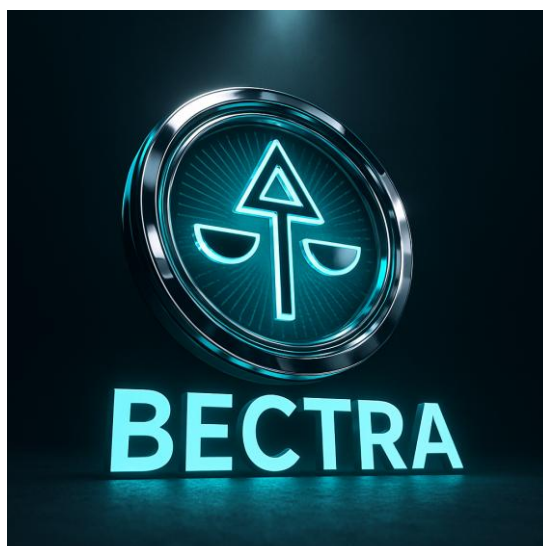




BECTRA

EURC / CIRCLE

RÉSERVES • LIQUIDITÉ • REMBOURSEMENT • MiCA • ARCHITECTURE MULTICHAÎNE

Rapport de transparence et d'analyse

Édition fin août 2026

1. Synthèse

EURC est le stablecoin libellé en euros de Circle. Lancé le 30 juin 2022 sous le nom Euro Coin / EUROCC, il a été renommé EURC en septembre 2023 sans création d'un nouveau jeton. Depuis le 1er juillet 2024, Circle Internet Financial Europe SAS (« Circle France ») est l'unique émetteur et rembourseur d'EURC. Les rapports mensuels postérieurs à cette transition portent sur une assertion de la direction de Circle Internet Group, Inc. : l'émetteur du jeton et l'entité portant l'assertion d'assurance doivent donc être distingués.

La série de données historiques étudiées couvre 50 rapports mensuels et 93 dates d'observation entre le 30 juin 2022 et le 31 juillet 2026. À la dernière date couverte par l'examen indépendant, 397 363 133 EURC étaient en circulation pour 400 113 753 € d'actifs de réserve, soit un excédent de 2 750 620 € et un ratio de couverture de 100,692 %. Le détail publié fait apparaître 400 053 404 € de cash bancaire et +60 349 € de différences nettes de timing et de règlement.

L'architecture EURC ne doit pas être assimilée à celle d'USDC. Les rapports EURC récents publient une réserve en euros sous forme de cash détenu auprès d'institutions financières réglementées, dans des comptes ségrégués, ajusté des différences de timing et de règlement. Le Form S-1/A de Circle indique également que les réserves EURC sont détenues uniquement en cash. Aucun Circle Reserve Fund EURC, fonds monétaire, portefeuille de Treasury bills, CUSIP ou reverse repo n'est publié pour EURC.

Le principal angle mort public porte désormais moins sur la classe d'actifs que sur les contreparties bancaires et la liquidité mobilisable. Les rapports récents ne publient ni le nom des banques, ni leur nombre, ni la part de la réserve confiée à chacune, ni une ventilation J+0/J+1. Au 27 août 2026, Circle affichait 395,9 M€ d'EURC en circulation et environ 398,6 M€ de réserves, soit une couverture ponctuelle d'environ 100,68 %. Cette photographie est postérieure au dernier examen Deloitte et n'a donc pas le même niveau d'assurance.

Les flux publiés au 27 août montrent par ailleurs une activité de rachat significative : 107,3 M€ sur sept jours et 375,7 M€ sur trente jours. Sur trente jours, les rachats bruts représentent environ 94,9 % de l'encours de 395,9 M€. Cette capacité de traitement observée est un indicateur opérationnel utile, mais elle ne constitue pas un stress test d'un rachat simultané d'une part majeure de l'encours.

RISQUE BANCAIRE — Répartition par établissement non publiée ; concentration bancaire non directement mesurable à partir des informations publiques disponibles.

Sources : rapports mensuels EURC 2022–2026 ; Circle Transparency et page EURC, 27/08/2026 ; Form S-1/A Circle ; EURC MiCA White Paper ; comptes annuels audités Circle France.

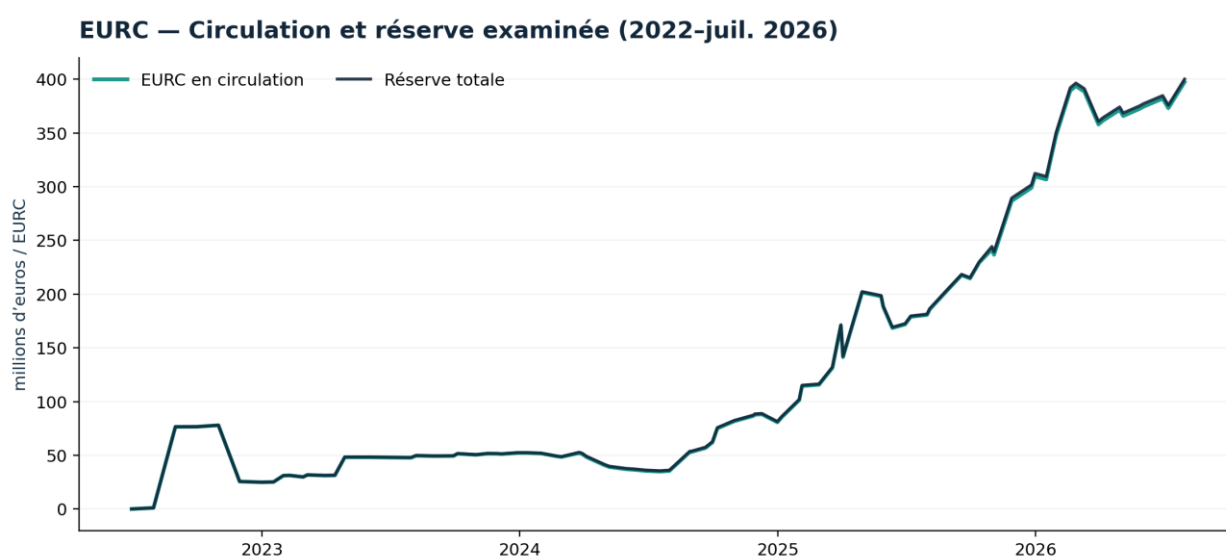


Figure 1 — Évolution de la circulation et de la réserve EURC

Source : Nos calculs à partir des 50 rapports mensuels Circle (93 observations).

