



RÉSERVES FDUSD ET PORTEFEUILLE CUSIP

Ce que trois années d'attestations révèlent sur la couverture, la liquidité, la structure juridique et les droits des détenteurs

Période examinée : 23 juin 2023 - 30 juin 2026

Rapport public — Édition du mois d'août 2026

37	39	392	250	6
rapports mensuels	dates d'observation	lignes CUSIP	CUSIP officiels uniques	blockchains

Public concerné : dirigeants, directions financières, trésoriers, banques, investisseurs, experts-comptables et professionnels du risque souhaitant évaluer FDUSD au-delà du seul ratio de couverture.

Comment lire ce rapport

Ce rapport distingue les faits directement documentés, les données extraites, les calculs reproductibles, les inférences et les limites. Le terme « audit » n'est pas utilisé pour désigner les missions d'examen ou d'assurance limitées figurant dans le corpus.

Portée : ce rapport constitue une analyse documentaire et financière. Il ne fournit ni conseil juridique, ni recommandation d'investissement, ni garantie sur la liquidité future ou l'issue d'un scénario d'insolvabilité.

Sommaire

1. Résumé exécutif
2. Périmètre et méthode
3. Entités et changement d'émetteur
4. Chronologie des attestations et niveau d'assurance
5. Composition des réserves
6. Treasury bills et portefeuille CUSIP
7. Soldes bancaires, dépôts à terme et reverse repos
8. Rapprochements et couverture
9. Offre multichaîne et dépendances techniques
10. Mint, remboursement et droits du détenteur
11. Risques et implications pour l'entreprise
12. Limites et conclusion

1. Résumé

Photographie au 30 juin 2026

FDUSD en circulation : 350.1 M\$. Actifs de réserve : 351.7 M\$. Surplus : 1.6 M\$. Ratio de couverture : 100,5 %. Les Treasury bills représentent 85,4 % des actifs publiés.

- L'offre atteint un maximum documentaire de 4.2 Md\$ le 30/04/2024, puis revient à 350.1 M\$ au 30 juin 2026, soit une contraction de 91,7 % par rapport au pic.
- La dernière composition publiée comprend 300.2 M\$ de Treasury bills, 15.0 M\$ de dépôts à terme et 36.5 M\$ de soldes en dollars. Aucun reverse repo n'est publié à cette date.
- Le portefeuille de Treasury bills compte 8 CUSIP au 30 juin 2026. Sa maturité moyenne pondérée est de 22.3 jours ; 88,4 % arrive à échéance sous 30 jours et 100 % sous 60 jours.
- Les attestations décrivent des comptes ouverts et gérés par un dépositaire lié, présenté comme une public trust company de Hong Kong. Les comptes sous-jacents sont indiqués comme ouverts au nom du dépositaire pour le bénéfice de l'émetteur, mais les noms et montants par institution ne sont pas publiés.
- Le transfert de l'émission à FD121 (BVI) Limited, effectif au 1er août 2025 selon les conditions contractuelles, constitue une rupture juridique même si First Digital a annoncé une continuité opérationnelle.
- D'après nous, le détenteur ne dispose pas automatiquement d'un remboursement direct. Les FDD Terms conditionnent la vente à FD121 à l'ouverture et au maintien d'un FD121 Account éligible ; FD121 peut aussi suspendre, différer ou limiter les opérations dans plusieurs situations de stress.
- Les documents contractuels nous indiquent que les réserves sont « beneficially owned » par FD121 et que les détenteurs ne disposent pas, par contrat ou trust, d'un droit sur les actifs ou leur rendement. La qualité des réserves ne doit donc pas être confondue avec un droit de propriété direct du détenteur.

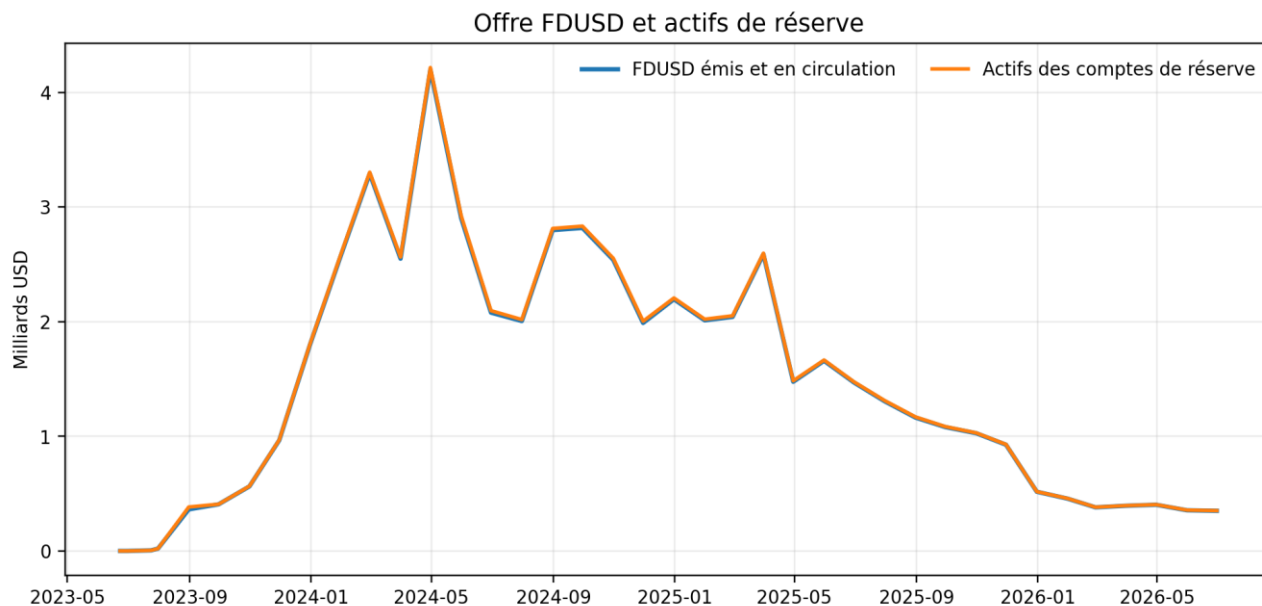


Figure 1 - Évolution de l'offre et des actifs de réserve

Source : Attestations mensuelles FDUSD, calculs BECTRA

Origine de la contraction : l'encours a diminué de 91,7 % depuis son pic d'avril 2024. Notre étude de la chronologie indique une dépendance initiale élevée à Binance et aux incitations de trading, puis un effet combiné de réduction des promotions FDUSD, renforcement d'USDC, restrictions MiCA dans l'EEE et choc de confiance d'avril 2025. Ces facteurs expliquent mieux la baisse que la qualité des actifs de réserve, restée quantitativement suffisante dans les attestations.

1.1 Réponses aux questions centrales

Question	Conclusion documentée
Actifs directement identifiés	Treasury bills par CUSIP, collatéral de certains reverse repos, dépôts à terme et soldes USD agrégés. Les banques et contreparties ne sont pas nommées.
Couverture	Tous les arrêtés intégrés présentent des actifs au moins égaux à l'offre publiée. La couverture est une photographie ponctuelle, pas une garantie de liquidité continue.
Liquidité	Les maturités des T-Bills sont courtes, mais la disponibilité effective dépend des règlements, cut-offs bancaires, dépôts à terme et pouvoirs contractuels de suspension.
Droits du détenteur	Le droit économique décrit est une faculté conditionnelle de vendre le jeton à FD121 via un compte éligible ; il ne s'agit pas d'un droit direct sur les réserves.
Rupture juridique	FD121 Limited est l'émetteur historique ; FD121 (BVI) Limited devient la contrepartie à compter du 1er août 2025 selon l'assignation contractuelle.
Risque multichaîne	La définition de l'offre s'étend progressivement d'Ethereum et BNB Chain à Sui, Solana, Arbitrum et TON. Chaque réseau ajoute des dépendances distinctes.

Source : attestations mensuelles FDUSD, FDD Terms, FD121 Account User Agreement et FDD Risk Factors publiés.

