



#microstrategy #акции #фондовый рынок #цена биткоина

Дисклеймер
Мнение автора не обязательно совпадает с позицией редакции ForkLog.

Публичная компания MicroStrategy стремительно ворвалась в жизнь биткоин-индустрии в прошлом году, когда начала скупать первую криптовалюту. Сначала на свои, а затем и на заемные средства поставщик ПО приобрел 90 859 BTC.

О возможных скрытых мотивах MicroStrategy и ее акционеров в большой игре на повышение специально для ForkLog рассказал Head of Product криптовалютной биржи Kuna Сергей Калинин.

В последнее время в информационном пространстве экспоненциально выросло число восторженных мнений относительно «массового прихода институционалов» в криптовалюты, в первую очередь — в биткоин. MicroStrategy, Tesla, Square стали хедлайнерам финансовых новостей.

Кто такие институционалы? Краткое погружение в терминологию

Что следует понимать под «институциональным инвестором»? Буду оперировать максимально корректными формулировками, как их понимает Налоговая служба США (IRS), Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) или Стандарты бухгалтерского учета (GAAP).

Если быть точным, SEC оперирует понятиями «qualified institutional buyer» (QIB) в Правиле 144А согласно Закона о ценных бумагах (от 1933 года) и «accredited investor» в Правиле 501(a) Регуляции D того же закона.

IRS трактует определения шире, так как рассматривает все источники дохода, подлежащие налогообложению. Понятие же «институциональные инвесторы» скорее собирательное и включает в себя финансовых посредников, целью которых является инвестирование средств.

- банки;
• кредитные союзы;
• страховые компании;
• пенсионные фонды;
• брокер-дилеров;
• хеджевые фонды;
• REIT;
• инвестиционных советников, фонды организаций, инвестирующих собственные средства и
• взаимные фонды, значительная часть деятельности которых заключается в покупке и продаже финансовых активов.

Например, QIB должны на постоянной основе держать ценные бумаги [exposure] на сумму не менее \$100 млн, а брокер-дилеры — неаффилированные ценные бумаги на \$10 млн и более.

Что касается операционных компаний, коими являются MicroStrategy и Tesla, то к институционалам они могут быть отнесены исключительно, если они инвестируют свободный (избыточный) капитал в инвестиционные активы.

Если Tesla с натяжкой можно отнести к таким компаниям за счет большого выпускала необеспеченные векселя, чтобы на выручку от их продажи купить биткоин, на мой взгляд уж никак.

26 августа 2020 года SEC внесла изменения в понятия «qualified institutional buyer» и «accredited investor», расширив перечень тех, кто может считаться таковыми. В частности, теперь «accredited investor» могут считаться, наряду с индейскими племенами, и компании с ограниченной ответственностью (Limited liability companies, LLC) с активами на \$5 млн и более, не с целью владения такими активами.

Согласно IRS, криптовалюты — это инвестиционный актив в виде имущества, в чем и кроется основной подвох корпоративного хайпа вокруг биткоина. Если для Tesla это был больше прикол и сознательное манипулирование ценой актива, в который они чуть раньше зашли (что будет предметом расследования SEC, тут я уверен на 100%), то ситуация с MicroStrategy намного более закрученная. Сама компания — не более чем прокладка для финансового инжиниринга и фондовых операций более серьезных лиц и компаний.

От посредственности до звезды за полгода — как MicroStrategy набрала долгов

Что известно о MicroStrategy? Это компания, которая существует с 1998 года и работает в сфере информационных технологий. На пике пузыря доткомов цена акций взлетела до \$3300, однако затем в течение долгого времени компания прозябала в диапазоне от \$100 до \$200 за бумагу.



Месячный график MSTR. Данные: TradingView.

Почему среднейной? Поскольку цифры операционной и инвестиционной деятельности компании довольно посредственные, если смотреть на баланс и отчет о прибылях и убытках.