2. Périmètre, sources et conventions de lecture

Notre analyse s'appuie principalement sur les rapports mensuels EUROCC/EURC de juin 2022 à juillet 2026, le livre blanc MiCA EURC, la politique de remboursement, la documentation Circle Mint, les comptes sociaux audités 2024 et 2025 de Circle Internet Financial Europe SAS, le Form S-1/A de Circle Internet Group, Inc., les résultats Q2 2026 et les publications officielles relatives aux réseaux. Lorsque des données de marché ou d'écosystème sont utilisées, elles sont distinguées des données de réserve et rapprochées, autant que possible, d'une source primaire.

Chaque date d'observation publiée est analysée séparément, y compris lorsqu'un même rapport comporte deux dates. Les chiffres récapitulatifs examinés par l'expert indépendant servent de référence pour la circulation et la juste valeur des actifs de réserve ; les tableaux détaillés permettent d'expliquer la relation entre cash bancaire et différences de timing/règlement. Nos calculs — couverture, excédent, variations ou ratios — sont présentés comme tels.

Les rapports mensuels sont des « examination reports » réalisés selon les normes d'attestation de l'AICPA et visant une assurance raisonnable sur l'assertion définie dans chaque rapport. Ils ne constituent pas des audits des réserves au sens d'un audit d'états financiers. Les comptes annuels de Circle France relèvent, eux, d'un audit statutaire distinct.

Sources : rapports mensuels EURC ; Circle EURC MiCA White Paper ; MiCA Redemption Policy ; comptes annuels Circle France ; SEC Form S-1/A ; documentation Circle.

3. Historique d'EURC

Circle annonce Euro Coin le 16 juin 2022 pour un lancement officiel sur Ethereum le 30 juin 2022. Le premier rapport de réserve observe seulement 2 186 EUROCC en circulation à cette date. Le 22 septembre 2023, Circle adopte le nom et symbole EURC ; les adresses de jetons existantes restent identiques et aucun nouveau token n'est créé.

Le développement multichaîne s'effectue ensuite par étapes : Avalanche en mai 2023, Stellar en septembre 2023, Solana en décembre 2023, Base en juillet 2024, World Chain en décembre 2025, Cronos en juin 2026 et Plasma le 28 août 2026. Les rapports d'examen peuvent faire apparaître un réseau dans la liste des « Approved Blockchains » avant sa date de lancement public : ce point est visible pour Avalanche, Stellar, Solana et Base et justifie de séparer la qualification documentaire du statut opérationnel public.

Date	Événement	Portée
30/06/2022	Lancement Euro Coin / EUROCC sur Ethereum	Début de la série de rapports de réserve.
25/05/2023	Avalanche	Premier passage multichaîne.
22/09/2023	EUROCC devient EURC	Renommage, sans nouveau token.
26/09/2023	Stellar	Troisième chaîne native.
18/12/2023	Solana	Quatrième chaîne native.
01/07/2024	Circle France devient l'unique émetteur EURC	Transition MiCA / émetteur européen.
30/07/2024	Base	Cinquième chaîne native.
11/12/2025	World Chain	Extension 2025.
29/06/2026	Cronos	Extension 2026.
28/08/2026	Plasma	Événement postérieur au dernier rapport mensuel examiné.

Source : Circle, publications officielles de lancement ; rapports mensuels EURC ; EURC MiCA White Paper.

4. Architecture juridique et entités Circle

Jusqu'au 30 juin 2024, les rapports mensuels identifient Circle Internet Financial, LLC comme société portant l'assertion et comme émetteur d'EURC. À partir du 1er juillet 2024, le livre blanc et les comptes français établissent que Circle Internet Financial Europe SAS est l'unique émetteur et rembourseur d'EURC au niveau mondial. Circle LLC conserve notamment un rôle de prestataire intragroupe et de distributeur pour certains clients hors EEE.

À partir des rapports de juillet 2024, l'assertion de direction examinée est portée par Circle Internet Group, Inc. tandis qu'EURC est indiqué comme émis et remboursé par Circle Internet Financial Europe SAS. Cette dissociation doit être conservée dans toute analyse d'assurance ou de responsabilité juridique.

Le Form S-1/A décrit en outre la réorganisation du 1er juillet 2024 par laquelle Circle Internet Group, Inc., société du Delaware, devient la société mère du groupe à la suite d'un schéma d'arrangement irlandais. Cette réorganisation n'est pas en elle-même un changement d'émetteur du jeton ; la transition d'émetteur EURC résulte de la mise en activité de Circle France.

Entité	Rôle EURC	Période / observation
Circle Internet Financial, LLC	Émetteur / rembour-seur avant transition ; services/distribution intragroupe ensuite	2022 – 30/06/2024 puis rôle de groupe
Circle Internet Financial Europe SAS	Unique émetteur et rembour-seur mondial EURC	Depuis 01/07/2024
Circle Internet Group, Inc.	Entité dont la direction porte l'assertion mensuelle après transition ; société mère ultime	Depuis rapports de juillet 2024
Circle Internet Financial Limited	Société mère immédiate / associée dans la chaîne de contrôle de Circle France	Structure de groupe

Source : [WP] EURC MiCA White Paper ; [AF2025] comptes annuels 2025 ; [S1] Form S-1/A ; rapports mensuels EURC.

5. Historique des rapports d'examen

Le corpus contient 50 rapports mensuels sans lacune entre juin 2022 et juillet 2026. Grant Thornton LLP signe les sept rapports 2022. Deloitte & Touche LLP intervient à compter de janvier 2023. Les rapports Deloitte examinent l'assertion selon laquelle la juste valeur des actifs détenus dans la réserve EURC est égale ou supérieure aux EURC en circulation, en appliquant les normes d'attestation de l'AICPA et en recherchant une assurance raisonnable.