2. Périmètre et méthode

Le corpus de document que ns avons étudié comprend 37 rapports mensuels couvrant juin 2023 à juin 2026. Deux rapports de lancement contiennent chacun deux dates d'observation, portant le nombre total de photographies à 39. La première date intégrée est le 23 juin 2023 et la dernière le 30 juin 2026.

Chaque observation a été rapprochée selon quatre axes : somme des catégories d'actifs, actifs par rapport à l'offre, somme des lignes CUSIP par rapport au total Treasury bills, et somme des offres publiées par blockchain par rapport au total supply. Les écarts inférieurs à un dollar dus à la précision des nombres flottants ont été traités comme nuls.

2.1 Hiérarchie des éléments probants

Niveau	Traitement
Source primaire	Rapports FDUSD, FDD Terms, User Agreement, Risk Factors et communications officielles.
Calcul reproductible	Ratios de couverture, parts d'actifs, WAM, HHI, concentration et transitions CUSIP.
Vérification technique	Sommes des offres par réseau telles que publiées dans les attestations ; pas une interrogation indépendante de chaque nœud historique.
Inférence	Qualification explicite et séparée ; aucune causalité économique n'est affirmée sans preuve.
Inconnu	Banques nommées, concentration bancaire, assurance-dépôts, conditions de sortie anticipée, délais réels et traitement d'insolvabilité complet.

2.2 Rapprochement officiel des CUSIP avec l'U.S. Treasury

La validation externe a été réalisée à partir du jeu officiel Treasury Securities Auctions Data, publié par l'U.S. Treasury Fiscal Data. Pour chaque ligne CUSIP, le contrôle porte sur l'existence de l'identifiant, la nature du titre, la durée d'origine, la date d'émission initiale et la date d'échéance.

Résultat : les 392 lignes sont rattachées à un titre officiel et correspondent à 250 CUSIP uniques. Les échéances sont identiques pour 391 lignes.

3. Entités et changement d'émetteur

3.1 Cartographie des rôles

Entité / couche	Rôle	Juridiction	Limite documentaire
FD121 Limited	Legal issuer through 31 July 2025	Hong Kong	No full corporate/insolvency opinion provided
FD121 (BVI) Limited	Legal issuer from 1 August 2025	British Virgin Islands	Not a bank or trust company; licensing status for stablecoin issuance not demonstrated by supplied documents
First Digital Labs	Brand/platform and commercial designation	Not treated as a separate issuer solely by brand name	Must map references to actual legal entity
First Digital Trust Limited	Custodian/public trust company described as related party	Hong Kong	Underlying institution names, balances and insolvency treatment are not disclosed
Underlying financial institutions	Hold cash, deposits and U.S. government debt instruments	Multiple jurisdictions disclosed over time	Names, account-level balances, deposit insurance and concentration not published

Source : Rapports de réserves, FDD Terms et communications officielles.

First Digital Labs est traité comme une marque, une plateforme ou une désignation commerciale lorsque les documents ne l'identifient pas comme personne morale distincte. First Digital Trust Limited est analysée dans son rôle de dépositaire et non comme émetteur. FD121 (BVI) Limited n'est pas présentée comme une banque ou une trust company.

3.2 Rupture juridique au 1er août 2025

Période	Émetteur	Juridiction	Fondement
23/06/2023 - 31/07/2025	FD121 Limited	Hong Kong	Entité Company dans les attestations historiques.
Depuis le 01/08/2025	FD121 (BVI) Limited	British Virgin Islands	Notice of Assignment dans les conditions et annonce publique du 15/08/2025.

La communication de First Digital affirme l'absence de modification des flux utilisateurs, de la conservation, de la gouvernance et des attestations. Cette continuité annoncée ne supprime pas le changement de contrepartie, de juridiction et d'environnement d'insolvabilité.

Les conditions indiquent que les droits, bénéfices, obligations et responsabilités de FD121 Limited ont été transférés à FD121 (BVI) Limited et que les utilisateurs antérieurs ont consenti à la novation en continuant à détenir ou utiliser FDD après la date d'effet. Le rapport ne fournit pas d'opinion juridique indépendante sur l'efficacité de cette novation dans chaque juridiction des détenteurs.

Conséquence pour une entreprise

Les politiques de trésorerie et les contrats internes doivent identifier FD121 (BVI) Limited comme contrepartie postérieure au 1er août 2025. Les conclusions historiques relatives à FD121 Limited ne doivent pas être transposées rétroactivement sans vérifier le document applicable à la date.

4. Chronologie des attestations et niveau d’assurance

Le corpus que nous avons étudié fait apparaître des examens fondés sur les standards d’attestation de l’AICPA, décrits comme procurant une assurance raisonnable sur les assertions ciblées, ainsi que des missions d’assurance limitée sous ISAE 3000 (révisée). Ces niveaux ne sont pas équivalents : l’assurance limitée repose sur des procédures moins étendues.

À partir de	Cabinet / signataire extrait	Nature de la mission
23/06/2023	Not identified	Reasonable assurance examination (AICPA attestation standards)
30/09/2023	Prescient Assurance LLC	Reasonable assurance examination (AICPA attestation standards)
31/10/2023	Prescient Assurance LLC	Examination/attestation - level not extracted
30/11/2023	Not identified	Reasonable assurance examination (AICPA attestation standards)
31/12/2024	Prescient Assurance LLC	Reasonable assurance examination (AICPA attestation standards)
31/03/2025	Ko Chi Kwong, CPA	Reasonable assurance examination (AICPA attestation standards)
31/05/2025	Not identified	Limited assurance (ISAE 3000 Revised)
31/07/2025	Ko Chi Kwong, CPA	Reasonable assurance examination (AICPA attestation standards)
31/08/2025	Not identified	Limited assurance (ISAE 3000 Revised)
30/09/2025	Ko Chi Kwong, CPA	Reasonable assurance examination (AICPA attestation standards)
31/03/2026	AOGB CPA Limited	Limited assurance (ISAE 3000 Revised)
30/06/2026	Ko Chi Kwong, CPA	Reasonable assurance examination (AICPA attestation standards)

Source : rapports mensuels FDUSD publiés. La lisibilité de certaines pages ne permet pas toujours d’identifier le cabinet avec la même fiabilité.

5. Composition des réserves

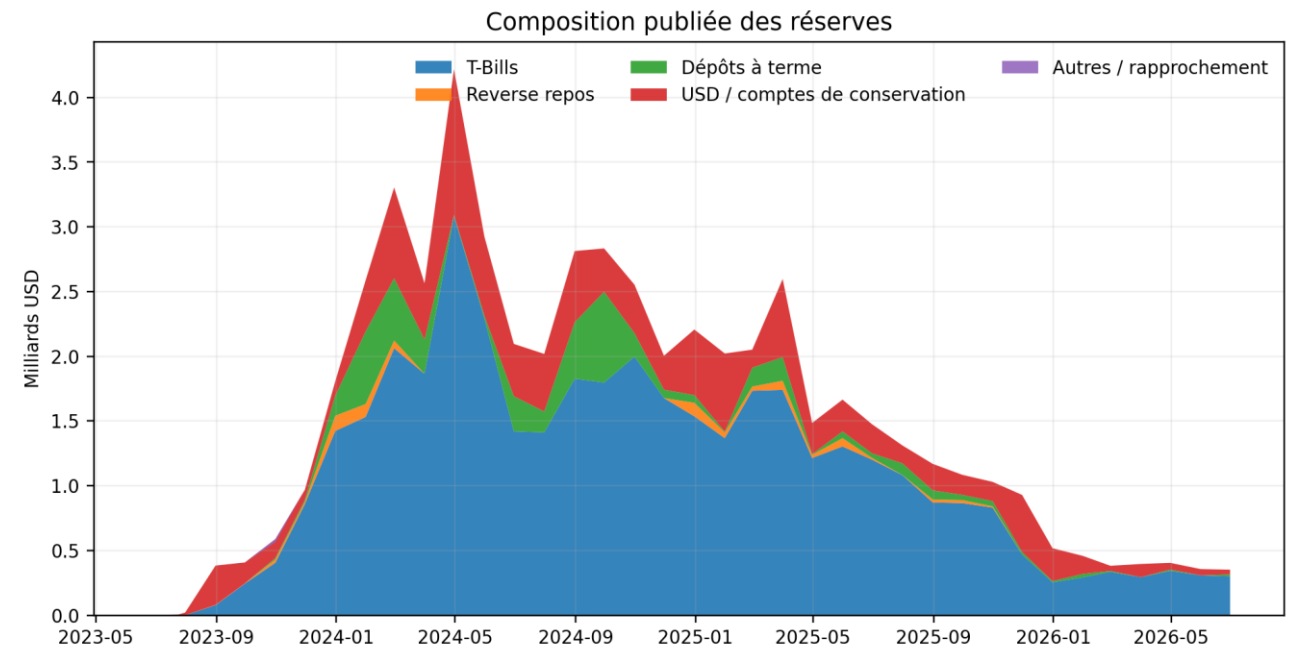


Figure 2 - Évolution de la composition publiée
Source : Attestations mensuelles FDUSD, extraction et calculs BECTRA

