



The
Big Whale



BITCOIN **TREASURY** **COMPANIES**

.....

PLONGÉE DANS LE FONCTIONNEMENT
D'UN MODÈLE D'ENTREPRISE
UNIQUE AU MONDE

ÉDITO

Les nouveaux géants de la finance sont déjà là

À première vue, quoi de plus classique qu'une entreprise cotée en Bourse ? Un capital, des actionnaires, des obligations, des actions. Les instruments semblent familiers. Pourtant, un phénomène inédit est en train de bousculer les règles du jeu : l'émergence des Bitcoin Treasury Companies. Ces entreprises ont un objectif singulier, presque obsessionnel : accumuler le maximum de bitcoins possible. Leur modèle repose non plus sur la croissance d'un chiffre d'affaires ou l'augmentation d'une marge opérationnelle, mais sur l'appréciation d'un actif numérique rare, monétaire et sans État : le Bitcoin. Leur valeur en Bourse dépend autant de leur capacité à acheter du BTC que de la manière dont elles financent cette acquisition. Ce rapport vous plonge dans un univers à la frontière de la finance traditionnelle et des codes de la nouvelle économie numérique. On y découvre des concepts innovants : le Bitcoin Yield, qui mesure l'accumulation de bitcoins par action ; la prime de marché, reflet de la confiance des investisseurs ; ou encore des instruments hybrides comme les obligations libellées en Bitcoin. Pour les investisseurs, ces sociétés représentent une nouvelle classe d'actifs : elles offrent une exposition indirecte – mais parfois amplifiée – au Bitcoin, sans passer par les canaux traditionnels de détention ou de custody.

Pour les marchés financiers, elles posent une question vertigineuse : peut-on bâtir un géant mondial dont la valeur repose essentiellement sur un actif numérique ? Strategy (ex-MicroStrategy), Metaplanet ou encore The Blockchain Group sont à l'avant-garde de ce mouvement. Leur stratégie, leur gouvernance, leur ingénierie financière et leurs prises de risque méritent d'être analysées avec précision.

Ce rapport n'est pas seulement un état des lieux : c'est une invitation à comprendre les ressorts d'un nouveau capitalisme monétaire, dans lequel le Bitcoin n'est plus seulement un actif spéculatif, mais un levier stratégique au service d'une vision à long terme. Bienvenue dans l'ère des Bitcoin Treasury Companies.

**GRÉGORY
RAYMOND**
Head of Research,
The Big Whale



.som- maire

01

**LES PERFORMANCES
FINANCIÈRES
DE STRATEGY FACE
AU BITCOIN**

02

**COMMENT CALCULER
LE RETOUR SUR
INVESTISSEMENT ?**

03

**ALEXANDRE LAIZET
(THE BLOCKCHAIN GROUP)
"LES BITCOIN TREASURY
COMPANIES SERONT LES GÉANTS
FINANCIERS DE DEMAIN"**

04

**PANORAMA DES LEVIERS
FINANCIERS À LEUR
DISPOSITION DES BITCOIN
TREASURY COMPANIES**

06

**LES DEUX GRANDS RISQUES
POUR L'ACTIONNAIRE DES
BITCOIN TREASURY COMPANIES**

05

**STRATEGY :
LE SCÉNARIO NOIR
DE MICHAEL SAYLOR**

07

**LES 10 PLUS
GRANDES ENTREPRISES
COTÉES QUI DÉTIENNENT
DU BITCOIN**

08

**MAPPING DES BITCOIN
TREASURY COMPANIES
ET DE LEURS PARTENAIRES**

01

Rendement

LES PERFORMANCES FINANCIÈRES DE STRATEGY FACE AU BITCOIN



LES PERFORMANCES FINANCIÈRES DE STRATEGY FACE AU BITCOIN



DEPUIS 2020, STRATEGY (EX-MICROSTRATEGY), SOUS LA DIRECTION DE MICHAEL SAYLOR, A ADOPTÉ UNE STRATÉGIE AUDACIEUSE EN INVESTISSANT MASSIVEMENT DANS LE BITCOIN, TRANSFORMANT AINSI SON MODÈLE ÉCONOMIQUE TRADITIONNEL EN CELUI D'UNE "BITCOIN TREASURY COMPANY". CETTE APPROCHE A EU UN IMPACT SIGNIFICATIF SUR LES PERFORMANCES FINANCIÈRES DE L'ENTREPRISE, AVEC UNE CORRÉLATION ÉTROITE ENTRE LE COURS DE SON ACTION ET LA VALEUR DU BITCOIN.



LES PERFORMANCES FINANCIÈRES DE STRATEGY FACE AU BITCOIN

ACQUISITIONS DE BITCOINS ET IMPACT SUR LES FINANCES



- 2020 : Première acquisition de **21 454 BTC pour 250M\$**
- 2021-2025 : Accumulation continue de Bitcoin, atteignant **528 185 BTC** pour un total investi de 35,63 Md\$ à un prix moyen de 67 458 dollars par bitcoin
- Valeur totale des Bitcoin au T1 2025 : **43 Md\$**

PERFORMANCE DE L'ACTION MSTR PAR RAPPORT AU BITCOIN

- Entre 2021 et 2024, le cours de l'action MSTR a été multiplié par **7,5** tandis que le Bitcoin a vu sa valeur multipliée par **3,2**



STRATÉGIES DE FINANCEMENT

- MicroStrategy a principalement levé des fonds **via des émissions d'actions et d'obligations convertibles**, utilisant le produit pour acquérir davantage de Bitcoin.

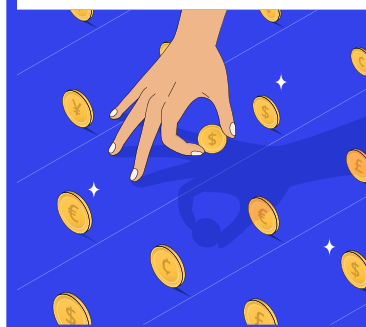
RENDEMENT BITCOIN (BTC YIELD)

- Ce concept mesure l'augmentation du nombre de Bitcoins détenus par action en circulation. En 2024, MicroStrategy a atteint un **BTC Yield de 74 %**, reflétant l'efficacité de sa stratégie d'accumulation.



REBRANDING

- En février 2025, **MicroStrategy a été rebaptisée "Strategy"**, avec un nouveau logo incorporant le symbole Bitcoin, soulignant son engagement envers la cryptomonnaie.



CONSIDÉRATIONS POUR LES INVESTISSEURS

- La valeur de l'action MSTR est fortement corrélée au prix du Bitcoin, offrant une exposition indirecte à la cryptomonnaie. Toutefois, cette stratégie comporte des risques liés à la volatilité du marché des cryptomonnaies et aux variations potentielles de la prime de prix du Bitcoin détenu par l'entreprise.

LES PERFORMANCES FINANCIÈRES DE STRATEGY FACE AU BITCOIN

MSTR VS. BTC-USD - COMPARAISON DES PERFORMANCES



02

Lexique

**COMMENT CALCULER
LE RETOUR SUR
INVESTISSEMENT
DES BITCOIN TREASURY
COMPANIES?**



COMMENT CALCULER LE RETOUR SUR INVESTISSEMENT DES BITCOIN TREASURY COMPANIES?

CONTRAIREMENT À CE QUE L'ON POURRAIT CROIRE, LA PERFORMANCE DES BITCOIN TREASURY COMPANIES NE DÉPEND PAS UNIQUEMENT DU COURS DU BITCOIN. C'EST L'ENSEIGNEMENT CENTRAL D'UNE NOTE TECHNIQUE SIGNÉE PAR LA SOCIÉTÉ DE GESTION D'ACTIFS TOBAM (MARS 2025), QUI PROPOSE UNE LECTURE FINE — ET INÉDITE — DE LA PERFORMANCE BOURSIÈRE DE MICROSTRATEGY ENTRE 2021 ET 2024.

1 LE BITCOIN YIELD : LE CARBURANT FINANCIER

La première source de performance, et peut-être la plus contre-intuitive, s'appelle Bitcoin Yield. C'est la capacité de la société à augmenter le nombre de bitcoins détenus par action au fil du temps. Comment ? En émettant de nouvelles actions à un prix supérieur à la valeur de ses avoirs en Bitcoin (grâce à la confiance du marché), puis en utilisant les capitaux levés pour acheter encore plus de bitcoins. Tant que ce mécanisme est bien calibré, il génère une forme de rendement mécanique pour l'actionnaire. C'est le cœur du modèle MicroStrategy. **En 2024, ce seul facteur a contribué à plus de 60% de la performance de l'action. À l'inverse, en 2023, une émission trop dilutive a produit un Bitcoin Yield négatif, qui a freiné la hausse de l'action.**

2 L'EXPOSITION AMPLIFIÉE AU BITCOIN

La deuxième source est plus directe : **la performance du Bitcoin lui-même**. Mais ici aussi, la "magie" opère. Grâce à son Bitcoin Yield positif, MicroStrategy augmente son exposition effective au Bitcoin. Autrement dit, elle réplique — et parfois dépasse — la performance de l'actif numérique sans levier ni emprunt. Par exemple, en 2024, alors que la part du Bitcoin dans sa capitalisation n'était que de 75% en début d'année, **le Bitcoin Yield lui a permis d'atteindre une exposition réelle de 120%**. Une manière élégante d'accélérer sur autoroute sans prendre plus de risque structurel.