Давайте начнем с головы — CEO компании Майкла Сэйлора, который проявил чудеса мудрости в спасении своих активов от инфляции во времена, когда ФРС не останавливает печатный станок. Прямая речь:

«Мы пытаемся защитить наши резервы. Покупательская способность [фиатных — примечание редактора] денег стремительно падает».

Если коротко, то он спасает деньги своего казначейства от инфляции. Однако отчет о движении денежных средств, поданный в SEC, демонстрирует, что своих денег после первоначальной покупки биткоина там осталась просто мизер.

Table with 3 columns: Description, 9 Months Ended Sep. 30, 2020, 9 Months Ended Sep. 30, 2019. Rows include Operating activities, Investing activities, and Financing activities.

Данные: MicroStrategy Inc (Filer) CIK: 0001050446.

Еще раз повторюсь — Сэйлор утверждает, что «мы хотим обезопасить свое казначейство и держать деньги в биткоине». С одной стороны, это их средства, пусть делает, что хотят.

С другой стороны, появляется пресс-релиз от 7 декабря про выпуск

млн.

Необходимо отметить, что это даже не корпоративные конвертируемые облигации, которые дают право получить или долг, или акции к сроку экспирации. Это конвертируемые необеспеченные векселя, а биткоин не является активом или обеспечением по этим бумагам.

Со сроком экспирации 15 декабря 2025 года и ставкой 0,75% в долларе MicroStrategy, начиная с 2023 года, имеет право выкупить за деньги выпущенные ноты, а с 15 июня 2025 года их можно менять не только на деньги (по специальным условиям, которые публично недоступны).

Этот инструмент часто используют для финансирования стартапов на ранних этапах развития, когда неизвестно брать ли акциями или требовать по итогу заем обратно. Но это никак не инструмент для серьезного институционала.

С цифрами у MicroStrategy вообще не очень. Причем со всеми. Можете покопаться сами, но на конец третьего квартала ничто не предвещало

успеха. Особенно [EBITDA](#), [Book Value per Share](#) и [ROE](#).

Quarterly Data		2020-09-30	2020-06-30	2020-03-31	2019-12-31	2019-09-30	2019-06-30
Current Ratio	Lat	0.8964	2.8042	2.7433	2.7924	3.1286	2.90
Long-term Debt / Capital		-	-	-	-	-	-
Debt/Equity Ratio		-	-	-	-	-	-
Gross Margin	Lat	82.9398	78.307	77.9715	81.5504	80.1033	78.4
Operating Margin	Lat	-15.9103	5.7224	-0.0646	7.2103	3.8315	-4.10
EBIT Margin	Lat	-15.9103	5.7224	-0.0646	7.2103	3.8315	-4.10
EBITDA Margin		-	-	-	-	-	-
Pre-Tax Profit Margin	Lat	-18.0781	4.4274	1.9897	7.2313	7.8609	23.4
Net Profit Margin	Lat	-11.1881	3.0628	0.5896	9.1117	8.1041	17.32
Asset Turnover	Lat	0.1648	0.1327	0.1312	0.1457	0.1347	0.13
Inventory Turnover Ratio		-	-	-	-	-	-
Receivable Turnover	Lat	0.8579	0.8933	0.8919	0.8166	1.0143	0.91
Days Sales In Receivables	Lat	104.8077	100.7511	100.9132	110.2099	88.7285	96.71
ROC - Return On Equity	Lat	-3.8551	0.7388	0.1424	2.3924	1.882	4.0
Return On Tangible Equity	Lat	-166.7325	0.7388	0.1424	2.3924	1.882	4.0
ROA - Return On Assets	Lat	-1.841	0.4066	0.0774	1.3274	1.0915	2.26
ROI - Return On Investment	Lat	-3.8551	0.7388	0.1424	2.3924	1.882	4.0
Book Value Per Share	Lat	42.0084	47.3322	47.2579	50.2727	50.2015	49.06
Operating Cash Flow Per Share	Lat	0.2201	-0.1753	2.8979	0.8179	0.3032	2.21
Free Cash Flow Per Share	Lat	0.2186	-0.2287	2.832	0.7421	0.211	1.97