Le premier rapport, arrêté au 30 juin 2022, est différent : il énonce que la juste valeur totale des actifs libellés en euros dans les comptes ségrégués est « at least equal » aux 2 186 EUROCC en circulation. Nous traitons donc la réserve de cette date comme une borne inférieure, pas comme un montant exact de cash.

Période	Expert indépendant	Nature	Observations
06/2022 – 12/2022	Grant Thornton LLP	Examination / AICPA attestation	7 rapports ; 1 date d'observation par mois.
01/2023 – 07/2026	Deloitte & Touche LLP	Independent Accountants' Report / AICPA attestation	43 rapports ; généralement 2 dates d'observation par rapport.
Comptes sociaux 2024–2025	Deloitte & Associés / ACA Nexia	Audit statutaire des comptes annuels	Travail distinct des examens mensuelles de réserve.

Source : Rapports mensuels téléversés ; comptes sociaux 2024 et 2025 de Circle Internet Financial Europe SAS.

6. EURC en circulation

La circulation passe de 2 186 EURC au lancement à 24 905 662 fin 2022, 52 199 724 fin décembre 2023, 80 705 696 fin 2024 et 309 608 590 fin 2025. Entre fin 2024 et fin 2025, la progression atteint environ 283,6 %, soit +228 902 894 EURC.

Au 31 juillet 2026, la circulation examinée atteint 397 363 133 EURC, soit +28,3 % depuis le 31 décembre 2025 et +4,0 % par rapport au 30 juin 2026. La séquence de juillet est toutefois non linéaire : la circulation recule de 8 920 516 EURC entre le 30 juin et le 8 juillet, puis augmente de 24 296 870 EURC entre le 8 et le 31 juillet.

Le 17 août 2026, Circle annonce qu'EURC a franchi le seuil de 400 millions d'euros de circulation. La page produit Circle affiche ensuite 395,9 millions EURC en circulation au 27 août 2026. Ce point du 27 août est une donnée courante de l'émetteur et non une observation couverte par le rapport mensuel Deloitte de juillet.

Source : Rapports mensuels Circle ; Circle, « EURC Surpasses €400 Million in Circulation » ; page EURC, snapshot au 27/08/2026.

7. Composition de la réserve

L'architecture de réserve observée est une architecture de cash. Le Form S-1/A de Circle indique explicitement que toutes les réserves EURC sont alors détenues uniquement en cash. Les rapports mensuels récents définissent la juste valeur des actifs de réserve comme le solde total d'actifs libellés en euros détenus dans des comptes ségrégués auprès d'institutions financières réglementées au bénéfice des détenteurs.

Dans la présentation détaillée, le total de réserve est obtenu à partir du cash bancaire, ajusté des montants dus à / dus par Circle en raison des différences de timing et de règlement. Ces différences peuvent être positives ou négatives et reflètent notamment des dépôts/retraits intervenant après le cut-off bancaire mais avant la date d'observation.

LECTURE DE LA RÉSERVE — Les rapports EURC récents publient du cash bancaire et des différences de timing/règlement. Aucune catégorie EURC de Circle Reserve Fund, fonds monétaire BlackRock, Treasury bills, CUSIP ou reverse repos n'est publiée. Ces instruments appartiennent à l'architecture USDC et ne doivent pas être transposés à EURC.

Source : [S1] Form S-1/A ; [R2022-06 à R2026-07] rapports mensuels EURC.



8. Couverture de la circulation

Sur les 92 observations pour lesquelles un montant exact de réserve est publié, le ratio moyen réserve / circulation est de 100.722 %. Le maximum est de 102.154 % le 18/07/2024. Les premières observations exactes de 2022 sont à 100,000 %. La première observation du 30 juin 2022 est qualifiée « ≥100 % » car le rapport ne publie qu’une borne inférieure.

Le surplus de réserve n’est pas constant dans le temps. Il devient structurellement positif dans la série 2023–2026, notamment sous l’effet de la constitution de marges au-dessus de la circulation. Au 31 juillet 2026, le surplus est de 2 750 620 euros.

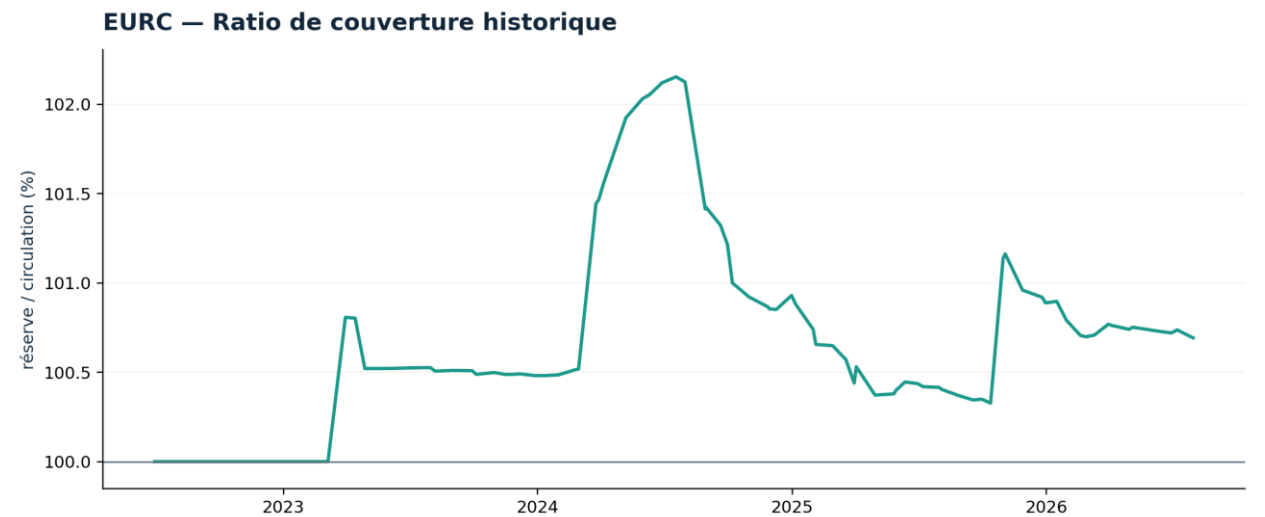


Figure 2 — Ratio de couverture historique

Source : Nos calculs à partir des rapports mensuels Circle. Juin 2022 : borne inférieure.