3 LA PRIME DE MARCHÉ : CE QUE LES INVESTISSEURS SONT PRÊTS À PAYER EN PLUS

Troisième et dernier levier de performance : **la prime de prix par Bitcoin**. C'est la différence entre la valeur de marché de MicroStrategy et celle de ses bitcoins en réserve. Elle reflète la confiance du marché, sa spéculation, mais aussi la rareté perçue de l'accès indirect au Bitcoin via une action cotée. Lorsqu'elle s'élargit — comme ce fut le cas en 2023 et 2024 —, cette prime agit comme un multiplicateur de performance, venant s'ajouter à celle du Bitcoin lui-même. Dans certains cas, elle a contribué autant, voire plus, que le Bitcoin à la performance de l'action.

4 UN MODÈLE POUR INVESTISSEURS HAUSSIERS

Cette triple dynamique — **Bitcoin Yield + Exposition amplifiée + Prime de marché** — fait des Bitcoin Treasury Companies une classe d'actifs à part entière. TOBAM en tire une thèse d'investissement claire : ces entreprises peuvent offrir un levier structurel et sans dette sur le Bitcoin, à condition de maîtriser leur dilution et de - maintenir la confiance des marchés. MicroStrategy a ouvert la voie. Reste à savoir si d'autres oseront suivre.

[Source]

03

Entretien

ALEXANDRE LAIZET THE BLOCKCHAIN GROUP

« LES BITCOIN TREASURY COMPANIES SERONT
LES GÉANTS FINANCIERS DE DEMAIN »



ALEXANDRE LAIZET THE BLOCKCHAIN GROUP

À LA TÊTE DE LA STRATÉGIE D'ACCUMULATION DE BITCOINS DE LA SOCIÉTÉ FRANÇAISE THE BLOCKCHAIN GROUP, ALEXANDRE LAIZET DÉTAILLE SON AMBITION.

QUELS SONT LES PRINCIPAUX INSTRUMENTS À DISPOSITION DES BITCOIN TREASURY COMPANIES POUR LEVER DES FONDS ET ACHETER DU BITCOIN ?

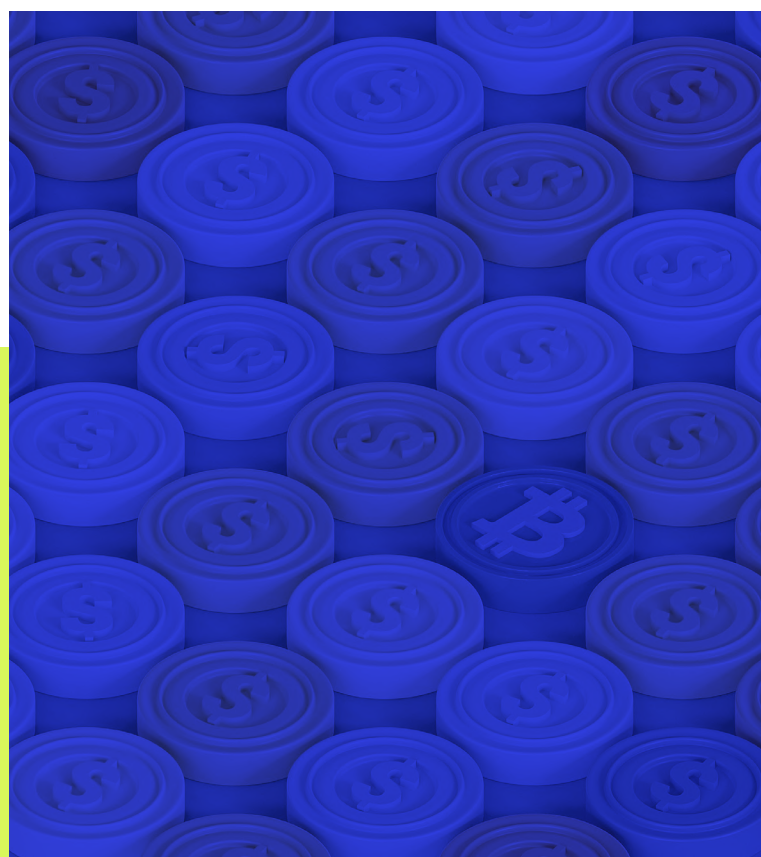
Les principaux instruments sont l'émission d'actions et la dette convertible. Il existe aussi des variantes comme les actions de préférence, qui se situent entre l'action et l'obligation : elles permettent de lever des fonds sans accorder de droits de vote, tout en offrant l'équivalent d'un dividende. Cependant, cela reste une option secondaire comparée aux instruments traditionnels. L'equity se divise en deux catégories principales : le placement privé, réservé à certaines catégories d'investisseurs, et l'offre publique, ouverte à tous. Il existe aussi des mécanismes comme l'attribution de droits d'acquisition d'actions, qui s'apparente à un airdrop où les bénéficiaires peuvent acheter des actions à un prix déterminé. Aux États-Unis, un autre mécanisme populaire est l'« At The Market » (ATM), qui permet à une entreprise de vendre ses actions directement sur le marché et d'utiliser les fonds collectés pour acheter du Bitcoin.

POUVEZ-VOUS EXPLIQUER COMMENT FONCTIONNE L'ATM ET POURQUOI IL EST SI UTILISÉ PAR MICROSTRATEGY ?

L'ATM permet à une entreprise de vendre directement ses actions sur le marché, récoltant ainsi des fonds qu'elle peut réinvestir, par exemple, en Bitcoin. Ce mécanisme est particulièrement avantageux pour MicroStrategy, qui utilise ces ventes d'actions pour transformer un premium de capitalisation boursière en valeur nette d'actifs en Bitcoin.

« Les Bitcoin Treasury Companies seront les géants financiers de demain »

Cela permet de réduire l'écart entre la valeur des Bitcoins détenus et la valorisation de l'entreprise. L'impact de cette stratégie est double : d'un côté, elle renforce la capacité d'accumulation de Bitcoin sans recourir à de la dette traditionnelle, et de l'autre, elle permet ensuite de lever davantage de dette convertible car la valeur sous-jacente augmente en termes de quantité de Bitcoins sur le bilan. En revanche, d'autres entreprises comme Metaplanet au Japon ou The Blockchain Group en Europe n'ont pas cette capacité et doivent utiliser d'autres leviers financiers pour gérer leur premium.



ALEXANDRE LAIZET

THE BLOCKCHAIN GROUP

COMMENT FONCTIONNE LA DETTE CONVERTIBLE ET POURQUOI EST-ELLE STRATÉGIQUE ?

La dette convertible est un emprunt qui peut être remboursé en émettant des actions plutôt qu'en versant des liquidités. Cela permet d'acheter du Bitcoin avec les fonds levés, tout en offrant aux investisseurs la possibilité de convertir leur créance en actions si certaines conditions sont atteintes. MicroStrategy l'utilise depuis plusieurs années, pariant sur l'appréciation du Bitcoin pour que cette stratégie soit toujours bénéfique. Une innovation récente de The Blockchain Group a été de permettre la souscription à cette dette directement en Bitcoin, ce qui est une première mondiale pour une Bitcoin Treasury Company. De plus, cette dette est libellée en Bitcoin, ce qui signifie qu'en cas de non-conversion à l'échéance, l'obligation de remboursement est équivalente aux actifs détenus. L'investisseur prend donc le risque du Bitcoin, et non l'entreprise elle-même.

POURQUOI UN INVESTISSEUR ACCEPTERAIT-IL UNE DETTE LIBELLÉE EN BITCOIN PLUTÔT QU'EN EUROS ?

Les investisseurs qui souscrivent à ce type d'opération sont généralement des acteurs convaincus par le Bitcoin et sa trajectoire haussière. Ils estiment qu'il est plus cohérent d'être exposés à Bitcoin sur une période de cinq ans plutôt que de conserver un risque en euros. Parmi les investisseurs qui ont participé à la levée de fonds de The Blockchain Group, on trouve notamment Fulgur Ventures, UTXO Management, Adam Back, Ludovic Chechin-Laurans et Tobam, des acteurs reconnus dans l'écosystème. Ce type d'investissement attire principalement ceux qui croient au Bitcoin comme actif de réserve de valeur mondial. En structurant une dette libellée en Bitcoin, l'entreprise attire des investisseurs alignés avec sa vision et évite l'exposition au risque de dévaluation monétaire que représente une dette en euros ou en dollars pour l'investisseur.