5.1 Trajectoire générale

Les réserves passent d'un dispositif exclusivement composé de dollars au lancement à une allocation majoritairement constituée de Treasury bills. Les reverse repos apparaissent de manière intermittente. Les dépôts à terme deviennent significatifs en 2024, avec un maximum publié de 701,3 M\$ au 30 septembre 2024, puis reculent fortement.

Indicateur	Date	Montant	Part des actifs
Pic de l'offre	30/04/2024	4.2 Md\$	99,6 %
Maximum des dépôts à terme	30/09/2024	701.3 M\$	24,8 %
Maximum des reverse repos	31/12/2023	118.0 M\$	6,5 %
Dernière observation	30/06/2026	351.7 M\$	100 %

5.2 Composition au 30 juin 2026

Composition au 30 juin 2026

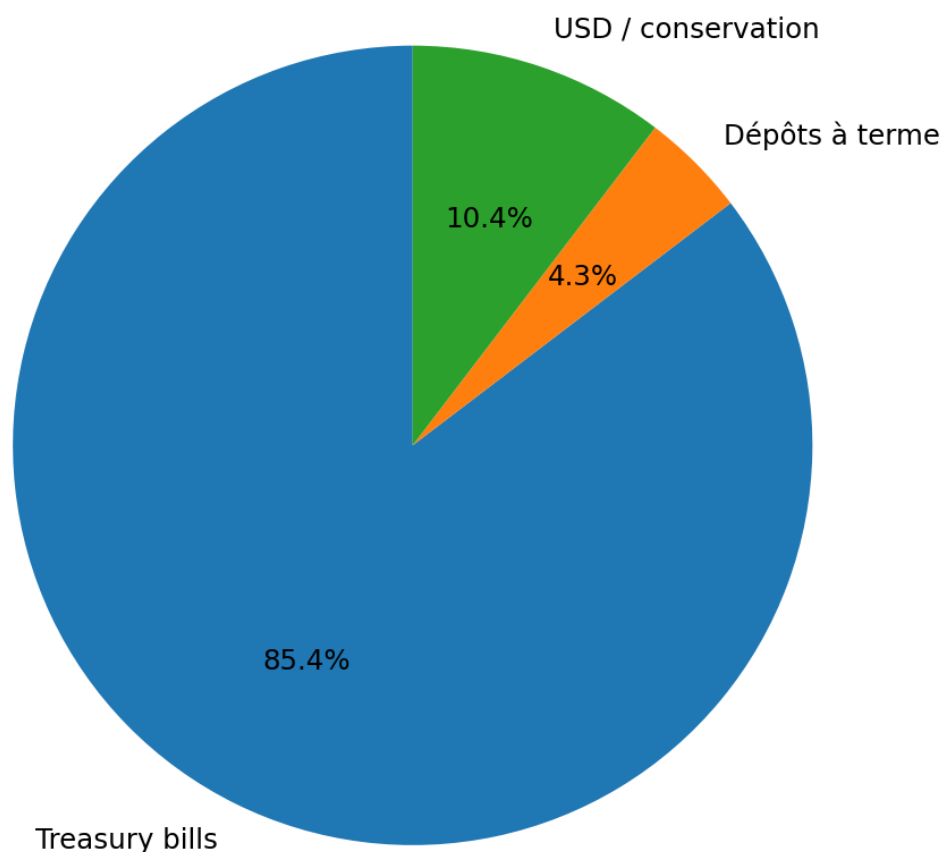


Figure 3 - Répartition de la dernière observation

Source : Attestation FDUSD du 30 juin 2026

Catégorie	Montant	Poids
Treasury bills	300.2 M\$	85,4 %
Dépôts à terme	15.0 M\$	4,3 %
USD / comptes de conservation	36.5 M\$	10,4 %
Reverse repos	0.00 \$	0,0 %
Total	351.7 M\$	100,0 %

Source : FDUSD- Attestation Reserves 06 2026, Reserve Accounts Report.

L'expression « cash » ne doit pas désigner l'ensemble des réserves : 85,4 % correspondent à des Treasury bills, 4,3 % à un dépôt à terme et 10,4 % à des soldes en dollars. La qualité de crédit des Treasury bills ne renseigne pas, à elle seule, sur la disponibilité du cash bancaire ou sur la capacité contractuelle de rachat.

5.3 Origine de la contraction de l'encours FDUSD

Nature du phénomène. La baisse observée ne correspond pas, dans les attestations, à une perte comptable des réserves : les actifs publiés continuent de couvrir l'offre. Elle correspond à une contraction de l'encours en circulation, c'est-à-dire à des rachats et destructions nets supérieurs aux nouvelles émissions. L'offre atteint un pic de **4,20 Md\$ au 30 avril 2024** puis recule à **350,1 M\$ au 30 juin 2026**, soit une diminution de **91,7 %**. La trajectoire n'est pas parfaitement continue : elle comporte plusieurs rebonds, mais la tendance de fond est une contraction par paliers.

L'explication la plus robuste est une combinaison de dépendance commerciale à Binance, réduction des incitations de trading, renforcement concurrentiel d'USDC, restriction de l'accès européen et choc de confiance d'avril 2025. Aucun de ces facteurs ne permet, isolément, d'attribuer un montant précis de rachats. Ils sont donc classés ci-dessous selon le niveau de preuve.

Facteur explicatif	Élément factuel et chronologie	Lien avec l'encours observé	Appréciation
Migration de BUSD vers FDUSD sur Binance	Le 31 août 2023, Binance encourage la conversion de BUSD vers FDUSD sans frais. Les reliquats BUSD sont ensuite convertis automatiquement en FDUSD à compter du 2 janvier 2024.	L'offre passe de 362,8 M\$ au 31 août 2023 à 3,29 Md\$ au 29 février 2024, puis atteint 4,20 Md\$ au 30 avril 2024.	Contribution fortement documentée à la croissance initiale. Elle montre que l'encours dépendait largement d'une décision de distribution de Binance.
Concentration des usages sur Binance et les paires sans frais	Kaiko observe en janvier 2024 que Binance représente plus de 99 % des volumes de FDUSD et de TUSD dans son périmètre, avec un usage limité hors des paires sans frais.	Une demande très concentrée sur une plateforme et une promotion tarifaire est plus réversible qu'une demande diversifiée de paiement, de trésorerie ou de règlement.	Facteur structurel majeur. Il explique la vulnérabilité de l'encours aux changements de politique commerciale de Binance.
Réduction de la promotion zéro frais	Binance annonce le 17 avril 2024 qu'à compter du 25 avril les frais taker standards s'appliqueront aux utilisateurs ordinaires et VIP 1 sur plusieurs paires FDUSD.	Après le pic du 30 avril 2024, l'offre tombe à 2,90 Md\$ au 31 mai (-30,8 %), puis à 2,08 Md\$ au 30 juin (-28,4 % supplémentaire).	Corrélation temporelle forte et mécanisme économique crédible. La part exacte de la baisse attribuable aux frais n'est pas démontrable avec les seules attestations.
Renforcement concurrentiel d'USDC sur Binance	Circle et Binance annoncent le 11 décembre 2024 une alliance visant à étendre l'accès et l'usage d'USDC dans les produits de Binance, y compris sa trésorerie d'entreprise.	FDUSD ne bénéficie plus d'un positionnement aussi exclusif comme stablecoin alternatif privilégié par Binance. L'offre reste volatile début 2025 puis reprend sa contraction.	Facteur concurrentiel crédible, mais l'effet quantitatif nécessite les volumes, profondeurs de marché, soldes clients et incitations par paire.
Restriction MiCA dans l'Espace économique européen	Binance annonce le 3 mars 2025 la suppression, pour les utilisateurs de l'EEE, des paires associées aux stablecoins non conformes à MiCA, dont FDUSD, à compter de fin mars 2025.	Cette mesure réduit l'univers de négociation et d'intermédiation accessible en Europe. Elle coïncide avec une baisse de 2,59 Md\$ au 31 mars à 1,48 Md\$ au 30 avril.	Facteur négatif certain sur l'accès européen. Son poids global ne peut pas être isolé du choc de confiance intervenu au même moment.