Однако MicroStrategy даже с натяжкой сложно отнести к QIB. Но она становится одним из крупнейших покупателей биткоина, причем на заемные средства. Даже не на привлеченный капитал, а на необеспеченные векселя с доходностью, стремящейся к нулю. Не странно ли вам, что инвесторы, купившие к настоящему моменту более \$1,5 млрд в «обещаниях», могли бы просто купить биткоин? Или все же нужно было что-то «провернуть»?

Скрытые бенефициары — кто выигрывает от роста акций MicroStrategy

Если копнуть глубже, то вскрываются еще более интересные подробности — даже более интересные, чем заемные средства для покупки биткоина. Эти детали наталкивают на мысль, что мы имеем дело с финансовой схемой, а не инвестицией.

«Ноты можно будет конвертировать в денежные средства, акции MicroStrategy класса A или же комбинацию этих активов — на усмотрение MicroStrategy.»

Именно MicroStrategy решает, как рассчитаться по векселям. Могут деньгами, могут акциями, могут все это перемешать. Именно в этих деталях, на мой взгляд, спрятался дьявол. Если по логике, то будут возвращать то, что будет наиболее выгодно компании и акционерам в моменте. Держатели долговых бумаг до момента погашения вообще никто. Очередность их долга низкая, ниже обеспеченных бондов, если вдруг компания решит их выпустить. Если акции рухнут, вернут акциями, если вырастут — вернут деньгами. Это беспроигрышная комбинация.

Кто мог провернуть такую комбинацию или был бы заинтересован в ней? Для этого стоит взглянуть на список держателей бумаг [акционеров-держателей акций класса A — примечание редактора].

На момент написания, [квартальная отчетность](#) по владению акциями есть только на конец 2020 года. Вот кого мы видим среди крупнейших держателей:

OWNER NAME	DATE	SHARES HELD	CHANGE (SHARES)	CHANGE (%)	VALUE (IN 1,000\$) ▶
BLACKROCK INC.	12/31/2020	1,162,073	-19,581	-1.63%	\$887,039
MORGAN STANLEY	12/31/2020	845,786	702,878	491.84%	\$634,686
VANGUARD GROUP INC	12/31/2020	772,406	-9,683	-1.238%	\$579,621
FIRST TRUST ADVISORS LP	12/31/2020	355,600	-406,432	-53.335%	\$266,846
STATE STREET CORP	12/31/2020	235,074	-26,178	-10.02%	\$176,402
DIMENSIONAL FUND ADVISORS LP	12/31/2020	195,126	-9,622	-4.699%	\$146,425
INVESCO LTD.	12/31/2020	167,561	32,068	23.668%	\$125,739
RUFFER LLP	12/31/2020	137,820	137,820	New	\$103,422
JPMORGAN CHASE & CO	12/31/2020	113,214	17,379	18.134%	\$84,957
GEODE CAPITAL MANAGEMENT, LLC	12/31/2020	110,856	-2,547	-2.246%	\$83,187
NORTHERN TRUST CORP	12/31/2020	94,457	-6,374	-6.321%	\$70,881
CITADEL ADVISORS LLC	12/31/2020	92,131	82,381	844.933%	\$69,136
BANK OF NEW YORK MELLON CORP	12/31/2020	84,060	-6,167	-6.835%	\$63,079
ARROWSTREET CAPITAL, LIMITED PARTNERSHIP	12/31/2020	82,931	-11,426	-12.109%	\$62,232
JACOBS LEVY EQUITY MANAGEMENT, INC	12/31/2020	80,818	-23,689	-22.667%	\$60,647

Но важнее, кто нарастил портфель:

OWNER NAME	DATE	SHARES HELD	CHANGE (SHARES)	CHANGE (%)	VALUE (IN 1,000\$) ▶
MORGAN STANLEY	12/31/2020	845,786	702,878	491.84%	\$634,686
INVESCO LTD.	12/31/2020	167,561	32,068	23.668%	\$125,739
RUFFER LLP	12/31/2020	137,820	137,820	New	\$103,422
JPMORGAN CHASE & CO	12/31/2020	113,214	17,379	18.134%	\$84,957
CITADEL ADVISORS LLC	12/31/2020	92,131	82,381	844.933%	\$69,136
SUSQUEHANNA INTERNATIONAL GROUP LLP	12/31/2020	63,960	41,383	183.297%	\$47,996
GAM HOLDING AG	12/31/2020	52,069	52,069	New	\$39,073
GRAHAM CAPITAL MANAGEMENT, L.P.	12/31/2020	45,803	45,803	New	\$34,371
JANE STREET GROUP, LLC	12/31/2020	45,219	39,264	659.345%	\$33,933
D. E. SHAW & CO., INC.	12/31/2020	43,091	8,044	22.952%	\$32,336
TOROSO INVESTMENTS, LLC	12/31/2020	43,000	43,000	New	\$32,268
HRT FINANCIAL LP	12/31/2020	40,640	40,640	New	\$30,497
ADVISOR GROUP HOLDINGS, INC.	12/31/2020	40,514	36,962	1040.597%	\$30,402
WELLS FARGO & COMPANY/MN	12/31/2020	36,322	2,105	6.152%	\$27,256
RBF CAPITAL, LLC	12/31/2020	32,505	1,200	3.833%	\$24,392

Мы видим фантастический взрывной рост доли Morgan Stanley и Citadel. При всем уважении, не могу отнести их к адептам криптовалют и децентрализации.

Компании должны подавать в SEC ежедневную отчетность по определенным операциям. В документах от 4 февраля я нашел интересное событие: легендарный квант Кен Гриффин и аффилированные с ним структуры Citadel владеют совокупно 24,3% всех простых акций класса A. И это только доли, которые можно проследить по известным названиям. Это огромная цифра, и явно от декабрьских цифр владения отличается.

Если вы окупаетесь в историю Гриффина, то поймете, что этот выдающийся представитель Уолл-стрит — один из лучших «стервятников» в достойном понимании этого термина. И что-то мне подсказывает, что именно Morgan Stanley или JPMorgan были инвестиционными советниками и андеррайтерами по размещению векселей MicroStrategy. Возможно, являются и маркет-мейкерами также. Поскольку такие частные размещения не обязательно раскрывать, то есть большая вероятность, что именно упомянутые инвестбанки задумали всю эту историю.

Но есть не менее важный момент: в интересах кого проводятся эти сделки. Это проп-трейдинг собственных трейдеров или клиентские операции? Такую информацию крайне сложно найти на поверхности.

Насколько истинно утверждения о том, что институционалы, к которым я все же отношу финансовых посредников, а не операционные компания, инвестируют в биткоин? Тут необходимо вспомнить Закон Додда-Франка, который был принят после кризиса 2008 года. Он резко ограничил уровень риска, который инвестбанки могут проводить собственным капиталом, в первую очередь для снижения возможных убытков. Именно поэтому Morgan Stanley и JPMorgan в большей степени осуществляют операции в интересах и по поручению клиентов — оперируют не своими деньгами.

Конечно, Citadel Кена Гриффина или Graham Capital Пола Грэма являются типичными хеджевыми фондами, но и они ставят своей задачей максимизацию дохода своих партнеров с ограниченной ответственностью. По сути инвесторами они не являются, а скорее — профессиональными спекулянтами, находящими и эксплуатирующими неэффективности рынка. А биткоин с его условной регулируемостью и возможностью безграничной финансовой инженерии вкупе со схемами зачета инвестиционных убытков в будущих периодах открывает дорогу таким схемам, как MicroStrategy со своими необеспеченными векселями.