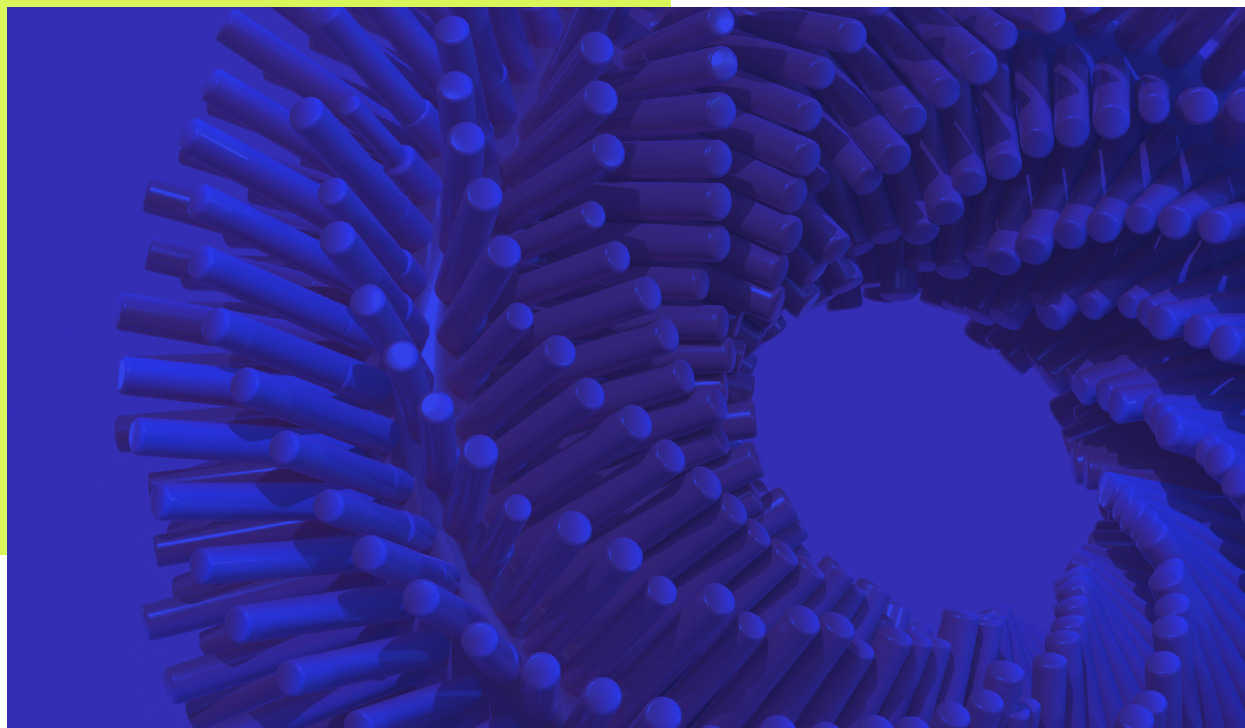
« The Blockchain Group se distingue par son approche innovante en matière de dette convertible libellée en Bitcoin »

COMMENT MICROSTRATEGY, METAPLANET ET THE BLOCKCHAIN GROUP SE DISTINGUENT-ELLES LES UNES DES AUTRES ?

MicroStrategy est le pionnier du modèle de Bitcoin Treasury Company et possède une position dominante grâce à son accès privilégié aux marchés financiers américains. Son utilisation des mécanismes comme l'ATM et la dette convertible lui permet d'accumuler du Bitcoin de manière agressive, tout en bénéficiant d'une forte liquidité. Cette stratégie lui a permis d'établir une forte surperformance de son action par rapport au Bitcoin, attirant ainsi des investisseurs institutionnels de premier plan. Metaplanet, basé au Japon, et The Blockchain Group, en Europe, adoptent des stratégies adaptées à leurs contextes réglementaires et à leurs marchés respectifs. Metaplanet a été l'action au niveau mondial qui a le plus performé en 2024, notamment avec des programmes de droits d'acquisition de l'action qui ont connu un grand succès auprès du marché retail japonais et d'investisseurs internationaux. The Blockchain Group se distingue par son approche innovante en matière de dette convertible libellée en Bitcoin qui nous a permis d'atteindre le top 30 mondial en quelques mois et de réaliser des performances supérieures à nos pairs sur la période.

ALEXANDRE LAIZET

THE BLOCKCHAIN GROUP



QUELLE EST VOTRE VISION AU-DELÀ DU FAIT D'AUGMENTER LE NOMBRE DE BITCOINS PAR ACTIONS ?

Notre vision dépasse largement la simple accumulation de Bitcoin. Nous voulons faire de The Blockchain Group un acteur central des marchés financiers digitaux, en intégrant Bitcoin dans une nouvelle architecture de la finance. Avec l'essor des actifs tokenisés et la numérisation des marchés, nous croyons que Bitcoin jouera un rôle clé dans la réorganisation des instruments financiers mondiaux.

QUEL SERA LE RÔLE DES BITCOIN TREASURY COMPANIES DANS UN MARCHÉ FINANCIER TOKENISÉ INTERAGISSANT AVEC BITCOIN ?

Leur rôle sera majeur. On voit déjà des premières initiatives, comme celle du mineur nord-américain Marathon, qui commence à prêter son Bitcoin. Aujourd'hui, c'est une pratique encore risquée, car le marché n'est pas encore suffisamment mature. À terme, des institutions financières proposeront

des produits plus sophistiqués et sécurisés, mais le risque existera toujours. Actuellement, notre priorité est la levée de capital et l'accumulation de Bitcoin. Ce que beaucoup sous-estiment, c'est l'impact de l'adoption par les entreprises. Prenons l'exemple de MicroStrategy : si sa capitalisation atteint 100 milliards aujourd'hui et que Bitcoin monte à 1 million de dollars, ce qui reste plausible en comparaison avec la capitalisation de l'or, alors l'entreprise pourrait dépasser les 1 000 milliards. Et si on intègre les accumulations futures, sur 5 ou 10 ans, on pourrait voir émerger une entreprise pesant jusqu'à 10 trillions de dollars. Une société de cette envergure aurait une capacité d'action quasi illimitée, y compris grâce à l'émission d'actions pour acquérir d'autres entreprises.

ALEXANDRE LAIZET

THE BLOCKCHAIN GROUP

QUEL IMPACT CETTE ÉVOLUTION POURRAIT-ELLE AVOIR SUR L'ADOPTION DU BITCOIN ET LA FINANCE EN GÉNÉRAL ?

Si, dans les 5 à 10 prochaines années, l'adoption par les institutions et les entreprises dépasse les 10 à 20 %, alors Bitcoin pourrait connaître une adoption massive, similaire à celle d'Internet. Dans ce scénario, la croissance du prix de Bitcoin pourrait ralentir, passant de 60 % par an à 30 %, voire 20 %. Mais cela n'entravera pas le développement des Bitcoin Treasury Companies. Bien au contraire, elles pourraient devenir les entreprises les plus capitalisées au monde. Et quand une entreprise atteint une telle taille, elle peut pivoter et s'adapter facilement aux évolutions du marché. C'est une stratégie doublement efficace : à court terme, elle permet une forte recapitalisation, et à long terme, elle assure une position optimale pour s'adapter au monde de demain.

« Le modèle repose sur des principes stricts : accumuler du Bitcoin sans le vendre et en minimisant les risques »

QUEL IMPACT L'ÉLECTION AMÉRICAINE ET LA POLITIQUE DE TRUMP ONT-ELLES SUR VOTRE STRATÉGIE ?

Les décisions du gouvernement américain sont suivies de très près par l'ensemble des acteurs institutionnels et privés. L'annonce de la Bitcoin Strategic Reserve aux États-Unis est un signal fort qui renforce la confiance dans l'avenir du Bitcoin. On remarque également que les institutions qui adoptent cette stratégie se concentrent uniquement sur Bitcoin et non sur d'autres actifs numériques.

Ce mouvement d'accumulation par les États pourrait être le début d'une tendance globale, avec d'autres gouvernements qui suivraient le même chemin. La République tchèque et d'autres pays ont déjà exprimé leur intérêt. Cette dynamique renforce la pertinence des Bitcoin Treasury Companies, qui se positionnent comme des acteurs incontournables dans un monde où Bitcoin devient un actif de référence.

COMMENT VOUS PRÉPAREZ-VOUS AUX CYCLES DE MARCHÉ BAISSIERS ?

Un marché baissier prolongé est un risque, mais il représente aussi une opportunité. Une entreprise focalisée sur l'accumulation de Bitcoin peut utiliser les périodes de prix bas pour augmenter son stock de Bitcoin par action, ce qui maximise les gains en phase de reprise. La valorisation d'une Bitcoin Treasury Company ne repose pas uniquement sur le nombre de Bitcoins détenus, mais aussi sur sa capacité de croissance et d'accumulation. Pour atténuer les risques, The Blockchain Group a structuré sa dette convertible sur cinq ans, avec une période de conversion flexible de deux ans à la fin à notre main, en plus de la conversion possible sur toute la durée pour l'investisseur. Cela évite d'être contraint de lever des fonds en urgence lors d'un marché baissier. En effet, le modèle repose sur des principes stricts : accumuler du Bitcoin sans le vendre et en minimisant les risques.