Facteur explicatif	Élément factuel et chronologie	Lien avec l'encours observé	Appréciation
Choc de confiance et décrochage temporaire du 2 avril 2025	Des accusations publiques d'insolvabilité visant First Digital Trust provoquent un décrochage temporaire de FDUSD. First Digital conteste ces accusations et affirme que FDUSD demeure entièrement couvert.	L'offre recule de 2,59 Md\$ au 31 mars 2025 à 1,48 Md\$ au 30 avril 2025, soit environ -43,0 %. Le prix retrouve ensuite sa parité, mais l'encours ne revient pas à son niveau antérieur.	Facteur accélérateur très plausible. Les attestations mensuelles ne permettent pas d'attribuer chaque burn ou remboursement à cet événement.
Diversification insuffisante après le choc	First Digital annonce de nouveaux réseaux et partenariats institutionnels entre 2024 et 2026, mais l'offre continue de diminuer après plusieurs rebonds ponctuels.	De 1,66 Md\$ au 31 mai 2025, l'encours descend à 516,3 M\$ fin 2025 puis 350,1 M\$ fin juin 2026.	Inférence fondée sur la chronologie : les nouveaux canaux n'ont pas compensé la réduction de la demande historique. L'usage réel de chaque partenariat n'est pas publié.

Lecture consolidée. La phase de croissance de FDUSD paraît avoir été largement alimentée par la substitution de BUSD et par les avantages commerciaux accordés sur Binance. La contraction débute lorsque ces avantages sont réduits, puis se poursuit dans un environnement où USDC bénéficie d'un soutien renforcé, où l'accès européen est restreint et où l'épisode d'avril 2025 détériore la confiance. La couverture des réserves n'explique donc pas, à elle seule, la trajectoire de l'encours : le principal déterminant paraît être la demande de marché et la distribution.

Sources externes utilisées pour cette section :

- [Binance, 31 août 2023 — Conversion progressive de BUSD vers FDUSD](#)
- [Binance, 29 novembre 2023 — Retrait de BUSD et conversion automatique en FDUSD](#)
- [Kaiko, 22 janvier 2024 — Dépendance des volumes FDUSD aux paires sans frais de Binance](#)
- [Binance, 17 avril 2024 — Révision de la promotion zéro frais FDUSD](#)
- [Circle, 11 décembre 2024 — Partenariat stratégique Circle–Binance pour USDC](#)
- [Binance, 3 mars 2025 — Retrait des paires de stablecoins non conformes à MiCA dans l'EEE](#)
- [The Block, 2 avril 2025 — Décrochage de FDUSD après les accusations visant First Digital](#)
- [CoinDesk, 2 avril 2025 — Réaction de First Digital et évolution du prix de FDUSD](#)

6. Treasury bills et portefeuille CUSIP

6.1 Taille, maturité et concentration

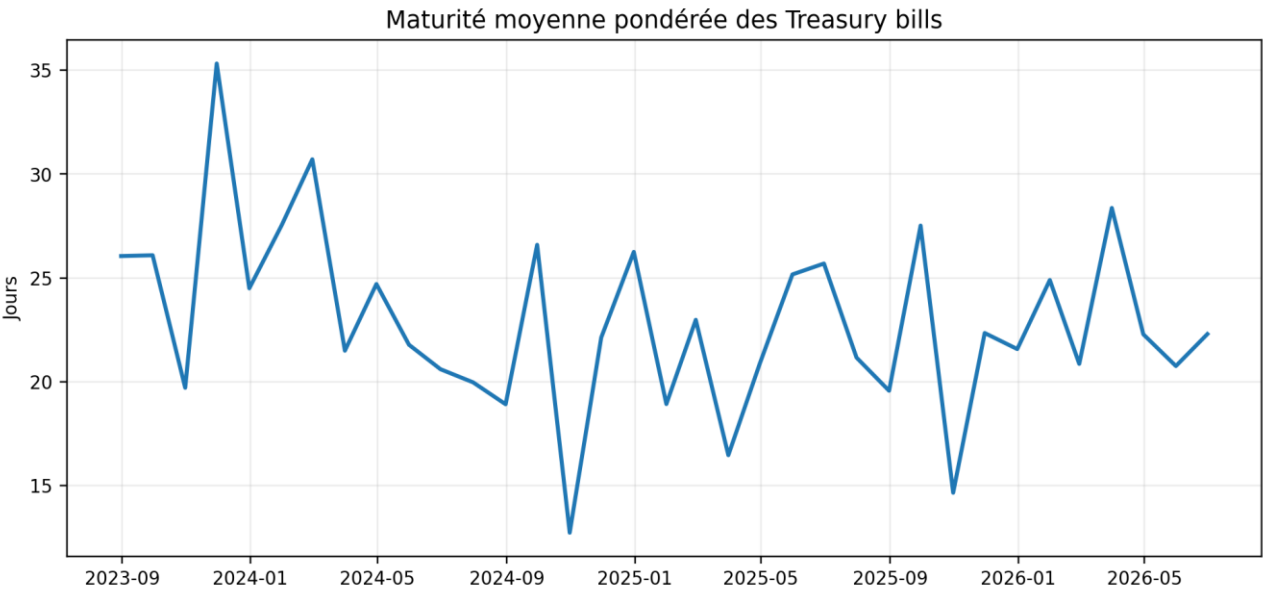


Figure 4 - Maturité moyenne pondérée des Treasury bills
Source : Valeurs de marché publiées et échéances des lignes CUSIP

La WAM est calculée comme la somme de la valeur de chaque ligne multipliée par ses jours résiduels, divisée par la somme des valeurs. Sur les observations comportant des Treasury bills, la WAM moyenne est de 22.9 jours. Elle varie d'environ 12.7 à 35.3 jours.