Если Morgan Stanley вовлечен в схему с раздутием пузыря MicroStrategy, то сделали они это профессионально. В момент набора позиции (а начинали они еще задолго до хайпа) начинается информационная кампания о том, что одно из подразделений Morgan Stanley Investment Management, Counterpoint Global, рассматривает возможность инвестиции в биткоин в размере \$150 млрд. Что загнало цену под потолок еще больше. Никаких обязательств, как вы понимаете, компания не обозначила. Примечательно, что в самом инвестбанке давать комментарии Reuters отказались. Как говорится, «газеты пишут, караван идет».

Многие ошибочно принимают торговлю на новостях за торговлю фундаментом. Это вообще разные бизнесы — фундамент строится на подтвержденных исторических экономических данных. Биткоин в настоящее время живет только на ожиданиях и единственным «фундаментом» стала растущая цена, которая собственно и должна отражать фундаментальные изменения актива, а не наоборот.

Кроме медийного шума и обещаний Tesla продавать автомобили за биткоин, фундамента, на который ориентируются профессиональные игроки, нет. Тут хочется заметить, что финансовые медиа и аналитики не зря едят свой хлеб, который по разным данным оценивается от \$4 до \$5 млрд долларов вливаний в год. Так что новости рынок создавать умеет, и неплохо.

Такие «трендовые» компании, как Graham Capital, могут (и будут) сидеть в активе, который находится в супертренде. Только потому что количественные стратегии так диктуют. Им все равно на фундамент, они работают по цифрам. Они не инвесторы, а спекулянты.

В этой связи мне стало интересно, как ведет себя PDT Partners, которые как раз и были трейдинговым отделом Morgan Stanley до разделения по Закону Додда-Франка. Нельзя исключать, что сами Morgan Stanley размещают только деньги клиентов, а трейдингом ведут через аффилированные компании. Питер Мюллер, еще один легендарный квант с 2012 года, уйдя из Morgan Stanley, ведет бизнес самостоятельно. Что нам показывает отчет NASDAQ о портфеле PDT Partners: MicroStrategy распродано под 0. Совпадение? Не думаю.

Company	Class	Value (\$1,000s)	Change (\$1,000s)	Change (%)	Shares Held
METTLER TOLEDO INTERNATIONAL	COM	0	-570	Sold Out	0
MICRON TECHNOLOGY INC	COM	6,661	-7,164	(51.82)	72,774
MICROSOFT CORP	COM	0	-396	Sold Out	0
MICROSTRATEGY INC	CL A NEW	0	-1,865	Sold Out	0
MIDDLEBY CORP	COM	0	-1,010	Sold Out	0
MILLICOM INTL CELLULAR S.A.	COM STK	0	-687	Sold Out	0
MIMECAST LTD	ORD SHS	0	-772	Sold Out	0
MIRATI THERAPEUTICS INC	COM	428	428	New	2,129
MKS INSTRS INC	COM	0	-692	Sold Out	0
MODEL N INC	COM	473	473	New	11,164
MOLECULAR TEMPLATES INC	COM	203	-370	(64.614)	18,592
MOLINA HEALTHCARE INC	COM	0	-629	Sold Out	0
MONEYGRAM INTL INC	COM NEW	157	157	New	23,531
MONGOOD INC	CL A	6,561	6,561	New	17,000
MONOLITHIC PWR SYS INC	COM	0	-638	Sold Out	0
MONRO INC	COM	0	-881	Sold Out	0
MONSTER BEVERAGE CORP NEW	COM	5,330	-3,051	(36.407)	60,742
MR COOPER GROUP INC	COM	0	-516	Sold Out	0
MRC GLOBAL INC	COM	1,072	154	16.82	122,671
MSA SAFETY INC	COM	3,494	303	9.488	21,706

Такие компании не являются инвесторами, они — высокочлассные трейдеры, что и доказали загнав цену MSTR на \$1300 только за счет грамотного управления толпой и ценовыми ожиданиями курса биткоина.

