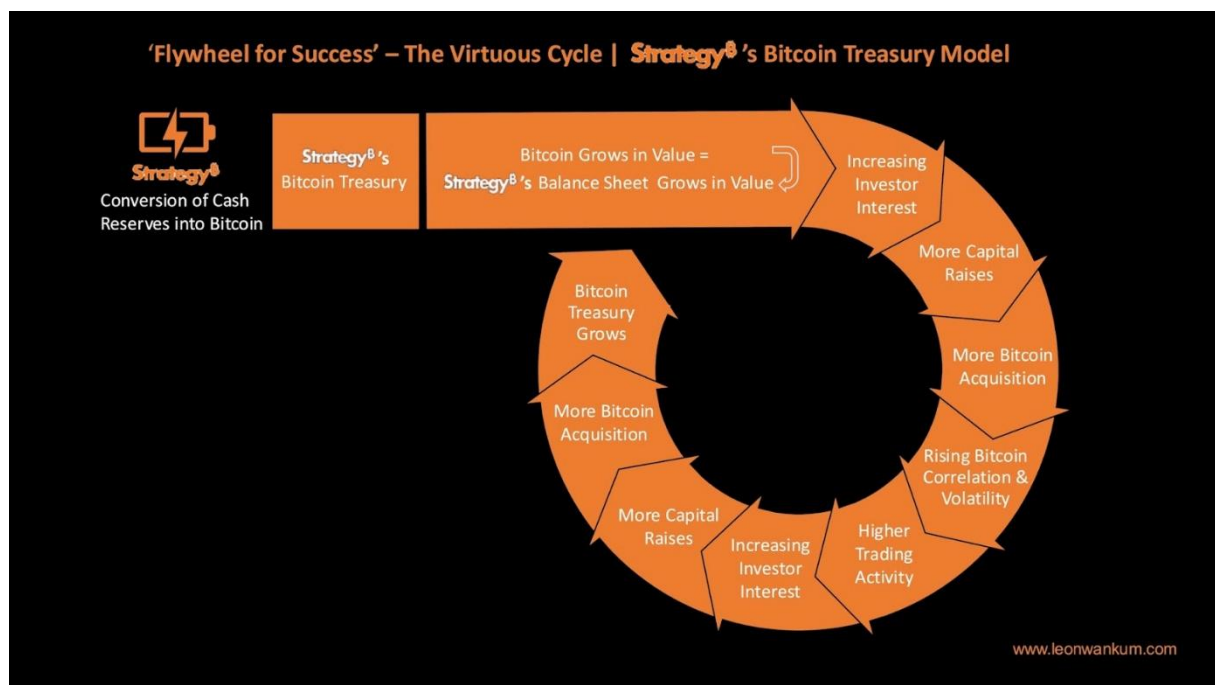
- Les obligations convertibles créent un potentiel de dilution, exerçant une pression sur la valorisation des actions ordinaires.
- Forte dépendance aux émissions d'actions ATM, ce qui pourrait fortement diluer les actionnaires ordinaires si le prix du BTC reste déprimé.
- Un cours de l'action durablement bas réduit l'accès aux marchés de capitaux et augmente le risque de dilution.

5. Risques réglementaires et comptables :

- Des changements dans les règles comptables ou les cadres réglementaires relatifs au Bitcoin ou aux avoirs en actifs numériques pourraient compliquer la gestion de la structure du capital.
- De nouvelles directives réglementaires imposant des obligations accrues de divulgation ou de capital.

Remarques de synthèse :

La structure du capital de Strategy est conçue de manière unique autour du Bitcoin en tant que collatéral central, avec une position surcollatéralisée face à sa dette, ce qui atténue significativement les risques de levier traditionnels.



Les rendements offerts par les actions privilégiées reflètent des primes de risque substantielles, liées à la volatilité du Bitcoin, aux flux de trésorerie limités de l'activité principale et à la dépendance aux marchés de capitaux.

Les investisseurs doivent surveiller de près :

- Les capacités de refinancement,
- Les stratégies de financement des dividendes,
- Les ratios de couverture du collatéral Bitcoin,
- Et les indicateurs macroéconomiques plus larges (taux d'intérêt, volatilité du BTC).

L'approche innovante et prématurée de Strategy offre un potentiel significatif à cette entreprise qui pourrait bien devenir l'une des plus puissantes dans le monde financier de demain.



Source et aller plus loin :

[Navigating cryptoYield \(coinbase research\)](#)

[**The MicroStrategy's Bitcoin Strategy Explained**](#)

[**Building Banks Out of Bitcoin Treasury Companies**](#)

[**Lyn Alden on MSTR and BTCTCo**](#)

[**Bitcoin Treasury Companies: The Quiet Superweapon Reshaping Global Capital**](#)

[**SAYLOR Bitcoin Treasury discussion with @IIICapital**](#)

JESMROS ARTICLES :

[Chasing Microstrategy: The Crypto Treasury Company Hustle](#)

[What's behind the treasury company hype?](#)

Leon's articles :

[From Cypherpunks to Corporations: What Corporate Adoption Means For Bitcoin](#)

[The Strategy Playbook: Lessons for Real Estate Entrepreneurs](#)

Pierre unpopular opinion

<https://x.com/BTCtreasuries/status/1970594926464213391>

[La stratégie Saylor décortiquée](#)

[LE GUIDE ULTIME DE CHAQUE STRATÉGIE PRÉFÉRÉE - STRK, STRF, STRD, STRC !](#) [en tableau](#)