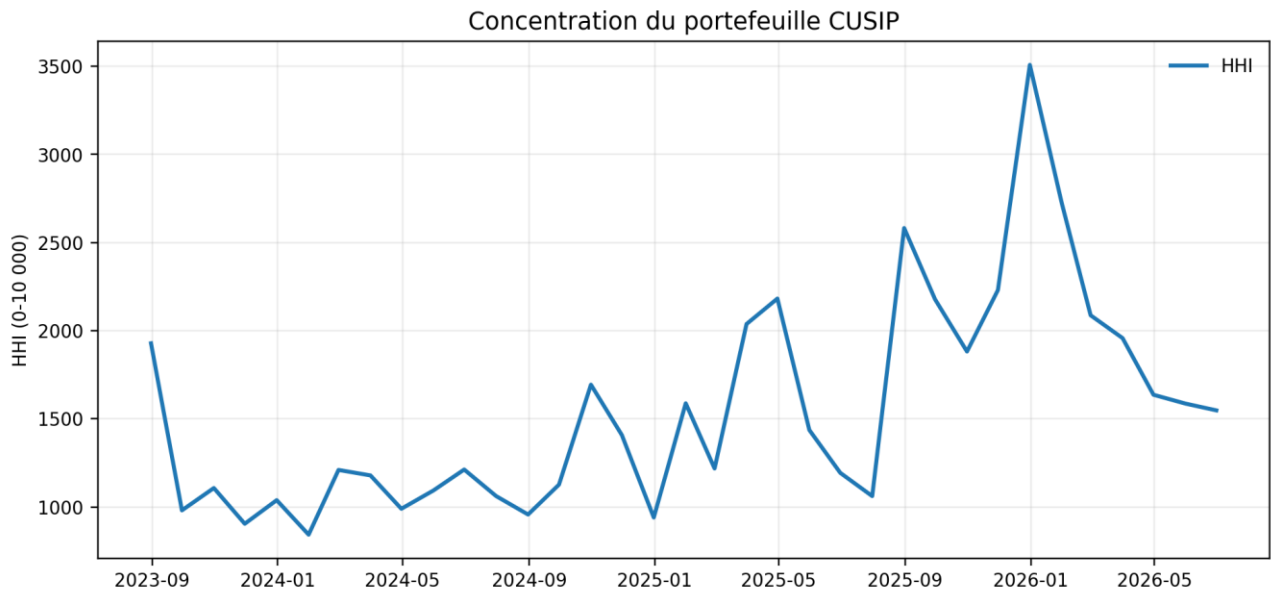


Figure 5 - Concentration HHI du portefeuille
Source : Calcul BECTRA à partir des valeurs de marché publiées

L'indice HHI est la somme des carrés des poids de chaque ligne, multipliée par 10 000. Un HHI élevé signifie que le portefeuille est concentré sur moins de CUSIP. Cette mesure porte sur les titres directement identifiés ; elle ne mesure pas la concentration bancaire ni la concentration des contreparties de reverse repo.

CUSIP	Échéance	Valeur publiée	Jours résiduels	Poids T-Bills
912797UP0	14/07/2026	70.9 M\$	14	23,6 %
912797TP2	23/07/2026	59.9 M\$	23	19,9 %
912797UR6	28/07/2026	38.6 M\$	28	12,8 %
912797UU9	18/08/2026	34.8 M\$	49	11,6 %
912797UN5	07/07/2026	33.3 M\$	7	11,1 %
912797UQ8	21/07/2026	30.8 M\$	21	10,3 %
912797TQ0	30/07/2026	21.9 M\$	30	7,3 %
912797UC9	30/06/2026	10.0 M\$	0	3,3 %

Source : Attestation du 30 juin 2026. Les identifiants sont ceux du rapport source.

Au 30 juin 2026, la première position représente 23,6 % du portefeuille et les cinq premières 79,1 %. Le HHI s'établit à 1548. La concentration reste donc matériellement différente d'un portefeuille uniformément réparti, sans être une concentration sur une seule échéance.

6.2 Cycle de vie et transitions

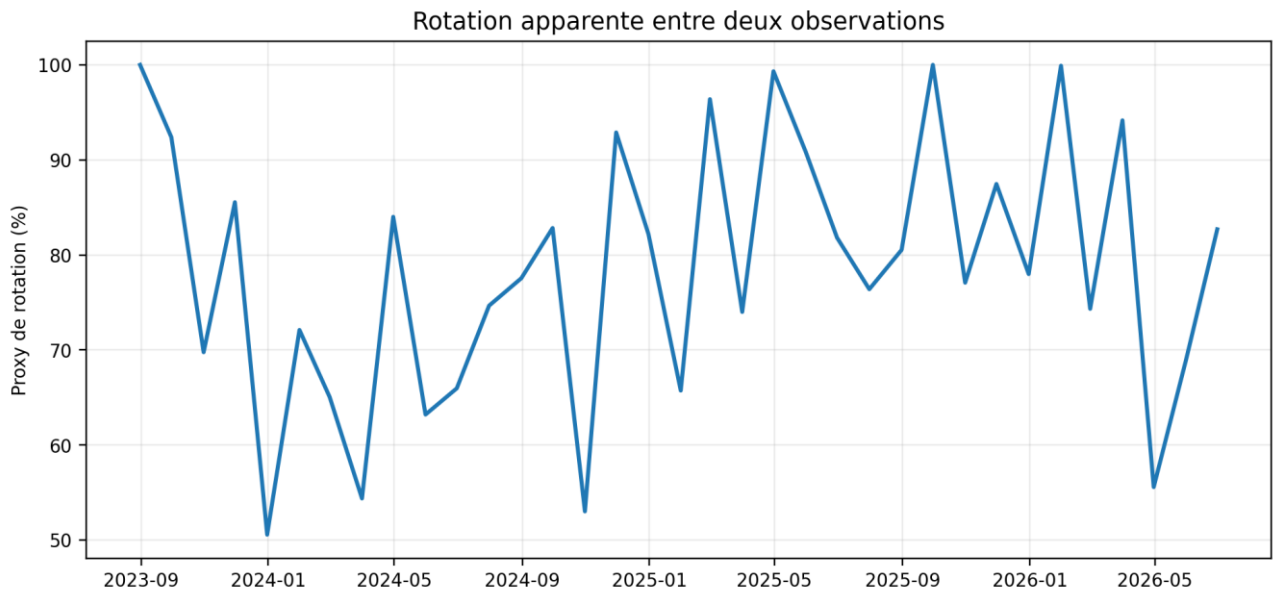


Figure 6 - Proxy de rotation apparente

Source : Calcul BECTRA ; additions et sorties entre deux photographies mensuelles

Le proxy de rotation additionne les achats et sorties apparents, puis divise ce total par la somme des portefeuilles initial et final. Il ne prouve ni une vente ni un rachat. Une disparition peut être compatible avec une échéance, un transfert, un reclassement ou un changement de photographie documentaire.

Départ	Arrivée	Rotation	Nouveaux	Disparus	Échéance dans l'intervalle
31/07/2023	31/08/2023	100,0 %	8	0	0
31/08/2025	30/09/2025	100,0 %	9	8	7
31/12/2025	31/01/2026	99,9 %	7	4	4
31/03/2025	30/04/2025	99,3 %	10	8	8
31/01/2025	28/02/2025	96,4 %	10	7	7
28/02/2026	31/03/2026	94,2 %	7	6	6
31/10/2024	30/11/2024	92,9 %	7	7	6

Interprétation

Les épisodes de rotation proche de 100 % sont largement compatibles avec le renouvellement d'un portefeuille de très courte maturité. Aucun lien causal avec une décision de marché, une banque ou une contrainte réglementaire n'est démontré par les rapports.