Машина в действии, машина хорошо смазана и работает. По моему мнению, MicroStrategy — просто оболочка в интересной и профессиональной работе «волков Уолл-стрит» и кормящейся вокруг них толпе, начиная от купленных блогеров и заканчивая Майклом Сэйлором. Советую перечитать небезызвестную книгу «Кванты. Как волшебники заработали миллиарды и чуть не обрушили фондовый рынок», где про Мюллера и Гриффина много интересного.

Следите за руками — никто не отменял налоговую оптимизацию

В завершение хотелось бы поговорить о вечной теме — о налогах. Не являясь сертифицированным аудитором по GAAP, но понимая как работает налоговая система по инвестиционным прибылям-убыткам, могу предположить, что для некоторых держателей акций MicroStrategy, как и для самой компании, вполне вероятные убытки от инвестиционной деятельности могут быть использованы к зачету в будущих или прошлых периодах — три года назад и пять лет вперед. Основные положения [формы 8949 IRS](#) об инвестиционных прибылях и убытках, в том числе и относительно виртуальных валют, желающие могут изучить самостоятельно.

Для большинства корпораций краткосрочные и долгосрочные инвестиционные прибыли или убытки отражаются в Form 8949 (Sales and Dispositions of Capital Assets), являющейся частью Form 1120 Schedule D (Capital Gains and Losses).

Сначала краткосрочные прибыли и убытки суммируются в Части 1 Schedule D, долгосрочные — в Части 2. А затем краткосрочные суммируются с долгосрочными. Результирующие валовые капитальные прибыли или убытки рассматриваются как краткосрочные. Например, убыток в \$50 и прибыль в \$10 дадут вам валовый убыток в \$40, который может применяться к расчету в других долгосрочных периодах. Есть еще правила как и когда учитывать какой период, но это не является предметом данной статьи.

Ключевым моментом для понимания, что прибыли или убытки от одной инвестиции могут оптимизировать вам прибыли или убытки от другой, причем в довольно широком временном диапазоне. Зная креативность американских финансистов, я на 100% уверен, что прибыли или убытки от акций MicroStrategy, которые сейчас уже на львиную долю зависят от биткоина, будут использованы для налоговой оптимизации.

Завершая статью, основанную на фактах и анализе открытых источников, а не на ожиданиях, хочу сказать, что в сложном мире финансов и инвестиций нет однозначных явлений. Есть комплекс сложных, зачастую невидимых простому глазу событий и транзакций, которые кардинальным образом могут отразиться на вашей инвестиционной истории. Всегда читайте между строк.

Подписывайтесь на новости ForkLog в Telegram: [ForkLog Feed](#) — вся лента новостей, [ForkLog](#) — самые важные новости и опросы.

Нашли ошибку в тексте? Выделите ее и нажмите CTRL+ENTER

Материалы по теме



Держите руку на пульсе биткоин-индустрии!

Ежедневная рассылка* + Еженедельная рассылка

Еженедельная рассылка*

johnndoe@mail.me

Подписаться

*Ежедневная рассылка — краткая сводка наиболее важных новостей предыдущего дня. Чтение занимает не больше двух минут. Выходит в рабочие дни в 08:00 МСК

*Еженедельная рассылка — объясняем, кто и как изменил индустрию за неделю. Идеально подходит для тех, кто не успевает за новостным потоком в течение дня. Выходит в пятницу в 20:00 МСК.



ForkLog — культовый журнал о биткоине, технологии блокчейн и цифровой экономике. Ежедневно поставляем новости и аналитику по рынку криптовалют с 2014.

[О нас](#)

[Реклама](#)



©2014 — 2021

Вы можете копировать и распространять наши материалы в других изданиях и социальных сетях только при указании активной ссылки на ForkLog как источник.

[Политика приватности](#)

[Условия использования](#)