

# Strategy : une construction monétaire, pas une pyramide

Dans une récente tribune, publiée par L'Agefi, Denis Alexandre décortique la stratégie d'accumulation de bitcoins mise en oeuvre par l'américain Strategy, une mécanique qui s'apparente selon lui à un Ponzi. Yves Choueifaty, le fondateur de Tobam, conteste cette lecture et fait valoir d'autres arguments.

PAR YVES CHOUEIFATY

En 1989, Michael Saylor crée une société informatique et technologique : MicroStrategy — devenue Strategy en août 2025.

C'est le 11 août 2020 que Michael Saylor annonce une nouvelle orientation stratégique pour son entreprise: la « *Bitcoin Strategy* ». Ce même mois, MicroStrategy acquiert 21 454 bitcoins pour un montant total de 250 millions de dollars.

A cette époque, l'action MicroStrategy cote environ 13,5 dollars. Aujourd'hui (23 mars 2026), elle s'échange autour de 139 dollars, soit une hausse de +924 % en cinq ans et demi. Sur la même période, le CAC 40 affiche une performance d'environ +79%, le S&P 500 d'environ +120 %, et le Bitcoin de +522 % [1]... et, certains commentateurs affublent MicroStrategy du qualificatif de « *pyramide de Ponzi* ».

Qu'est-ce qu'une pyramide de Ponzi ? C'est une escroquerie [2] consistant à proposer à des investisseurs de « *cotiser* », les cotisations des nouveaux étant réparties entre les anciens, sans investissement réel sous-jacent.

Les exemples les plus connus sont Charles Ponzi au début du 20<sup>e</sup> siècle et Bernard Madoff au début du 21<sup>e</sup>. Dans les deux cas : aucun actif réel n'était investi pour le compte des clients, aucune transparence (ni sur le passif [3], ni sur l'actif), une illusion entretenue jusqu'à l'effondrement. Une pyramide de Ponzi est sans « *espoir* » : elle mène inéluctablement à l'effondrement et à la perte totale des cotisations des derniers entrants.

Michael Saylor, lui, fait exactement l'inverse : les dollars levés sont investis dans un actif réel, liquide, vérifiable à tout instant : le Bitcoin. Le bilan est public. La stratégie est transparente et explicite. Il n'y a ni promesse de rendement artificielle, ni opacité. Si Strategy n'a rien — mais absolument rien — à voir avec un Ponzi, à quel précédent peut-on la rattacher ?

## Un axiome et quatre références

La réponse, au moins formelle, n'est pas très sophistiquée. Elle fait appel à un axiome et à quatre références: l'or,

Bitcoin, Friedrich Hayek et la Banque d'Angleterre. Commençons par l'axiome, inspiré de Newton : tout déséquilibre engendre un mouvement ; tout mouvement provient d'un déséquilibre. En économie, le plus grand des déséquilibres actuels est évident : le déséquilibre entre les recettes publiques et les dépenses publiques. De ce déséquilibre il résultera un mouvement : une augmentation massive des impôts, une réduction massive des dépenses, ou de l'inflation monétaire.

L'histoire montre que la troisième voie est, et c'est un euphémisme, la plus fréquemment empruntée. Dès lors, les monnaies fiat, adossées à des émetteurs structurellement en déséquilibre, voient leur capacité à servir durablement d'actif de référence s'éroder. Or l'économie a besoin d'une clé de voûte de confiance : un actif de réserve dont l'offre n'est pas fonction des contraintes budgétaires d'un État. Si l'axiome du déséquilibre est correct, alors la question n'est pas de savoir si un actif monétaire alternatif émergera, mais lequel.

Pendant des siècles, l'or a servi d'actif de réserve ultime. Des institutions ont été créées pour l'accumuler, le détenir et émettre des passifs en face. Ce mécanisme n'avait rien d'un Ponzi : il reposait sur la détention d'un actif monétaire rare. Bitcoin s'inscrit dans cette lignée : un actif monétaire à la rareté programmée, non productif d'intérêt, mais servant d'ancrage à la valeur. Son offre est strictement limitée et indépendante des décisions politiques; il est un candidat naturel à cette fonction.

Friedrich Hayek, dans *The Denationalisation of Money* [4], imaginait précisément l'émergence d'institutions privées, offrant au marché des actifs monétaires concurrents (leurs émissions) alternatifs aux monnaies étatiques. Ce que nous observons aujourd'hui ressemble davantage à cette intuition qu'à une pyramide frauduleuse.

Historiquement, la Banque d'Angleterre elle-même a été créée sur un principe comparable [5] : lever des fonds, acquérir un actif considéré comme sûr, et émettre des passifs en face. L'innovation de l'époque n'était pas une fraude ; c'était une nouvelle architecture monétaire. Dans

cette perspective, l'accumulation d'un actif monétaire rare et la structuration de passifs autour de cette réserve relèvent moins d'un schéma pyramidal que d'une construction monétaire classique — adaptée à l'ère numérique.

Un autre point d'attaque contre Strategy porte sur la structuration de son passif — toujours en ne regardant qu'une portion très congrue du bilan. Aujourd'hui, Strategy, c'est environ 53 milliards de dollars investis en Bitcoin, environ 2,25 milliards de dollars de liquidités, et un levier net d'environ 11 %, et une « *amplification* » en ajoutant les actions préférentielles de 34 %. Clairement, un « *Ponzi* » comme on aimerait en voir plus souvent....

Qu'un effondrement du Bitcoin entraînerait celui de Strategy — et avec lui une accélération de la chute du Bitcoin — est un risque (en fait une spéculation) qui peut être discuté. Mais ce risque s'appelle concentration, levier modéré et dépendance à un actif volatil. Pas Ponzi.

Les mots ont un sens. Utiliser celui de Ponzi à mauvais escient, c'est non seulement inexact — c'est rendre un mauvais service à ceux qui cherchent à comprendre un phénomène financier inédit. Strategy est peut-être un pari téméraire. Ce n'est pas une escroquerie.

[2] Toutes ces performances sont calculées en euros, en tenant compte des dividendes, entre le 11/8/2020 et le 23/3/2026

[2] Comme c'est le cas en France pour certains dispositifs faisant intervenir des cotisations et de la répartition et auxquels certains commentateurs (AD ?) seraient bien inspirés de s'intéresser

[3] Comme dans le cas de « l'assurance retraite » en France

[4] Edité en français chez PUF : « Pour une vraie concurrence des monnaies », Friedrich Hayek

[5] C'est d'ailleurs Newton qui en 1717 fait migrer la stratégie de la Banque d'Angleterre de l'accumulation de dette de la couronne à l'accumulation d'or.