Date	Circulation	Réserve	Surplus	Couverture
30/06/2026	381 986 779	384 737 359 €	2 750 580 €	100,720%
08/07/2026	373 066 263	375 816 843 €	2 750 580 €	100,737%
31/07/2026	397 363 133	400 113 753 €	2 750 620 €	100,692%

Source : Rapports EURC juin et juillet 2026 ; nos calculs.



9. Cash bancaire, contreparties et risque bancaire

L'identité des banques a été davantage documentée au début de la série. Silvergate Bank est nommée de juillet à septembre 2022. Bank of New York Mellon apparaît avec Silvergate à partir d'octobre 2022 et jusqu'au 6 mars 2023. Au 31 mars et en avril 2023, le rapport indique Bank of New York Mellon ; en mai 2023, 100 % puis plus de 79 % du cash est annoncé chez BNY Mellon, avec d'autres institutions réglementées utilisées pour l'émission et le remboursement ; en juin, juillet et août 2023, BNY Mellon demeure annoncée comme détenant plus de 79 % / 80 % du cash.

À partir des rapports de septembre 2023, la ventilation par banque n'est plus publiée dans le tableau mensuel. La qualité réglementaire des établissements ne permet pas de déduire leur identité, leur nombre, leur notation, leur diversification ou une garantie publique. Le risque de contrepartie bancaire existe donc même avec une réserve intégralement en cash.

Les informations publiques récentes ne permettent pas de déterminer la concentration par banque ou par juridiction. Ne sont notamment pas publiés : les soldes par établissement, le nombre de banques de réserve, la part à vue ou à terme, les limites de contrepartie, la capacité de bascule entre banques, ni le traitement opérationnel attendu en cas de résolution bancaire. La mention d'« institutions financières réglementées » constitue un filtre prudentiel ; elle n'est ni une notation de crédit ni une preuve de diversification.

TRANSPARENCE DES CONTREPARTIES — Répartition par établissement non publiée ; concentration bancaire non directement mesurable à partir des informations publiques disponibles. Les noms, pays, pourcentages, modalités à vue/terme et capacités de transfert entre banques ne sont pas publiés pour la réserve EURC récente.

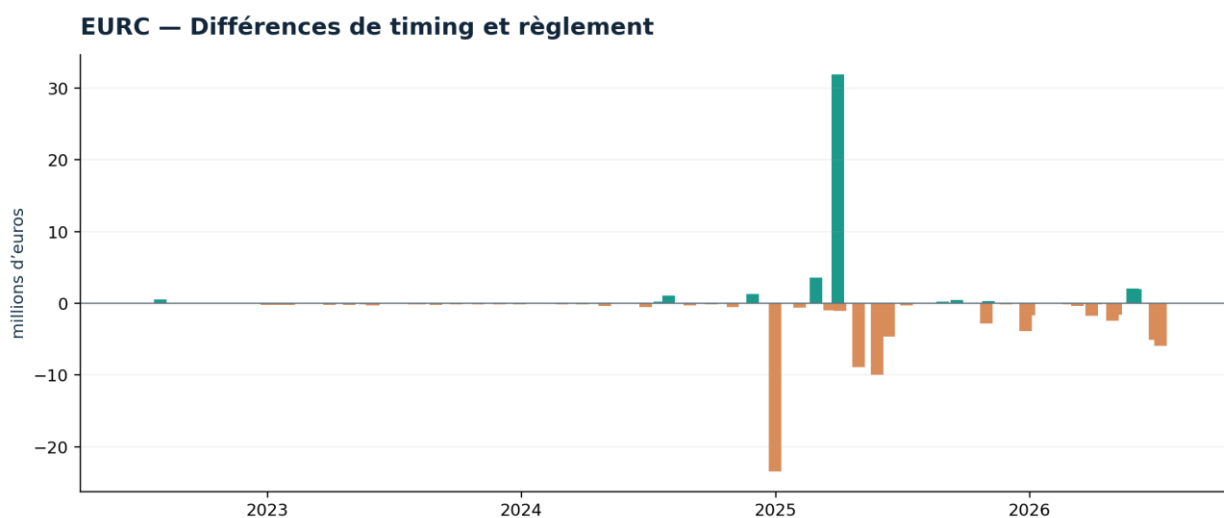
Les comptes sociaux 2025 de Circle France indiquent 4,108 milliards d'euros de comptes de réserve et de règlement au 31 décembre 2025 contre 1,293 milliard fin 2024. Ces montants sont agrégés à l'échelle de l'activité clients de Circle France et ne constituent pas une ventilation bancaire spécifique à EURC.

Source : Rapports mensuels 2022–2023 ; comptes sociaux Circle France 2025.

10. Timing et règlement

Les différences de timing/règlement sont une composante normale mais parfois significative de la réserve publiée. L'extrême négatif de la série est -23 469 467 € au 31/12/2024; l'extrême positif est +31 904 749 € au 31/03/2025. Ces montants ne doivent pas être assimilés à des pertes : ils ajustent le cash afin d'aligner l'observation bancaire et les opérations d'émission/remboursement au cut-off.

Deux incohérences documentaires restent visibles. Au 31 octobre 2023, le récapitulatif examiné donne 50 636 368 € alors que le détail cash + timing et son total détaillé donnent 50 636 369 €, soit 1 € d'écart. Au 11 janvier 2024, le cash de 52 438 542 € et le timing affiché entre parenthèses de 3 € conduisent, sous la convention de signe habituelle, à 52 438 539 €, alors que le total publié est 52 438 545 €, soit 6 € d'écart. Nous conservons ces anomalies telles qu'elles apparaissent dans les documents sources, sans leur attribuer une cause non documentée.