7. Soldes bancaires, dépôts à terme et reverse repos

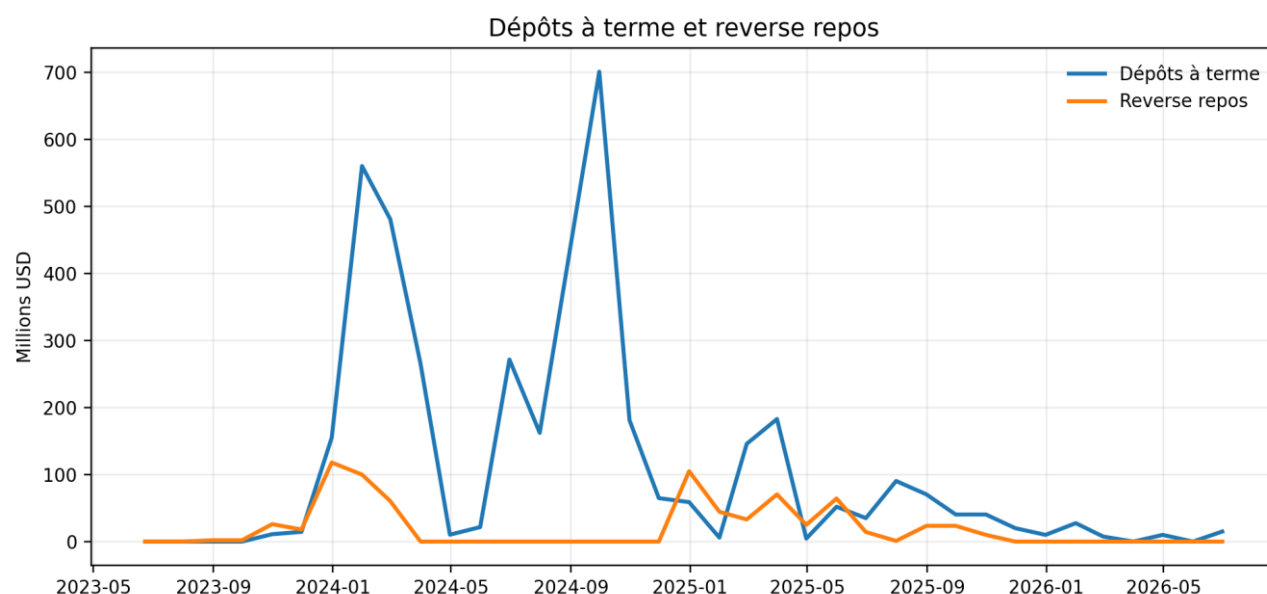


Figure 7 - Évolution des dépôts à terme et reverse repos

Source : Attestations FDUSD, calculs BECTRA

7.1 Soldes en dollars

Les rapports que nous avons étudié décrivent un Custody Account géré par une related party, public trust company de Hong Kong, ainsi que des comptes distincts ouverts par le dépositaire en son nom pour le bénéfice de l'émetteur. Les juridictions citées évoluent au fil du temps et incluent notamment Hong Kong, Singapour, l'Australie, le Canada, la Suisse, le Luxembourg, Malte, les États-Unis, le Royaume-Uni, Bahreïn, le Liechtenstein et la Géorgie selon les périodes.

Les établissements ne sont pas nommés et les montants ne sont pas ventilés par banque. Le corpus ne permet donc pas de calculer la concentration bancaire, le montant de dépôts assurés, les limites de crédit, les cut-offs, la capacité de transfert intrajournalier ni le traitement exact en cas de défaillance d'une banque.

7.2 Dépôts à terme

Le corpus recense 115 lignes de dépôts à terme. Les libellés couvrent des dépôts overnight, à 7 jours, 14 jours, 30 jours et d'autres durées courtes. Les rapports indiquent généralement que la carrying value approche la fair value, mais ne publient pas les taux, pénalités de sortie anticipée ou droits de mobilisation.

Durée résiduelle	Nombre de lignes	Valeur cumulée observée
<=1 jour	9	370.7 M\$
2-7 jours	66	2.6 Md\$
8-14 jours	26	806.5 M\$
15-30 jours	14	364.3 M\$
>30 jours	0	0.00 \$

Source : Somme des observations, non encours unique : une même position peut apparaître dans plusieurs rapports.

7.3 Reverse repos

Les reverse repos ne sont pas présents à toutes les dates. Lorsqu'ils sont publiés, les rapports identifient le collatéral Treasury par CUSIP et décrivent les opérations comme overcollateralized overnight reverse repurchase agreements. Ils ne donnent pas systématiquement la contrepartie, la décote, l'agent tripartite, la valeur du collatéral ou le lieu de conservation.

La simple autorisation d'utiliser des reverse repos ne prouve pas leur présence. Le rapport ne les comptabilise que lorsque le montant figure dans l'état mensuel.

8. Rapprochements et couverture

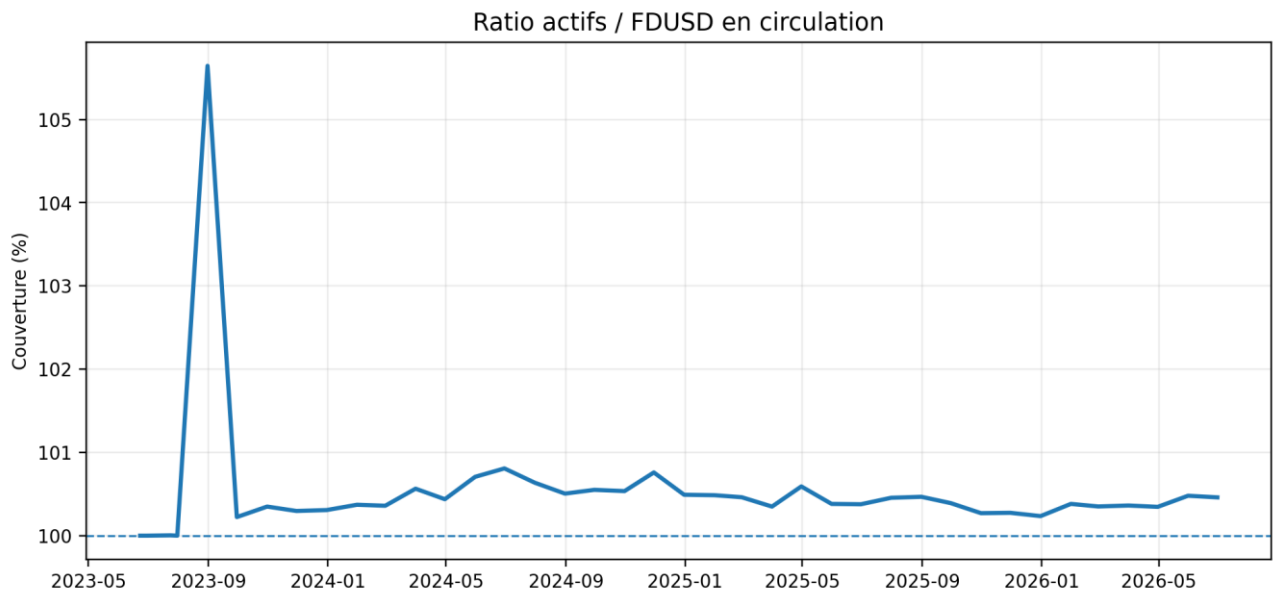


Figure 8 - Couverture publiée des FDUSD en circulation
Source : Actifs de réserve / offre FDUSD, attestations mensuelles

Le ratio de couverture est supérieur ou égal à 100 % pour les 39 observations intégrées. Il varie de 100,0 % à 105,6 %. Au 30 juin 2026, le surplus est de 1.6 M\$, soit 0,5 % de l'offre.

Le surplus n'est pas un capital réglementaire ni une réserve de liquidité juridiquement affectée. Il s'agit de la différence arithmétique entre actifs publiés et FDUSD issued and in circulation au même instant.

8.1 Élément de timing identifié

Date	Montant	Description	Traitement
31/10/2023	23.0 M\$	Funds transferred immediately before report time; corresponding FDUSD minted immediately after report time	Déduction de rapprochement entre les catégories brutes et le total publié.

Source : Rapport au 31 octobre 2023, note 5.

Le rapport d'octobre 2023 indique qu'un montant de 22 999 990 USD a été transféré aux Reserve Accounts juste avant l'heure d'observation et que les FDUSD correspondants ont été mintés le 1er novembre, après l'arrêté. Cette information explique la différence entre la somme brute des catégories et le total publié. Elle illustre le risque de timing entre banque, comptabilité et blockchain.

8.2 Couvertures analytiques

Mesure	Définition	Limite
Couverture publiée	Total des actifs du rapport / offre publiée.	Inclut les traitements et critères de la direction.
Avant rapprochement	Somme brute des catégories avant élément explicitement déduit.	Mesure analytique, non chiffre d'attestation.

Mesure	Définition	Limite
Après exclusion des inconnus	Catégories démontrées uniquement.	Peut sous-estimer la couverture si une information est seulement non détaillée.
Liquidité à horizon	Cash + actifs arrivant à échéance dans l'horizon.	Ne tient pas compte des cut-offs, prix, suspension ou accès bancaire.