ALEXANDRE LAIZET

THE BLOCKCHAIN GROUP

QUEL EST LE PLUS GRAND RISQUE POUR VOUS ET POUR LE MARCHÉ DES BITCOIN TREASURY COMPANIES ?

Le risque principal serait un effondrement prolongé du Bitcoin sur une période de cinq ans. Si Bitcoin devait perdre une grande partie de sa valeur sans jamais se redresser, cela remettrait en question l'ensemble du modèle économique. Toutefois, l'historique du Bitcoin montre qu'il a toujours connu des cycles de croissance après ses phases de correction. Un autre risque est lié aux grandes entreprises du secteur, notamment la sécurité de la conservation de Bitcoin par des grands acteurs comme Coinbase et Fidelity, qui sont des acteurs extrêmement reconnus à ce jour et gèrent par conséquent l'essentiel du Bitcoin des ETFs américains et de MicroStrategy. Toutefois, à mesure que l'adoption de Bitcoin augmente, le marché devient moins dépendant de quelques acteurs, et la différenciation entre les Bitcoin Treasury Companies se fera sur leur capacité à croître et à générer des revenus tout en maîtrisant leurs risques.

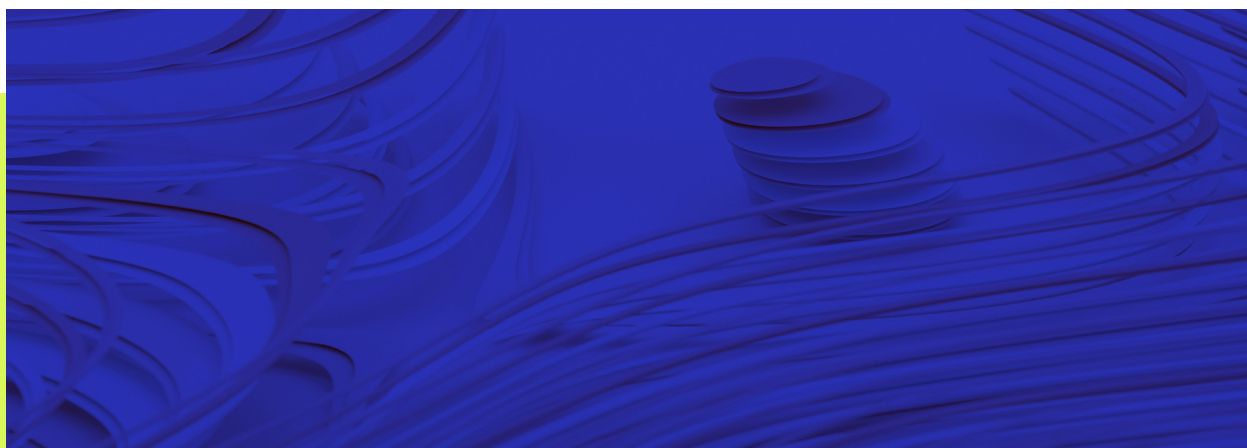
COMMENT ANTICIPEZ-VOUS LES RISQUES LIÉS À UNE MONTÉE D'ACTIONNAIRES QUI POURRAIENT INTERVENIR SUR VOTRE POLITIQUE ?

Nous avons structuré notre levée de fonds de manière à solidifier notre base actionnariale. Avant cette opération, le flottant représentait environ 80% du capital. Avec la conversion potentielle des obligations en actions, cette part pourrait être réduite à 40-60%, en fonction du prix du Bitcoin et des investisseurs qui entreront au capital.

Cette consolidation rend plus difficile toute tentative de prise de contrôle hostile. De plus, nos investisseurs stratégiques sont alignés avec notre vision de long terme sur Bitcoin, comme Adam Back (Blockstream) ou Yves Choueifaty (Tobam). Ce sont des acteurs profondément engagés dans l'écosystème et qui partagent notre stratégie d'accumulation. En structurant notre actionnariat de cette manière, nous réduisons le risque de voir un acteur extérieur tenter de modifier notre trajectoire ou de dévier notre stratégie.

Y A-T-IL DE LA PLACE POUR PLUSIEURS BITCOIN TREASURY COMPANIES EN EUROPE ?

Il est dans notre intérêt d'être la première Bitcoin Treasury Company en Europe, mais l'émergence de nouveaux acteurs est aussi dans notre intérêt car elle contribue à l'adoption du Bitcoin et renforce l'ensemble du marché. Cela étant dit, lancer une Bitcoin Treasury Company avec succès exige une compréhension fine du Bitcoin, une expertise en ingénierie financière et un réseau solide d'investisseurs alignés avec cette vision. Les barrières à l'entrée sont donc élevées, ce qui explique pourquoi nous avons vu émerger MicroStrategy aux États-Unis, Metaplanet au Japon et The Blockchain Group en Europe. Chaque acteur doit trouver un équilibre entre accumulation de Bitcoin, gestion des risques et structuration de son capital pour maximiser la croissance du nombre de Bitcoins par action tout en protégeant son modèle contre les fluctuations court terme du marché.



04

Analyse

PANORAMA DES LEVIERS FINANCIERS À LA DISPOSITION DES BITCOIN TREASURY COMPANIES



PANORAMA DES LEVIERS FINANCIERS À LA DISPOSITION DES BITCOIN TREASURY COMPANIES

INSTRUMENTS FINANCIERS DES BITCOIN TREASURY COMPANIES

TYPE D'INSTRUMENT	TAUX D'INTÉRÊT	REMBOURSEMENT / RETOUR	GARANTIE / COLLATÉRAUX	AVANTAGE PRINCIPAL	RISQUE PRINCIPAL
OBLIGATION SIMPLE	Élevé	Cash	Aucune	Mise en oeuvre simple et rapide	Coût élevé si les taux restent hauts
OBLIGATION SÉCURISÉE	Modéré à faible	Cash	Fiat / Crypto / Actions	Meilleur accès au financement, taux réduits	Immobilisation d'actifs, risque de liquidation
OBLIGATION CONVERTIBLE	Faible à nul	Cash ou actions	Aucune	Préserve la trésorerie, peu dilutif	Dilution potentielle, dépendance au cours de l'action
OBLIGATION CONVERTIBLE LIBELLÉ EN BITCOIN	Faible à nul	BTC ou actions	Aucune	Accumulations directe de BTC, transfert du risque à l'investisseur	L'investisseur supporte la volatilité du BTC
PRÊT COLLATÉRALISÉ	Modéré à élevé	Cash	Bitcoin (LTV ~25%)	Pas de dilution, bénéfique si le BTC monte	Garantie élevée, échéances court terme
VENTE D'ACTIONS (PUBLIQUE OU PRIVÉE)	Aucun	Actions	Aucune	Pas d'endettement, injonction directe de capital	Dilution immédiate, pression vendeuse à court terme
VENTE D'ACTIONS PROGRESSIVE (ATM)	Aucun	Actions (progressif)	Aucune	Flexible, s'adapte aux conditions de marché	Pression vendeuse persistante, valorisation freinée
ACTIONS PRIVILÉGIÉES - STRK	Dividende annuel 8% (en cash ou actions MSTR)	Convertible en MSTR (>1000\$) ou 100\$ en liquidation	Priorité sur MSTR en liquidation	Produit hybride avec rendement et dilution différée	Endettement accru, complexité de la structure
ACTIONS PRIVILÉGIÉES - STRF	Dividende annuel 10% (en cash uniquement)	100\$ en liquidation	Priorité sur STRK en liquidation	Produit hybride pour investisseurs institutionnels prudents	Charge en cash, fragmentation de la liquidité

PANORAMA DES LEVIERS FINANCIERS À LA DISPOSITION DES BITCOIN TREASURY COMPANIES

QUELLES MÉCANIQUES FINANCIÈRES PERMETTENT AUX BITCOIN TREASURY COMPANIES DE SOUTENIR LEUR FRÉNÉSIE D'ACCUMULATION ? DE LA DETTE CONVERTIBLE AUX ACTIONS PRIVILÉGIÉES, TOUR D'HORIZON DES INSTRUMENTS À LEUR DISPOSITION.

OBLIGATIONS : L'OUTIL DE PRÉDILECTION POUR FINANCER L'ACCUMULATION DE BITCOIN

Face à l'appétit croissant des entreprises exposées au Bitcoin pour des sources de financement flexibles, les obligations s'imposent comme l'instrument de choix. Simples, sécurisées ou convertibles, ces titres permettent de lever d'importants capitaux – souvent auprès d'investisseurs institutionnels – tout en offrant aux entreprises une liberté stratégique précieuse. Pour les investisseurs, les avantages sont multiples : une liquidité appréciable grâce aux marchés secondaires, une prise de risque plus mesurée qu'une entrée au capital, et une grande souplesse dans la structuration des contrats — taux d'intérêt, garanties, échéances.