Un contrôle croisé avec les comptes annuels audités de Circle France fait apparaître deux écarts de faible montant sur la circulation : 80 705 694 € dans les comptes au 31 décembre 2024 contre 80 705 696 EURC dans le rapport mensuel d'examen de décembre 2024, soit -2 € ; 309 608 564 € dans les comptes au 31 décembre 2025 contre 309 608 590 EURC dans le rapport mensuel d'examen de décembre 2025, soit -26 €. Les documents examinés n'expliquent pas ces écarts. Nous les présentons comme des différences inter-documentaires non expliquées, sans en déduire une cause comptable, opérationnelle ou on-chain.

Source : comptes annuels audités Circle Internet Financial Europe SAS 2024 et 2025 ; rapports mensuels EURC de décembre 2024 et décembre 2025 ; rapprochement des documents.

Figure 3 — Différences de timing / règlement

Source : Rapports mensuels Circle ; montants signés selon la présentation des rapports.

Source : Rapports EURC octobre 2023 et janvier 2024 ; calculs de réconciliation BECTRA.

11. Liquidité de la réserve, capacité de rachat et marché secondaire

La réserve présente une liquidité élevée au regard de la nature des actifs publiés : du cash bancaire en euros, ajusté des différences de timing et de règlement. Cette structure réduit le risque de duration et de variation de valeur d'un portefeuille obligataire qui n'est pas publié pour EURC. Elle ne supprime toutefois ni le risque de banque dépositaire, ni le risque d'accès aux comptes, ni les contraintes de règlement et de conformité.

La liquidité opérationnelle dépend des comptes bancaires, de la disponibilité des rails euros/SEPA, des cut-offs, des jours ouvrés et des contrôles KYC/KYT et sanctions. La politique de remboursement mise à jour le 13 juillet 2026 prévoit, pour certains rachats directs de détenteurs non clients Circle Mint, un traitement généralement réalisé dans un délai ne dépassant pas cinq jours ouvrés après réception des tokens et validation des contrôles, sauf anomalie ou divergence. Ce délai ne doit pas être assimilé à une promesse universelle de J+0 ou J+1.

La liquidité du marché secondaire constitue une troisième dimension. Elle dépend des plateformes, des pools, des teneurs de marché, des spreads et de la distribution par chaîne. Elle ne doit pas être confondue avec la liquidité de la réserve ni avec le droit juridique au remboursement à la valeur nominale.

Les flux publiés par Circle au 27 août 2026 donnent un aperçu utile du débit opérationnel observé :

Horizon	Émissions	Rachats	Variation nette publiée
7 jours	100,0 M€	107,3 M€	-7,2 M€
30 jours	376,4 M€	375,7 M€	+0,7 M€
365 jours	3 006,3 M€	2 813,5 M€	+192,7 M€

Lecture : sur trente jours, les rachats bruts de 375,7 M€ représentent environ 94,9 % de l'encours de 395,9 M€ observé au 27 août. Ce ratio montre une activité de rachat élevée sur la période ; il ne mesure pas la capacité à absorber un run simultané de 50 %, 75 % ou 100 % de l'encours.

Sources : Circle MiCA Redemption Policy, 13/07/2026 ; Circle Transparency, snapshot 27/08/2026 ; rapports mensuels EURC ; calcul du ratio rachats / encours par nos soins.

12. Architecture multichaîne

Au 30 août 2026, huit réseaux disposent d'un lancement public natif vérifié : Ethereum, Avalanche C-Chain, Stellar, Solana, Base, World Chain, Cronos et Plasma. Arc figure dans les critères du rapport de juillet 2026 comme « Approved Blockchain », mais les résultats Q2 2026 de Circle annoncent encore le public mainnet pour le 16 septembre 2026. Il est donc traité séparément comme approuvé dans le reporting mais non encore lancé publiquement au cut-off.

La documentation Circle n'est pas parfaitement synchronisée : la page de contrats EURC consultée référence Avalanche, Base, Ethereum, Solana, Stellar et World Chain mais n'intègre pas encore les très récents Cronos et Plasma, alors que leurs annonces de lancement officielles publient leurs adresses. Cette latence documentaire constitue un point de contrôle utile pour les procédures d'onboarding de nouveaux réseaux.

Réseau	Lancement public	Adresse / identifiant officiel
Ethereum	30/06/2022	0x1aBaEA1f7C830bD89Acc67eC4af516284b1bC33c
Avalanche C-Chain	25/05/2023	0xC891EB4cbdEFf6e073e859e987815Ed1505c2ACD
Stellar	26/09/2023	EURC- GDHU6WRG4IEQXM5NZ4BMPKXHW76MZM4Y2IEMFDVXBSDP6SJY4ITNPP2
Solana	18/12/2023	HzwqbKZw8HxMN6bF2yFZNrht3c2iXXzpKcFu7uBEDKtr
Base	30/07/2024	0x60a3E35Cc302bFA44Cb288Bc5a4F316Fdb1adb42
World Chain	11/12/2025	0x1C60ba0A0eD1019e8Eb035E6daF4155A5cE2380B
Cronos	29/06/2026	0xA6dE01a2d62C6B5f3525d768f34d276652C554c8
Plasma	28/08/2026	0x3ee196e78d4d4248b849b8e1c7f44c5457fafd2c
Arc	Public mainnet annoncé 16/09/2026	Mainnet : donnée non disponible au cut-off

Source : Circle Developer Docs ; annonces Circle Avalanche, Stellar, Solana, Base, World Chain, Cronos, Plasma ; rapport EURC juillet 2026 ; Circle Q2 2026.

13. Réconciliation on-chain

La définition officielle de l'EURC en circulation utilisée dans le rapport est celle de Circle : total supply sur les Approved Blockchains, moins les Tokens Allowed But Not Issued, moins les Access Denied Tokens. Cette définition est réconciliée à zéro sur les 93 observations de la base, en utilisant les chiffres publiés ou, pour la phase 2022, une reconstruction arithmétique lorsque les deux déductions sont explicitement nulles.