9. Offre multichaîne et dépendances techniques

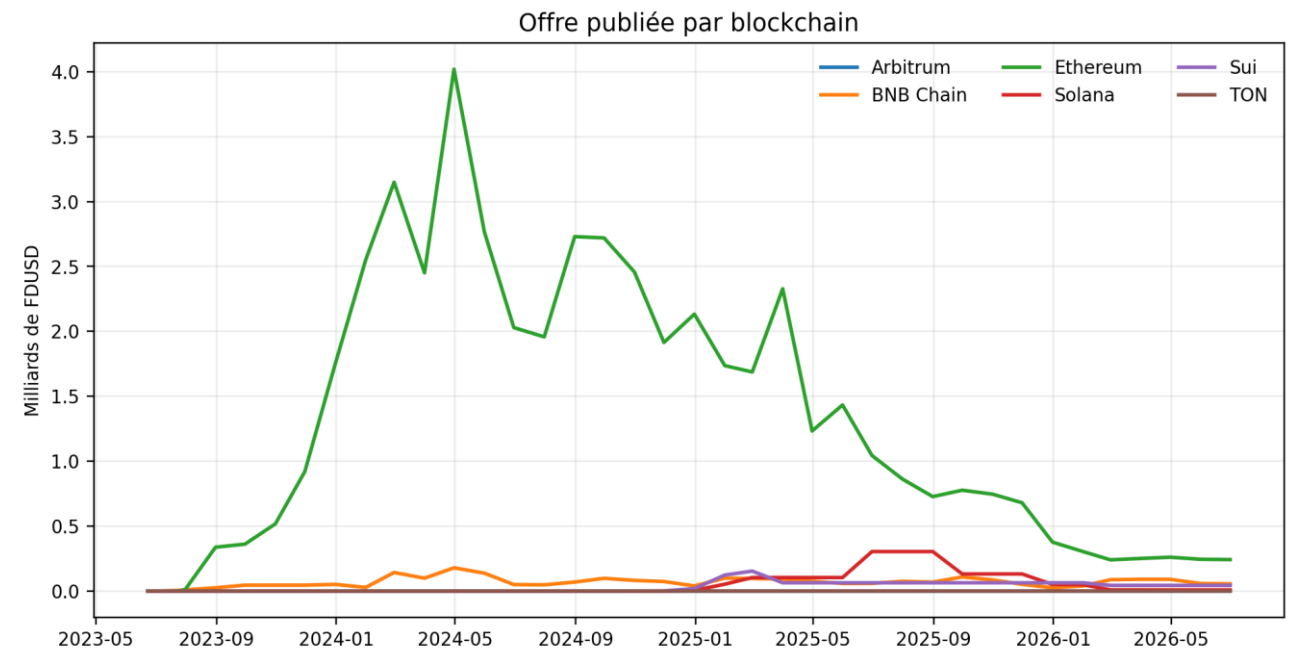


Figure 9 - Évolution de l'offre publiée par blockchain
Source : Notes des attestations FDUSD

Les premières observations couvrent Ethereum et BNB Chain. Le périmètre s'élargit ensuite à Sui, Solana, Arbitrum et TON. Le réseau applicable à une date est celui effectivement inclus dans le rapport de cette date ; la liste actuelle n'est pas appliquée rétroactivement.

Réseau	Offre au 30/06/2026	Part
Ethereum	242.3 M\$	69,2 %
BNB Chain	55.6 M\$	15,9 %
Sui	43.6 M\$	12,4 %
Solana	8.5 M\$	2,4 %
Arbitrum	44 738.03 \$	0,0 %
TON	1 087.65 \$	0,0 %

Source : Attestation du 30 juin 2026 ; somme réconciliée à l'offre totale.

9.1 Contrats et statut natif

Réseau	Contrat / mint	Décimales	Première inclusion	Statut
Ethereum	0xc5f0f7b66764F6ec8C8Dff7BA683102295E16409	18	30/06/2023	Native

Réseau	Contrat / mint	Décimales	Première inclusion	Statut
BNB Chain	0xc5f0f7b66764F6ec8C8Dff7BA683102295E16409	18	30/06/2023	Native
Sui	0xf16e6b723f242ec745dfd7634ad072c42d5c1d9ac9d62a39c381303eaa57693a	6	30/11/2024	Native
Solana	9zNQRsGLjNKwCUU5Gq5LR8beUCPzQMVMqKAi3SSZh54u	6	31/01/2025	Native
Arbitrum	0x93C9932E4afa59201F0B5E63f7d816516F1669fE	18	30/06/2025	Native
TON	EQD0Evpk4timFOHmy4Sv3l_KEUXIM-dN1_KhroTCfB2wkO89	6	31/07/2025	Native

Le corpus de document que nous avons étudié ne démontre pas de façon exhaustive les rôles d'administrateur, pouvoirs de mint, burn, gel, blacklist, pause ou upgrade pour chaque contrat. L'annonce de la fonctionnalité EIP-3009 sur BNB Chain confirme une évolution de la programmabilité, mais ne remplace pas une revue du bytecode, des clés et des processus de gouvernance.

9.2 Natif, bridgé et représentation tierce

Type	Traitement
FDUSD natif	Jeton émis sur un réseau officiellement pris en charge et inclus dans l'offre de l'attestation.
FDUSD bridgé	Représentation transférée via un bridge ; ne doit pas être additionnée à la version native si les actifs sont verrouillés ailleurs.
Enveloppé ou synthétique	Créance ou représentation tierce dont le risque dépend du protocole et non uniquement de FD121.
Dépôt sur plateforme	Position contre un intermédiaire ; les droits dépendent aussi des conditions de la plateforme et de sa ségrégation.

Contrôle de trésorerie

La politique d'adresses autorisées doit associer réseau, contrat officiel, décimales et mécanisme de conservation. Un ticker « FDUSD » ne suffit pas à établir l'authenticité ou les droits attachés au jeton.

10. Mint, remboursement et droits du détenteur

10.1 Éligibilité au remboursement direct

Les FDD Terms indiquent qu'un Holder ne peut vendre FDD à FD121 qu'après avoir ouvert un FD121 Account et à condition d'y être éligible. Les services sont décrits comme destinés aux institutions dans les juridictions prises en charge ; les personnes et entités américaines, ainsi que celles agissant pour leur compte, sont exclues.

Le droit théorique de détenir un jeton, la qualité de Holder, l'existence d'un FD121 Account, la conformité du compte, la capacité à soumettre une demande et la réception bancaire des dollars sont des étapes distinctes. La liquidité secondaire sur une plateforme est également distincte du remboursement direct.

Sujet	Constat documentaire	Conséquence
Direct redemption eligibility	A holder may sell FDD to FD121 only after opening and maintaining an eligible FD121 Account; ineligible holders do not have direct redemption access.	A token holder on a platform or wallet is not automatically operationally redeemable with the issuer.
Eligible customer	FD121 Account services are currently described as available to institutions in supported jurisdictions; U.S. persons/entities and persons acting for them are excluded.	Eligibility must be checked before treating direct redemption as a liquidity source.
Reserve ownership	FDD Reserves are stated to be beneficially owned by FD121; holders are not entitled by contract or trust to the reserve assets or their income.	Reserve quality does not create direct proprietary rights in the assets for holders.

Sujet	Constat documentaire	Conséquence
Suspension/deferment	FD121 may cancel, suspend, restrict, defer or limit buying/selling in several stress circumstances.	Redemption liquidity is conditional, not unconditional or immediate.
Account closure	Redemption may be refused when an account is suspended/terminated, prohibited by law/court order, or tokens are considered fraudulently obtained.	Compliance and account status are operational dependencies.
Deposit protection	Fiat transferred in connection with an FD121 Account is stated not to benefit from Hong Kong or BVI deposit protection.	Do not classify account-related fiat as insured bank deposits.
Market price	FD121 does not guarantee price stability across platforms.	A secondary-market depeg can coexist with apparently sufficient reserves.
Issuer transition	Rights and obligations under the terms were assigned from FD121 Limited to FD121 (BVI) Limited with effect from 1 August 2025.	Operational continuity does not eliminate the legal change in counterparty and jurisdiction.

Source : FDD Terms, FD121 Account User Agreement et FDD Risk Factors, versions publiées.