→ Les obligations simples : un levier tactique, mais coûteux

Souvent jugées peu adaptées aux ambitions de long terme, les obligations d'entreprise dites « simples » n'ont pourtant pas dit leur dernier mot. Ces titres classiques, remboursables en numéraire à l'échéance, conservent une utilité stratégique dans l'arsenal des Bitcoin Treasury Companies, malgré un contexte de taux d'intérêt toujours élevés qui en renchérit le coût. Peu utilisées pour financer une accumulation massive de bitcoins, elles trouvent leur place dans des opérations ciblées. Certaines entreprises s'en servent comme levier tactique : tester l'appétit des investisseurs, couvrir un besoin de trésorerie immédiat, ou encore gagner du temps en attendant des conditions de marché plus favorables —

baisse des taux, valorisation boursière revue à la hausse. Une manière pragmatique de préparer le terrain avant une levée plus ambitieuse, via des obligations convertibles par exemple, souvent moins dilutives.

→ Les obligations sécurisées : l'équilibre entre confiance et contrôle

À mi-chemin entre les obligations classiques et les emprunts collatéralisés, les obligations sécurisées séduisent de plus en plus les entreprises crypto-friendly en quête de conditions de financement optimisées. En adossant ces titres à des actifs — qu'ils soient financiers ou numériques — les émetteurs parviennent à rassurer les investisseurs, obtenir des taux plus bas et parfois allonger la maturité de la dette. Pour les créanciers, le cadre est rassurant : en cas de défaut, les actifs mis en garantie peuvent être saisis, limitant le risque de perte. Une sécurité qui justifie une rémunération plus modérée. Autre atout : la liquidité de ces titres, négociables sur les marchés secondaires. Mais cette protection a un prix. Les actifs mobilisés en garantie sont gelés pendant toute la durée de l'obligation, exposant l'émetteur à un risque de liquidation en cas de coup dur. Pour compenser, certaines obligations sécurisées intègrent une clause de priorité de remboursement : en cas de faillite, leurs détenteurs passent en tête. Un argument de poids pour les investisseurs les plus prudents.

PANORAMA DES LEVIERS FINANCIERS À LA DISPOSITION DES BITCOIN TREASURY COMPANIES

→ Les obligations convertibles :

L'arme favorite des entreprises pro-Bitcoin

Véritable couteau suisse du financement, les obligations convertibles — ou convertible notes — s'imposent comme l'outil privilégié des entreprises qui misent sur le Bitcoin comme levier stratégique. À mi-chemin entre dette et capital, ces titres hybrides offrent un double avantage : remboursement en cash ou conversion en actions à l'échéance, selon ce qui s'avère le plus avantageux pour l'investisseur. Le mécanisme est simple : un prix de conversion est fixé dès l'émission. Si le cours de l'action dépasse ce seuil, l'investisseur peut troquer sa créance contre des actions à prix réduit, et réaliser une plus-value potentielle. En échange de cette option, les taux d'intérêt sont souvent dérisoires, rendant l'opération peu coûteuse pour l'entreprise. Autre atout de taille : en cas de conversion, aucun cash n'est déboursé, ce qui permet de préserver la trésorerie — un avantage crucial pour maximiser l'exposition au Bitcoin tout en gardant une marge de manœuvre financière. Mais l'outil a ses limites. Si les fonds levés ne servent pas à générer un meilleur BTC yield — soit une hausse du nombre de bitcoins par action — la stratégie peut perdre en crédibilité. Dans un écosystème aussi volatil que celui du Bitcoin, la confiance des marchés reste aussi essentielle que fragile.

→ The Blockchain Group inaugure les obligations libellées en Bitcoin

C'est une première mondiale dans l'univers des entreprises cotées : The Blockchain Group a levé près de 48,6 millions d'euros via une émission d'obligations convertibles, majoritairement libellées en Bitcoin. Plutôt que d'emprunter en euros pour acheter du BTC, le groupe européen a fait le choix radical d'emprunter directement l'actif numérique. À l'échéance, l'entreprise pourra soit restituer les bitcoins empruntés, soit convertir la dette en actions au prix unitaire de 0,544€. Cette structure inédite bouleverse les codes du financement traditionnel. En supprimant toute conversion fiat-crypto, elle facilite l'accumulation directe de BTC tout en redistribuant les risques : en cas de chute du cours du Bitcoin, c'est l'investisseur — et non l'émetteur — qui encaisse l'essentiel de la volatilité. Si le prix du BTC reste bas à maturité, The Blockchain Group pourra simplement rendre les mêmes bitcoins empruntés, sans avoir à liquider d'autres actifs comme cela aurait été le cas avec une obligation classique. Une innovation audacieuse qui pourrait faire école, à l'heure où l'institutionnalisation de Bitcoin pousse les entreprises à inventer de nouveaux outils de financement.

INSTRUMENTS FINANCIERS DES BITCOIN TREASURY COMPANIES

ENTREPRISES	OBLIGATIONS SIMPLES	OBLIGATIONS SÉCURISÉES	OBLIGATIONS CONVERTIBLES	OBLIGATIONS CONVERTIBLES SOUSCRITES EN BTC	PAYS D'ORIGINE
STRATEGY (EX MICROSTRATEGY)	/	/	\$10 millions	/	États-Unis
METAPLANET	\$127 millions	\$18 millions	/	/	Japon
THE BLOCKCHAIN GROUP	/	/	/	\$47 millions	France

PANORAMA DES LEVIERS FINANCIERS À LA DISPOSITION DES BITCOIN TREASURY COMPANIES

FINANCER SA STRATÉGIE BITCOIN PAR LA VENTE D'ACTIONS : UN LEVIER À DOUBLE TRANCHANT

Pour éviter l'endettement, de nombreuses Bitcoin Treasury Companies optent pour une voie directe : l'émission de nouvelles actions. Une stratégie simple, sans intérêts ni échéances à honorer, qui permet d'échapper aux contraintes des obligations convertibles et à l'aléa d'une conversion future. Mais cette solution a un prix : la dilution immédiate des actionnaires existants. Contrairement aux convertibles, qui repoussent dans le temps la transformation de dette en capital, l'augmentation de capital impacte d'emblée la structure de l'actionariat. Dès lors, une exigence s'impose : que le BTC yield généré — soit le rendement lié à la détention de bitcoins par action — dépasse ce qu'un investisseur pourrait obtenir en conservant simplement du BTC. Faute de quoi, les actionnaires subissent une double perte : une baisse relative de leur participation et un manque à gagner potentiel. Plusieurs mécanismes existent pour structurer ce type d'opérations, mais toutes reposent sur le même impératif : prouver que l'accumulation de Bitcoin crée bel et bien de la valeur.

→ Les offres de vente d'actions

Dans ce cas, l'entreprise émet de nouvelles actions qu'elle écoule d'un bloc, soit via une offre publique (public offering), soit dans le cadre d'un placement privé à destination d'investisseurs institutionnels. Ces opérations, souvent menées en réponse à un besoin immédiat de liquidités, ont l'inconvénient d'introduire une dilution brutale pour les actionnaires existants, ainsi qu'une pression vendeuse accrue sur le titre à court terme.

→ Les ventes "at-the-market" : un outil de financement souple, mais potentiellement dilutif

Populaires aux États-Unis, les ventes "at-the-market" (ou ATM sales) constituent un mécanisme de financement progressif pour les sociétés cotées. Le principe est simple : plutôt que de lever des fonds en une seule fois, l'entreprise émet de nouvelles actions au fil de l'eau, en fonction des conditions de marché, via des brokers partenaires. Ce mode opératoire présente plusieurs avantages. Il est moins brutal pour le marché qu'une levée de fonds traditionnelle, souvent perçue comme dilutive. En étalant les émissions dans le temps, la société évite une chute soudaine de son cours. Mais cette relative discrétion a un revers : elle maintient une pression vendeuse latente, susceptible de dissuader certains investisseurs institutionnels ou particuliers, rebutés par le manque de visibilité. L'intérêt stratégique des ventes ATM est particulièrement saillant en période d'euphorie boursière. Lorsque le cours de l'action flambe bien au-delà de la valeur intrinsèque de l'entreprise — un phénomène courant pour les sociétés détenant massivement du bitcoin —, ces ventes permettent de corriger le tir. En injectant progressivement de nouvelles actions sur le marché, la société réduit mécaniquement son premium tout en renforçant sa trésorerie, souvent dans le but d'accroître encore ses réserves de BTC.



PANORAMA DES LEVIERS FINANCIERS À LA DISPOSITION DES BITCOIN TREASURY COMPANIES

Hors des États-Unis, ce type de flexibilité reste plus limité. En Europe et en Asie, les entreprises doivent se tourner vers d'autres instruments – options sur actions, bons de souscription (BSA), ou droits d'acquisition d'actions. Moins agiles que les ventes ATM, ces outils permettent néanmoins de structurer des levées de fonds échelonnées, grâce à des droits d'émission activables sur des périodes définies.