Les Tokens Allowed But Not Issued deviennent significatifs avec l'architecture Solana et atteignent 59 406 473 tokens au 31 juillet 2026. Les Access Denied Tokens sont nuls dans l'ensemble des 93 observations du corpus. Cette absence historique de tokens « access denied » dans les rapports ne signifie pas que le mécanisme de gel ou de blocage n'existe pas : les documents juridiques Circle prévoient explicitement ce pouvoir lorsque la loi, les sanctions ou une autorité compétente l'exigent.

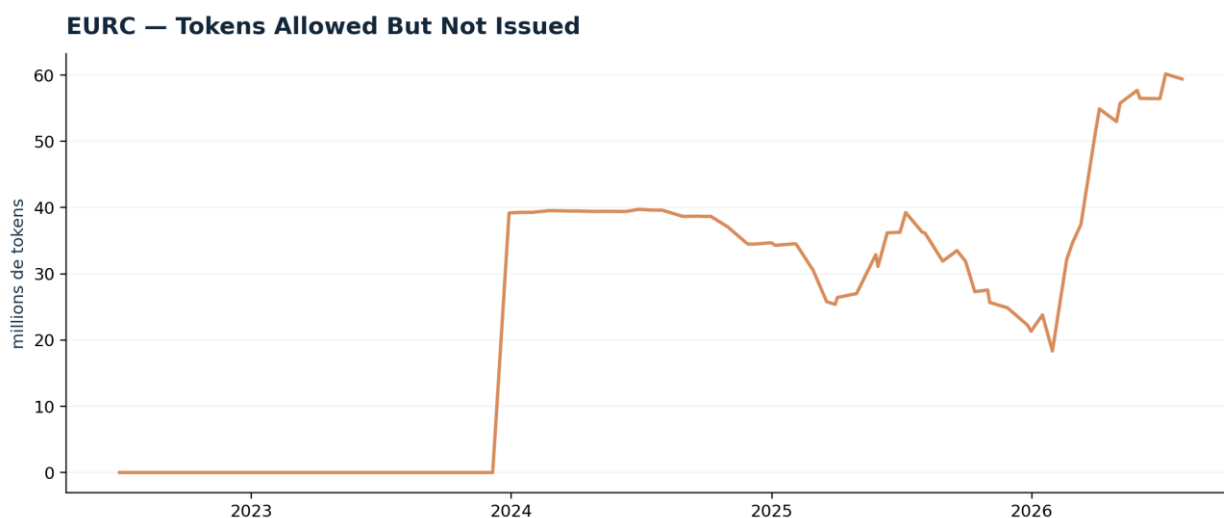


Figure 4 — Tokens Allowed But Not Issued

Source : Rapports mensuels Circle ; série historique.

Circle ne publie pas, dans les Reserve Reports, une ventilation historique complète de la circulation par blockchain. Les contrats officiels permettent d'identifier les représentations natives, mais une supply par chaîne à chaque date nécessiterait une reconstruction séparée à partir des explorateurs. Nous n'utilisons donc pas de ventilation par réseau comme donnée officielle lorsque Circle ne la publie pas.

Source : Rapports mensuels EURC ; Circle Stablecoin Access Denial / White Paper ; Circle Developer Docs.

14. Droits de remboursement

MiCA et la politique de Circle distinguent le droit au remboursement de son parcours opérationnel. Circle France est l'émetteur d'EURC et le droit au remboursement à la valeur nominale s'applique sous réserve des contrôles prévus par la politique et la réglementation. Circle Mint reste un service institutionnel ; un détenteur qui n'est pas client Circle Mint peut suivre une procédure directe de remboursement lorsque les conditions sont remplies, ou céder ses EURC sur le marché secondaire. Aucun de ces canaux ne doit être présenté comme un remboursement universel et instantané.

Profil	Voie	Conditions essentielles	Délai / valeur
Client Circle France / Circle Mint	Compte Circle Mint	Conditions contractuelles + conformité	À la valeur nominale ; mécanique selon les conditions du compte
Détenteur non client Circle Mint	Compte Circle Mint « redemption only »	KYC/KYT et éligibilité	À la valeur nominale
Détenteur de détail	Formulaire dédié Circle France	KYC/KYT ; IBAN EEE ; compte acceptant SEPA ; adresse de dépôt unique	Paiement visé ≤ 5 jours ouvrés après réception/contrôles, sauf divergences
Détenteur via exchange/CASP	Marché secondaire ou demande directe à Circle selon éligibilité	Règles de la plateforme ou politique Circle	Prix secondaire non garanti à 1 EUR

La structure de frais Circle Mint modifiée à compter du 15 mars 2026 doit être analysée séparément du droit au remboursement MiCA. Les frais et crédits liés aux flux de Circle Mint relèvent de la relation opérationnelle/contractuelle ; ils ne transforment pas le prix secondaire en garantie de parité.

En situation de stress, les Recovery / Redemption Plans peuvent modifier temporairement le séquençage opérationnel. Le maintien du droit à la valeur nominale ne signifie donc pas que les rails bancaires et le traitement resteront identiques dans toutes les circonstances.

Source : Circle MiCA Redemption Policy, updated 13/07/2026 ; EURC MiCA White Paper ; USDC/EURC redemption structure, effective 15/03/2026.

15. MiCA et statut réglementaire

EURC est qualifié d'e-money token (EMT) au sens de MiCA. Circle France commence l'émission d'EURC le 1er juillet 2024 après l'obtention de son agrément d'établissement de monnaie électronique en France. La page de licences Circle, mise à jour le 27 août 2026, indique l'agrément EMI n°17788.

Une divergence de documentation existe sur le numéro de l'autorisation de prestataire de services sur crypto-actifs : Circle affiche E2026-005 dans sa page de licences et sa Redemption Policy, tandis que la liste blanche officielle de l'AMF indique N2026-005, avec date d'agrément au 23 avril 2026. Nous retenons la référence publiée par l'autorité compétente pour l'identifiant : N2026-005, tout en documentant la divergence au lieu de la corriger silencieusement.

Le cadre MiCA établit notamment le remboursement des EMT à la valeur nominale et encadre la protection des fonds reçus. Il faut toutefois distinguer les exigences générales applicables aux EMT des règles détaillées de « réserve d'actifs » propres aux ART. La ségrégation et le safeguarding constituent des protections importantes ; ils ne démontrent pas, à eux seuls, l'absence de risque bancaire, l'accès immédiat aux fonds ni une propriété directe de chaque détenteur sur un compte bancaire déterminé.

Source : Circle EURC MiCA White Paper ; Circle Licenses (27/08/2026) ; AMF white list (23/04/2026) ; Règlement (UE) 2023/1114.

16. Depeg et marché secondaire

Les rapports de réserve ne sont pas des rapports de prix de marché. Aucun épisode de depeg systémique d'EURC attribué par une source primaire à une insuffisance de réserve n'a été identifié dans le corpus. Des agrégateurs de marché présentent des extrêmes historiques qui peuvent refléter des marchés très peu liquides, des paires de cotation ou des anomalies de données ; ils ne sont pas retenus comme preuve de défaillance de la réserve sans corroboration par données de place.

L'analyse du depeg doit donc séparer quatre causes possibles : insuffisance ou doute sur la réserve, friction de remboursement primaire, illiquidité de plateforme/pool, et choc local de marché secondaire. À fin août 2026, la page Circle affiche une circulation de 395,9 millions EURC au 27 août ; cette donnée ne renseigne pas à elle seule sur les spreads de chaque marché.

LIMITE — Statut de la série de depeg historique : amplitudes exactes non vérifiées de façon suffisamment robuste au niveau des venues ; aucune conclusion de solvabilité n'est tirée des seuls agrégateurs.

Source : Rapports de réserve Circle ; données de marché secondaires consultées uniquement à titre de contrôle.

17. Évolutions récentes — fin août 2026

Date	Évolution	Qualification
29/06/2026	EURC natif et CCTP disponibles sur Cronos	Développement réseau ; inclus dans le rapport d'examen de juin/juillet.
01/07/2026	Circle étend Stablecoin Payouts à Circle Mint France	Développement opérationnel / paiements.
13/07/2026	Mise à jour de la MiCA Redemption Policy	Évolution juridique/opérationnelle.
05/08/2026	Résultats Q2 2026 de Circle ; Arc public mainnet annoncé pour 16/09/2026	Évolution groupe / infrastructure.
17/08/2026	Circle annonce EURC > €400m en circulation	Jalon commercial / adoption ; non assimilé à un examen de réserve.
27/08/2026	Circle Transparency : 395,9 M€ en circulation et environ 398,6 M€ de réserves.	Snapshot courant postérieur au dernier examination report.
28/08/2026	EURC natif lancé sur Plasma	Développement réseau postérieur au dernier rapport mensuel.

Ces événements ne modifient pas le dernier point d'assurance indépendant : celui-ci reste le 31 juillet 2026, dans le rapport Deloitte signé le 27 août 2026.

Source : Circle Transparency ; Circle EURC page ; Circle Q2 2026 results ; Circle blog Cronos / Plasma ; MiCA Redemption Policy.

18. Analyse des risques

Risque	Appréciation	Motif / limite
Réserve	Faible à modéré	Cash bancaire publié ; couverture > 1:1 dans les observations. Le risque principal se déplace vers les banques, l'accès aux comptes et le règlement.
Risque bancaire / concentration	Non mesurable publiquement	Noms, pays, nombre de banques et pourcentages non publiés dans les rapports récents ; impossible de calculer une concentration par établissement.
Liquidité opérationnelle	Modéré	Dépendance aux banques, SEPA/rails, cut-offs, jours ouvrés et contrôles de conformité. Les flux observés sont importants, sans constituer un stress test.
Timing / règlement	Modéré	Ajustements parfois importants ; extrêmes de plusieurs dizaines de millions d'euros, sans être assimilables à des pertes.
Juridique / insolvabilité	Modéré	Safeguarding et comptes ségrégués publiés ; subsistent le risque de banque dépositaire, de résolution, de titrage et de disponibilité opérationnelle.
Remboursement	Modéré	Droit au pair, mais exécution soumise aux contrôles KYC/KYT/sanctions, aux rails bancaires et aux procédures de stress.
MiCA / conformité	Faible à modéré	Émetteur EMI en France et cadre EMT MiCA ; exigences réglementaires fortes mais elles ne remplacent pas l'analyse opérationnelle des réserves.
Sanctions / gel	Modéré	Pouvoir de blocage prévu par les documents Circle. Access Denied Tokens = 0 dans la série publiée, sans signifier absence du mécanisme.
Multichaine / smart contract	Modéré à élevé selon usage	Surface technique accrue ; risque dépendant des réseaux, contrats, bridges, wrappers et protocoles tiers utilisés.
Marché secondaire / depeg	Modéré	Prix et profondeur varient par venue et par chaîne ; une décote secondaire ne prouve pas une insuffisance de réserve.
Transparence	Modéré	Fréquence de reporting élevée, mais granularité bancaire, liquidité J+0/J+1 et stress tests EURC non publiés.
Dépendance à Circle	Modéré	Émission, remboursement, conformité et orchestration technique reposent fortement sur l'écosystème Circle et ses conventions intragroupe.
Risque systémique euro	Faible actuellement	Encours inférieur à 0,4 Md€ au 27 août 2026 ; risque de contagion davantage opérationnel et de confiance que macro-financier à ce stade.

Sources : rapports mensuels EURC ; EURC MiCA White Paper ; Redemption Policy ; comptes audités ; SEC Form S-1/A ; documentation réseau Circle ; Circle Transparency, 27/08/2026.

19. Benchmark euro-stablecoins

Le benchmark est volontairement secondaire et limité aux informations primaires comparables. À fin août 2026, Circle affiche 395,9 millions EURC en circulation au 27 août. Société Générale-FORGE publie 156,646 millions EUR CoinVertible en circulation au 30 août 2026, garantis à 100 % par du cash chez Société Générale selon sa page de transparence. Quantoz publie 4,463 millions EURQ au 30 juin 2026, avec un ratio de réserve de 100,66 % et une allocation annoncée de 34 % cash / 66 % obligations d'État. Banking Circle décrit EURI comme un EMT MiCA adossé à des fonds ségrégués en cash ou équivalents.