→ Les actions privilégiées, ou Preferred Stocks Avec STRK et STRF, Strategy affine sa stratégie de financement Bitcoin

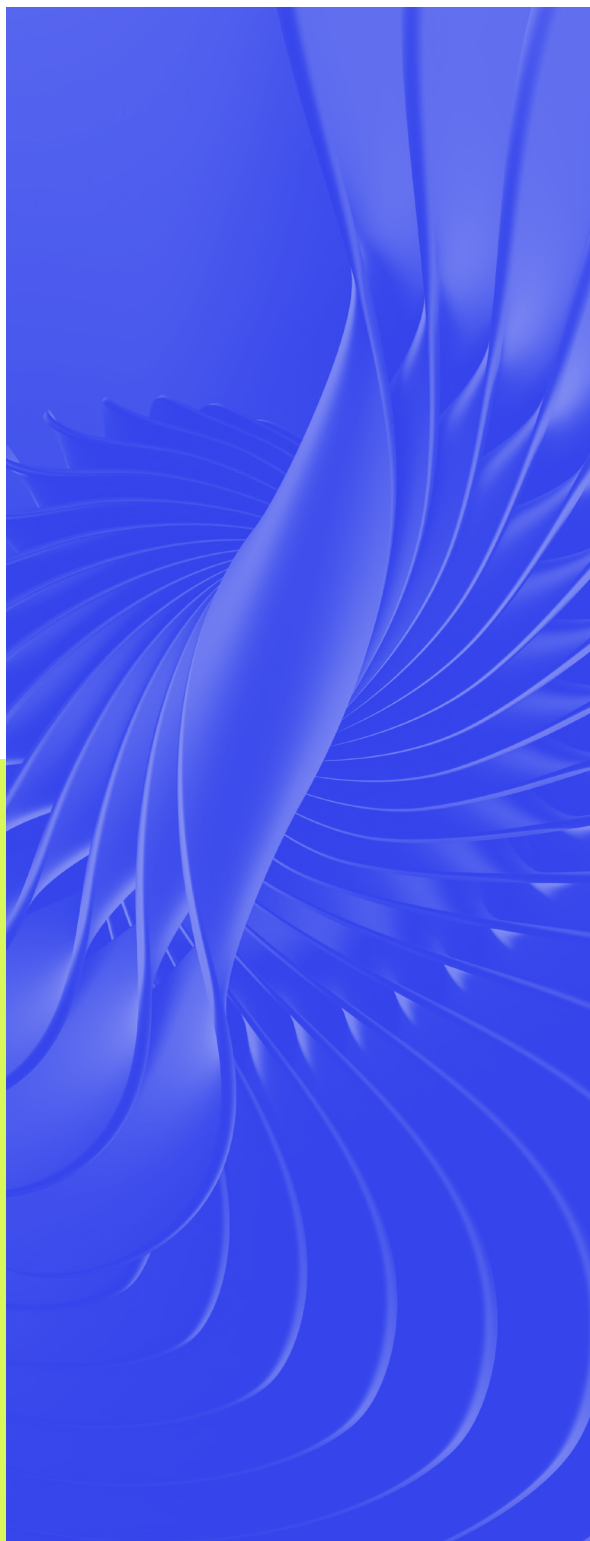
Nouvelle innovation chez Strategy : pour continuer à accumuler massivement du bitcoin sans diluer immédiatement ses actionnaires, l'entreprise de Michael Saylor mise désormais sur un outil hybride — les actions privilégiées. Deux titres ont vu le jour : STRK, lancé en 2024, et STRF, annoncé en mars 2025. Leur objectif ? Séduire une base d'investisseurs plus institutionnelle et plus averses au risque. Contrairement aux actions classiques MSTR, STRK et STRF ne donnent pas de droits de vote mais offrent un rendement fixe et des garanties contractuelles. STRK promet un dividende annuel de 8 %, versé trimestriellement en cash ou en actions MSTR, cumulatif en cas de non-paiement.

Ce titre est convertible en 10 actions MSTR si le cours dépasse 1 000 dollars, et garantit un remboursement à 100 dollars en cas de liquidation, le plaçant à mi-chemin entre action et obligation convertible. STRF pousse la logique plus loin : rendement de 10 %, versement uniquement en cash, rang de remboursement supérieur à STRK, mais sans aucune option de conversion. C'est un pur produit de rendement, sans exposition directe au capital. Cette ingénierie financière permet à Strategy de lever jusqu'à 21 milliards de dollars via des ventes "ATM" (at-the-market) de STRK, tout en limitant la pression dilutive tant que le cours de MSTR ne franchit pas les 1 000 dollars. Une stratégie pensée pour rassurer les investisseurs prudents, tout en poursuivant l'accumulation de BTC. Mais cette sophistication a son revers : multiplication des instruments, structure capitalistique de plus en plus complexe, engagements de trésorerie fixes. Strategy trace sa propre voie, loin des standards traditionnels, en assumant une architecture financière taillée sur mesure pour le pari Bitcoin de Michael Saylor.

INSTRUMENTS FINANCIERS DES BITCOIN TREASURY COMPANIES

ENTREPRISES	ACTIONS COMMUNES	ACTIONS PRIVILÉGIÉES	PAYS D'ORIGINE
STRATEGY (EX MICROSTRATEGY)	\$2,03 milliards	\$584 millions	États-Unis
METAPLANET	\$274 millions	/	Japon
THE BLOCKCHAIN GROUP	\$3,7 millions	/	France

PANORAMA DES LEVIERS FINANCIERS À LA DISPOSITION DES BITCOIN TREASURY COMPANIES



EMPRUNTS COLLATÉRALISÉS : UN OUTIL PEU ADAPTÉ À UNE STRATÉGIE LONG TERME

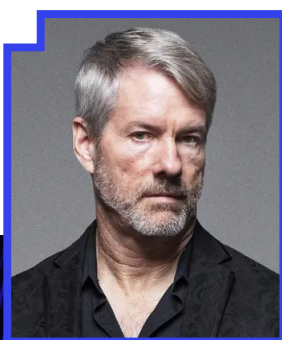
→ L'emprunt collatéralisé, un levier risqué pour les Bitcoin Treasury Companies

Souvent associé à l'univers de la DeFi, l'emprunt collatéralisé semble, sur le papier, un outil naturel pour financer l'accumulation de bitcoins. En réalité, il reste marginal dans les stratégies des Bitcoin Treasury Companies. Le principe est pourtant limpide : obtenir des liquidités en mettant du BTC en garantie auprès d'une banque ou d'un acteur spécialisé. Michael Saylor l'a expérimenté en 2022, contractant un prêt de 205 millions de dollars auprès de Silvergate Bank, adossé à quelque 820 millions de dollars en bitcoins. L'opération, à un taux de 3,75 %, offrait un accès rapide à des fonds sans diluer le capital – un choix stratégique pour préserver la valeur actionnariale. Si le cours du Bitcoin avait grimpé, la manœuvre aurait pu se révéler extrêmement lucrative. Mais le timing a joué contre Strategy : le marché est entré en bear market, mettant en lumière la vulnérabilité du montage. Le ratio prêt/valeur très conservateur — seulement 25 % — a contraint l'entreprise à immobiliser une grande partie de ses réserves. Après la chute de FTX fin 2022, elle a dû injecter encore plus de BTC pour répondre à un appel de marge. Leçon retenue : si l'emprunt collatéralisé évite la dilution, il impose des garanties élevées, une exposition au risque de liquidation, et une gestion de trésorerie tendue — autant de contraintes difficilement compatibles avec une stratégie patrimoniale de long terme. Un outil de financement à manier avec prudence, que peu de Bitcoin Treasuries sont aujourd'hui prêts à intégrer durablement.

05

Risques

STRATEGY : LE SCÉNARIO NOIR DE MICHAEL SAYLOR



STRATEGY : LE SCÉNARIO NOIR DE MICHAEL SAYLOR

EN MISANT TOUT SUR LE BITCOIN, MICHAEL SAYLOR A TRANSFORMÉ STRATEGY EN UNE ENTREPRISE UNIQUE EN SON GENRE. MAIS ALORS QUE LES ÉCHÉANCES FINANCIÈRES S'ACCUMULENT, SA STRATÉGIE AFFRONTERA D'ICI 2028 SON PREMIER VRAI TEST DE RÉSILIENCE.



Longtemps saluée pour son audace et sa constance, la stratégie de Michael Saylor – patron et fondateur de MicroStrategy, devenue « Strategy » – suscite aujourd'hui des doutes croissants. En l'espace de cinq mois seulement, entre novembre 2024 et mars 2025, l'entreprise a plus que doublé ses avoirs en Bitcoin, passant de 252 220 à 528 185 BTC. Ces acquisitions massives, pour un coût total estimé à 35,6 milliards de dollars, se sont faites à un prix moyen de 67 458 dollars l'unité. Ce timing interpelle alors que le marché du Bitcoin donnait déjà, au premier trimestre 2024, des signes d'essoufflement. Pour la première fois depuis le début de son pari en 2020, la stratégie de Saylor semble exposée à un risque systémique. Depuis deux ans, Strategy affirme ne plus avoir recours à des prêts adossés à son stock de Bitcoin. Désormais, ses acquisitions sont exclusivement financées par

l'émission d'actions sur le marché boursier – des actions ordinaires de classe A – ou par la création d'obligations convertibles. Ce choix permet d'éviter les appels de marge qui avaient menacé l'entreprise lors des phases de baisse en 2022. Mais il n'en est pas moins risqué.

L'ENTREPRISE DOIT FAIRE FACE, À PARTIR DE 2028, À UN CALENDRIER D'ÉCHÉANCES PARTICULIÈREMENT CHARGÉ

Les obligations convertibles émises par Strategy doivent en principe être remboursées cinq ans après leur émission, soit en numéraire, soit en actions MSTR, en fonction du choix des créanciers. Toute la mécanique repose sur une hypothèse simple : que le Bitcoin poursuive ses cycles haussiers tous les quatre ans, entraînant dans son sillage le cours de l'action MSTR.

STRATEGY : LE SCÉNARIO NOIR DE MICHAEL SAYLOR

Si tel est le cas, les créanciers choisiront la conversion en actions, limitant les sorties de trésorerie. Mais si ce cycle venait à être rompu, et que le Bitcoin entraînait dans une longue phase baissière, les créanciers pourraient préférer un remboursement en cash, mettant Strategy face à une pression de liquidité brutale. Cette éventualité prend d'autant plus de relief que l'entreprise doit faire face, à partir du 15 septembre 2028, à un calendrier d'échéances particulièrement chargé. Durant cinq années consécutives, jusqu'en 2033, Strategy devra rembourser environ 1,6 milliard de dollars par an, soit un total de 8 milliards. Une somme colossale pour une société dont les activités logicielles historiques ne génèrent plus, aujourd'hui, de flux suffisants pour en couvrir ne serait-ce qu'une fraction. Au cours actuel de 280 dollars par action MSTR, seules les obligations arrivant à échéance en 2029 et 2030 sont potentiellement « underwater », car leur prix de conversion est supérieur à la valeur du titre à la fin du premier trimestre 2025.



Pour toutes les autres, les détenteurs seraient incités à convertir leur dette en actions, ce qui diluerait encore davantage les actionnaires existants. Mais si le cours de MSTR venait à

baisser fortement – du fait d'un recul prolongé du Bitcoin ou d'émissions trop fréquentes et dilutives – ce scénario s'effondrerait. Strategy pourrait alors se voir contrainte de lancer de nouvelles émissions pour honorer les précédentes, au risque d'éroder totalement la confiance du marché (cela voudrait dire que l'entreprise s'endette pour honorer ses dettes). Et si cette option devenait elle-même inopérante, l'entreprise n'aurait d'autre choix que de céder une partie de son stock de BTC. Ce mouvement, venant de l'un des plus grands détenteurs de Bitcoin au monde, pourrait enclencher une spirale descendante : vente massive, chute du cours du BTC, baisse du titre MSTR, nouvelles pressions de remboursement, nouvelles ventes, et ainsi de suite.

MICHAEL SAYLOR SEUL AUX COMMANDES, MAIS JUSQU'À QUAND ?

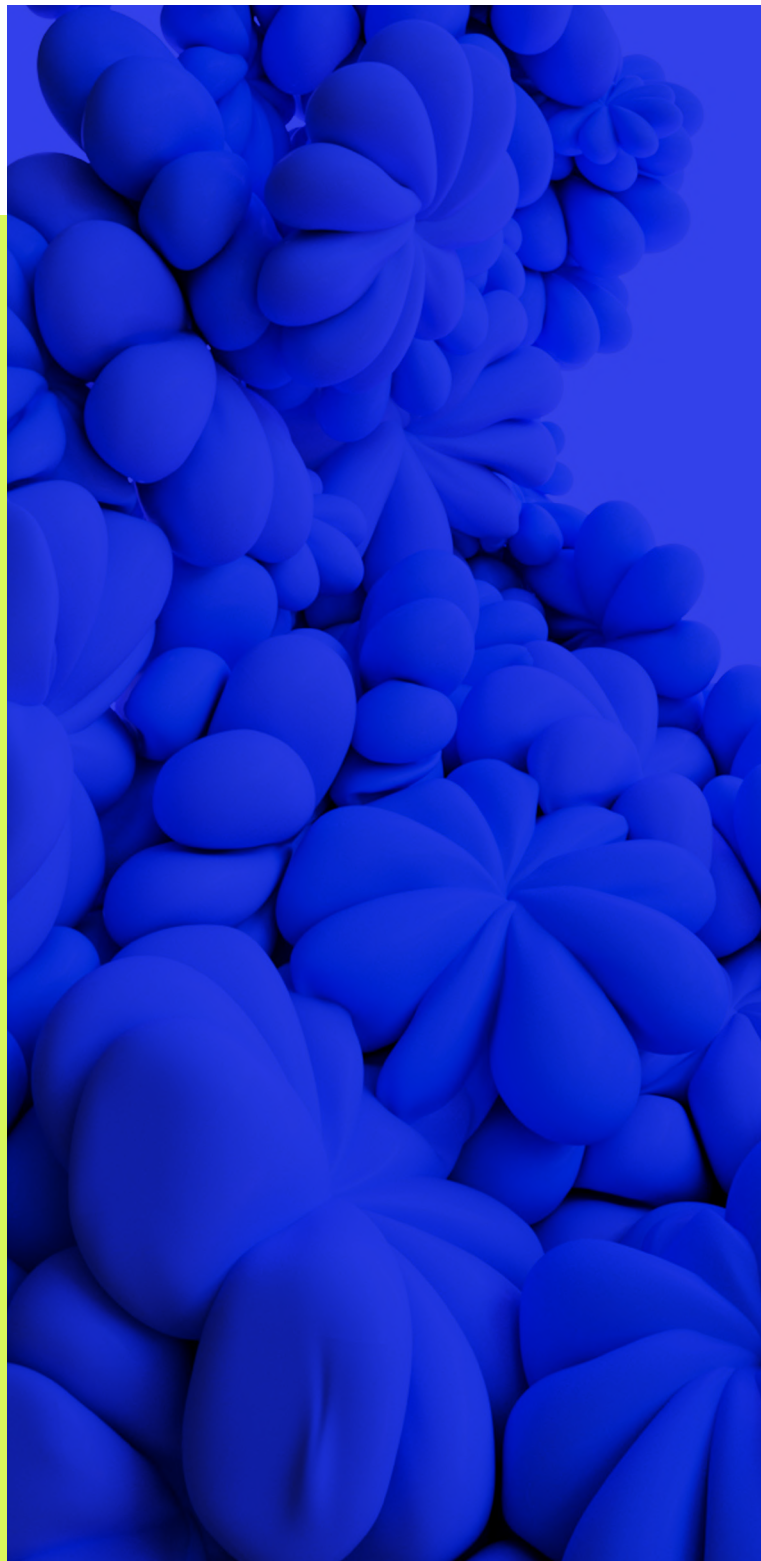
Au-delà des considérations financières, un autre défi se pose à Strategy : celui de la gouvernance. Pour financer ses acquisitions, la société a multiplié les levées de fonds par émission d'actions ordinaires, entraînant une dilution progressive de son capital. Un processus classique en finance d'entreprise, mais qui peut se révéler déstabilisant lorsque la stratégie repose sur une vision de long terme partagée. Dans des sociétés cotées, plus la part de capital détenue par les fondateurs diminue, plus leur pouvoir de décision s'érode. Et plus le nombre d'actionnaires augmente, plus le risque grandit de voir apparaître des visions divergentes, notamment en cas de crise. Or, Strategy n'est pas une entreprise comme les autres : c'est une Bitcoin Treasury Company, c'est-à-dire une entité dont le modèle repose sur l'accumulation d'un actif spéculatif, à très long terme.

Elle ne peut fonctionner qu'à condition de réunir autour d'elle des investisseurs convaincus de la pertinence de cette thèse. Pour maintenir cet alignement, Michael Saylor s'est efforcé de faire entrer progressivement au capital de nouveaux actionnaires acquis à sa vision, tout en verrouillant sa position au sommet de l'organigramme.