Token	Émetteur	Point de taille vérifié	Réserve / transparence	Observation
EURC	Circle Internet Financial Europe SAS	395,9m EURC — 27/08/2026	Rapport d'examen mensuel ; cash bancaire + timing	Objet principal du rapport.
EURCV / CoinVertible	Société Générale-FORGE	156,646m — 30/08/2026	100 % cash annoncé ; transparence quotidienne	Comparateur institutionnel bancaire français.
EURQ	Quantoz Payments B.V.	4,463m — 30/06/2026	100,66 % ; 34 % cash / 66 % government bonds	Structure de réserve différente d'EURC.
EURI	Banking Circle S.A.	Donnée de circulation primaire comparable non vérifiée ici	Cash ou cash equivalents en structure ségréguée	Comparateur MiCA bancaire.

Les dates, définitions de « circulation » et fréquences de transparence ne sont pas homogènes. Aucun classement de risque global n'est déduit de ces seuls chiffres.

Source : Circle EURC page (27/08/2026) ; SG-FORGE CoinVertible (30/08/2026) ; Quantoz Transparency (30/06/2026) ; Banking Circle EURI.

20. Conclusion

La série 2022–2026 fait apparaître une architecture de réserve EURC particulièrement simple : du cash en euros auprès d’institutions financières réglementées, ajusté des différences de timing et de règlement. Au 31 juillet 2026, dernière date couverte par l’examen indépendant, les réserves dépassaient la circulation de 2,751 M€. Au 27 août, la photographie courante publiée par Circle demeurait supérieure à 1:1. Aucun épisode de sous-couverture n’apparaît dans les chiffres publiés étudiés.

La principale limite de transparence concerne les contreparties bancaires. Les noms et certains niveaux de concentration étaient partiellement publiés au début de l’historique ; ils ne le sont plus dans les rapports récents. Il n’est donc pas possible, à partir des informations publiques disponibles, de mesurer la concentration par banque, la diversification géographique, la part mobilisable en J+0/J+1 ou la résilience d’un scénario de résolution bancaire.

Sur le plan juridique, la transition du 1er juillet 2024 est centrale : Circle France est l’émetteur mondial d’EURC et le jeton relève du régime des EMT sous MiCA. Le remboursement à la valeur nominale est établi par le cadre réglementaire et la politique de Circle, mais son exécution reste soumise aux contrôles de conformité, aux banques et aux dispositifs opérationnels de gestion des rachats.

Les flux récents montrent enfin qu’EURC est devenu un instrument opérationnellement actif : les rachats bruts sur trente jours atteignaient 375,7 M€ au 27 août, soit environ 94,9 % de l’encours de cette date. Cette rotation constitue un signal positif sur le fonctionnement courant, mais ne renseigne pas sur la capacité à traiter un run simultané. L’expansion multichaîne accroît parallèlement l’utilité d’EURC tout en augmentant les risques de fragmentation, d’erreur de réseau et d’exposition aux infrastructures tierces.

21. Sources et limites

Sources primaires principales :

ID	Source	Lien / référence
[R]	Circle — EURC / EUROCC monthly examination reports, June 2022 to July 2026	https://www.circle.com/transparency
[WP]	Circle Internet Financial Europe SAS — MiCA EURC White Paper	https://www.circle.com/legal/mica-eurc-whitepaper
[RP]	Circle France — MiCA Redemption Policy, updated 13 July 2026	https://www.circle.com/legal/mica-redemption-policy
[LIC]	Circle — Regulatory licenses, updated 27 August 2026	https://www.circle.com/legal/licenses
[AMF]	AMF — CIRCLE INTERNET FINANCIAL EUROPE SAS, liste blanche	https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/proteger-son-epargne/listes-blanches/psanpsca/circle-internet-financial-europe-sas-0
[DEV]	Circle Developers — EURC contract addresses	https://developers.circle.com/stablecoins/eurc-contract-addresses
[S1]	Circle Internet Group, Inc. — Form S-1/A, filed 27 May 2025	https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1876042/000119312525126208/d737521ds1a.htm
[AF2024]	Circle Internet Financial Europe SAS — comptes sociaux 2024	Document financier officiel
[AF2025]	Circle Internet Financial Europe SAS — comptes sociaux 2025	Document financier officiel
[CRONOS]	Circle — EURC on Cronos, 29 June 2026	https://www.circle.com/blog/now-available-usdc-eurc-and-cctp-on-cronos
[PLASMA]	Circle — EURC on Plasma, 28 August 2026	https://www.circle.com/fr/blog/now-available-usdc-eurc-cctp-and-bridge-kit-on-plasma
[MICA]	Regulation (EU) 2023/1114 — Markets in Crypto-Assets	https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2023/1114/oj
[TR27]	Circle — Transparency & stability, snapshot 27 August 2026	https://www.circle.com/transparency
[EURC]	Circle — EURC product page, snapshot 27 August 2026	https://www.circle.com/eurc
[Q2-26]	Circle Internet Group — Q2 2026 results / shareholder materials	https://investor.circle.com/financials/quarterly-results

Limites : (i) aucune ventilation bancaire actuelle par établissement n'est publiée dans les rapports mensuels ; (ii) la disponibilité immédiate J+0/J+1 et les stress tests propres à EURC ne sont pas publiés ; (iii) les rapports de réserve ne fournissent pas une ventilation historique complète de la circulation par blockchain ; (iv) le snapshot Circle du 27 août 2026 n'est pas couvert par l'examen report de juillet ; (v) les données historiques de prix secondaire ne sont pas suffisamment homogènes pour qualifier certains extrêmes d'agrégateurs comme depegs vérifiés ; (vi) quelques documents Circle présentent des divergences ou décalages de mise à jour, notamment sur certains identifiants réglementaires ou listes de réseaux. Lorsqu'une information n'est pas publiée, cette absence ne signifie ni inexistence ni non-conformité.