STRATEGY : LE SCÉNARIO NOIR DE MICHAEL SAYLOR

SAYLOR DÉTIENT ENCORE 46,8% DES DROITS DE VOTE DE STRATEGY

Le dispositif mis en place est particulièrement robuste. Strategy distingue les actions de classe A, ordinaires et cotées, des actions de classe B, non cotées et dotées de dix fois plus de droits de vote. Aujourd'hui, 99,9 % des actions de classe B sont détenues par Michael Saylor. Ce mécanisme lui permet de conserver, malgré la dilution, un pouvoir quasi absolu sur la stratégie de l'entreprise. Selon le formulaire DEF-14A déposé auprès de la SEC le 3 janvier 2025, Saylor détient encore 46,8 % des droits de vote de Strategy, alors que sa part économique dans le capital est désormais minoritaire. Tant que ce verrouillage tient, il est libre de poursuivre son pari sur Bitcoin sans entrave. Mais ce pouvoir, aussi solide soit-il sur le papier, repose sur une structure de financement de plus en plus tendue. En l'absence de revenus d'exploitation significatifs, tout repose sur la confiance des marchés, le maintien du cours de l'action, et la conviction que le Bitcoin poursuivra sa trajectoire ascendante. Avec plus de 528 000 BTC dans son bilan, Strategy est devenue l'archétype de l'entreprise crypto-alignée. Mais ce rôle d'avant-garde, qui lui vaut l'admiration d'une partie de l'écosystème, pourrait se transformer en talon d'Achille si le marché ne suit plus. La stratégie de Michael Saylor n'a jamais été une diversification, c'est un acte de foi absolu. Le moindre accroc dans cette foi – chez les investisseurs, les créanciers ou les marchés – pourrait précipiter une réaction en chaîne. Plus qu'un pari technologique ou financier, Strategy incarne désormais un test grandeur nature sur la résilience du Bitcoin. et celle de ses partisans.



06

Risques

LES DEUX GRANDS RISQUES POUR L'ACTIONNAIRE DES BITCOIN TREASURY COMPANIES



LES DEUX GRANDS RISQUES POUR L'ACTIONNAIRE DES BITCOIN TREASURY COMPANIES

CERTAINES ENTREPRISES COTÉES COMME STRATEGY ADOPTENT UNE STRATÉGIE INÉDITE : ACCUMULER MASSIVEMENT DU BITCOIN POUR EN FAIRE LEUR PRINCIPAL ACTIF DE RÉSERVE. EN INVESTISSANT DANS LEURS ACTIONS, LES INVESTISSEURS S'EXPOSENT DONC INDIRECTEMENT À L'ÉVOLUTION DU PRIX DU BITCOIN... MAIS PAS SEULEMENT. DEUX RISQUES MAJEURS PEUVENT AFFECTER LA PERFORMANCE RÉELLE DE L'ACTIONNAIRE.

RISQUE N°1 : LA DILUTION DE L'ACTIONNAIRE

→ Pourquoi ?

Pour financer l'achat continu de Bitcoin, ces entreprises émettent régulièrement de nouvelles actions ou des obligations convertibles, donnant aux créanciers le droit d'en recevoir à l'échéance.

→ Conséquence directe

Les actionnaires existants sont dilués s'ils ne participent pas aux nouvelles émissions.

→ Mesure clé : le BTC Yield

Il s'agit de la croissance annuelle du nombre de Bitcoins détenus par action. Tant que ce ratio augmente, la dilution peut être justifiée : l'actionnaire renforce son exposition au Bitcoin dans le temps.

Mais attention !

Si le BTC Yield devient négatif (ex. : émission d'actions pour rembourser une dette ou financer une activité non rentable), l'investisseur est perdant :

- Il détient une plus petite part de Bitcoin,
- Et il sous-performe le Bitcoin lui-même.

RISQUE N°2 : L'ÉCART ENTRE VALORISATION BOURSIÈRE ET VALEUR DES BITCOINS DÉTENUS

→ Le principe

Le cours de l'action ne reflète pas seulement la valeur des Bitcoins en réserve, mais aussi la confiance du marché dans la capacité de l'entreprise à en accumuler davantage.

→ Deux scénarios fréquents

• En bull market

L'action s'échange avec une prime élevée par rapport aux actifs. L'investisseur paie plus cher que la valeur réelle des Bitcoins détenus, ce qui réduit son rendement, même si la stratégie fonctionne.

• En bear market

Le titre peut se négocier avec une décote, amplifiant les pertes.

→ La réponse stratégique

Quand la prime est élevée, l'entreprise peut vendre de nouvelles actions via un programme At-The-Market (ATM) :

- Elle lève des fonds à bon prix,
- Achète plus de Bitcoin,
- Et réduit mécaniquement la surévaluation de l'action, la rendant à nouveau attractive.

→ À RETENIR

**Acheter des actions d'une Bitcoin
Treasury Company n'est pas un simple
placement dans le Bitcoin.**

C'est un pari sur :

- la bonne gestion de la dilution
- la discipline dans l'accumulation des bitcoins
- et l'équilibre entre valorisation boursière et réserves réelles

07

Leaders

**LES 10 PLUS GRANDES
ENTREPRISES COTÉES
QUI DÉTIENNENT LE PLUS
DE BITCOIN**



LES 10 PLUS GRANDES ENTREPRISES COTÉES QUI DÉTIENNENT LE PLUS DE BITCOIN

[Données du 30 Mars 2025]

RANG	ENTREPRISE	PAYS	BTC DÉTENUS	VALEUR ESTIMÉE (USD)
1	MicroStrategy	 USA	528,185	\$44 Mds
2	MARA Holdings (Marathon)	 USA	46,374	\$3.84 Mds
3	Riot Platforms	 USA	18,692	\$1.55 Md
4	Tesla	 USA	11,509	\$952.77 M
5	Cleantech	 USA	11,177	\$925.29 M
6	Hut 8 Mining	 CANADA	10,273	\$850.45 M
7	Coinbase Global	 USA	9,480	\$784.80 M
8	Block Inc. (ex-Square)	 USA	8,485	\$702.43 M
9	Bitcoin Group SE	 ALLEMAGNE	3,605	\$298.44 M
10	Metaplanet	 JAPON	3,200	\$264.91 M

08

Mapping

**CARTOGRAPHIE
DES BITCOIN TREASURY
COMPANIES ET DE LEURS
PARTENAIRES**



CARTOGRAPHIE DES BITCOIN TREASURY COMPANIES ET DE LEURS PARTENAIRES

Les plus grosses Bitcoin Treasury Companies

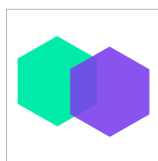
(dont la mission est principalement d'accumuler le maximum de bitcoins)



STRATEGY
(EX MICROSTRATEGY)



METAPLANET



THE BLOCKCHAIN
GROUP

Custodians



KOMAINU



ANCHORAGE



BITGO



HEXTRUST

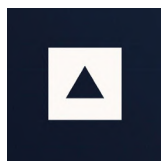


COINBASE
CUSTODY



FINOA

Fournisseurs de technologie de conservation



FIREBLOCKS



TAURUS



DFNS



METACO



LEDGER
ENTERPRISE

Brokers / Market makers / OTC



APLO



FLOWDESK



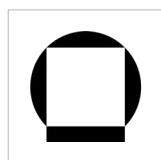
FALCONX



FLOW
TRADERS



COINSHARES



GALAXY



GSR



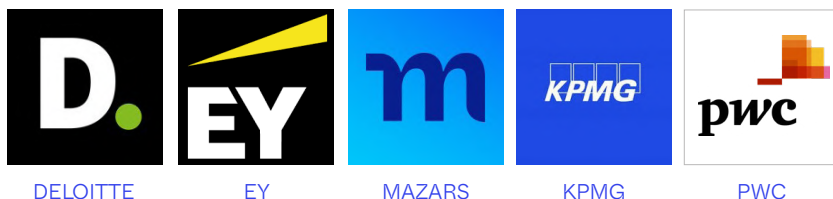
WINTERMUTE



B2C2

CARTOGRAPHIE DES BITCOIN TREASURY COMPANIES ET DE LEURS PARTENAIRES

Audit



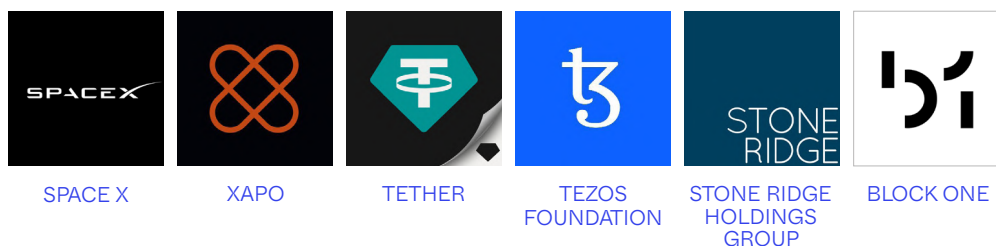
Exchanges de niveau institutionnel



Intermédiaires financiers



Les entreprises non cotées qui détiennent du Bitcoin dans leur bilan





The Big Whale

Ce rapport a été conçu par le service recherche
de **The Big Whale** et sous la direction
de **Grégory Raymond**.

.....

www.thebigwhale.io

Nous contacter : contact@thebigwhale.io
9 rue des Colonnes, 75002 Paris, FRANCE