10.2 Pouvoirs de suspension et de blocage

FD121 se réserve la possibilité de suspendre, restreindre, différer ou limiter l'achat et la vente lorsque les réserves ne peuvent être réalisées à un prix approprié, lors de demandes importantes, de volatilité, d'une fermeture de plateforme, d'une exigence légale ou de circonstances comparables. L'accord utilisateur prévoit aussi la suspension ou fermeture du compte et le blocage de certaines adresses.

Ces clauses ne signifient pas qu'une suspension se produira nécessairement. Elles empêchent toutefois de modéliser le remboursement direct comme une source de trésorerie inconditionnelle, immédiate et disponible pour tout détenteur.

10.3 Propriété des réserves

Droit publié

Les FDD Terms indiquent que les FDD Reserves sont beneficially owned par FD121. Le détenteur n'est pas entitled, by way of contract, trust or otherwise, aux actifs de réserve ni aux intérêts ou rendements. Le jeton représente une faculté conditionnelle de le vendre contre la devise de référence via un compte FD121.

Cette formulation contredit toute présentation simplifiée selon laquelle chaque détenteur posséderait directement une quote-part des Treasury bills ou des comptes bancaires. Le corpus de document que nous avons étudié ne fournit pas d'opinion d'insolvabilité indépendante permettant de conclure que les actifs seraient hors d'atteinte de tous les créanciers dans toutes les juridictions.

11. Risques et implications pour l'entreprise

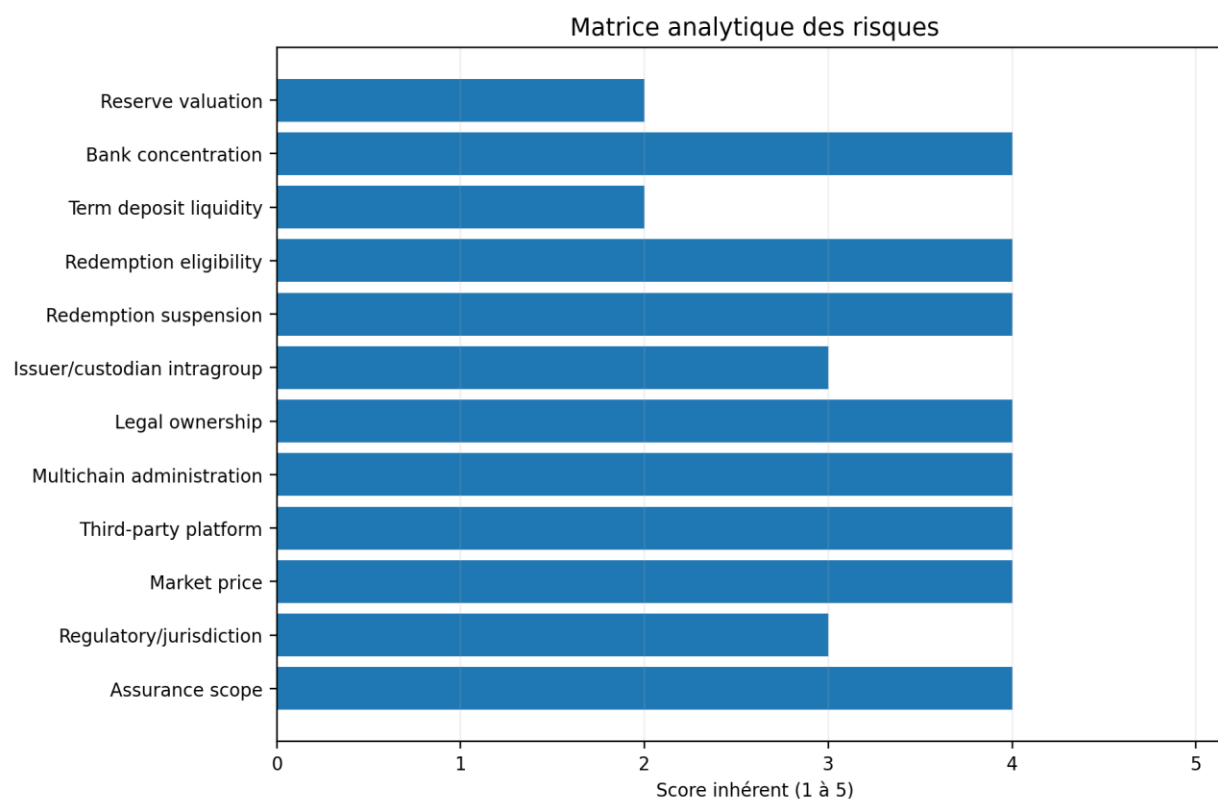


Figure 10 - Matrice analytique des risques

Source : Évaluation BECTRA fondée sur les sources du corpus

11.1 Matrice des risques

Risque	Niveau	Information manquante	Contrôle recommandé
Reserve valuation	Medium	Point-in-time assurance; no intramonth visibility	Monitor coverage and WAM; set internal haircut
Bank concentration	High	Names, balances by bank and deposit protection are not disclosed	Counterparty limits; alternative liquidity lines
Term deposit liquidity	Medium	Early-withdrawal rights and penalties not disclosed	Exclude non-overnight deposits from day-one liquidity
Redemption eligibility	High	Supported jurisdictions, thresholds and timing are not exhaustively public	Do not rely solely on direct redemption; maintain secondary-market exits
Redemption suspension	High	Discretion and operational thresholds are broad/not public	Liquidity buffers and multiple venues
Issuer/custodian intragroup	Medium-High	Conflict governance and insolvency opinions not provided	Obtain legal opinions and service continuity plan
Legal ownership	High	Insolvency ranking and cross-border enforceability not demonstrated	Legal review before material holdings
Multichain administration	High	Admin keys, pause/blacklist/clawback controls not fully documented	Network-specific due diligence and approved-wallet policy
Third-party platform	High	Platform insolvency/segregation varies	Self-custody or qualified custody; venue limits
Market price	High	Secondary-market liquidity can disappear	Price triggers, haircuts, stop-loss/escalation plan

Risque	Niveau	Information manquante	Contrôle recommandé
Regulatory/jurisdiction	Medium-High	Future licensing status and cross-border recognition uncertain	Jurisdictional legal mapping; eligibility review
Assurance scope	High	No assurance over smart contracts, controls, solvency or continuity	Treat attestations as one control, not complete due diligence

11.2 Comptabilité, audit et trésorerie

Domaine	Conséquence pratique
Classement comptable	Évaluer le droit contractuel, l'exposition à la plateforme, la disponibilité et le modèle économique ; ne pas déduire automatiquement « cash equivalent » de la seule parité.
Valorisation	Une réserve supérieure à l'offre ne garantit pas un prix de marché de 1 USD. Documenter source de prix, liquidité et événements de décrochage.
Contrôle interne	Whitelist par réseau et contrat, séparation des clés, preuve de propriété des wallets, limites par dépositaire et procédures de reprise.
Audit	Obtenir les termes applicables, confirmer l'éligibilité au remboursement, rapprocher wallets et plateformes, tester les événements postérieurs et la dépendance aux tiers.
Continuité	Prévoir un rail alternatif, une capacité bancaire de réception, des actifs de secours et des seuils d'escalade en cas de suspension ou de depeg.
Risque de crédit	Analyser séparément FD121, le dépositaire, les banques, plateformes, bridges et réseaux ; la qualité des T-Bills ne couvre pas tous ces risques.

12. Limites et conclusion

12.1 Informations non démontrables

- Identité et concentration des banques sous-jacentes, soldes par établissement et garanties de dépôts.
- Contreparties, décotes, valeur du collatéral et agents des reverse repos lorsque non publiés.
- Taux, pénalités et mobilisation anticipée de chaque dépôt à terme.
- Délai réel de mint et remboursement, cut-offs, jours fériés et capacité intrajournalière.
- Opposabilité de la ségrégation et du caractère bankruptcy-remote dans chaque scénario d'insolvabilité.
- Droits administrateurs et sécurité de chaque smart contract sans revue technique indépendante.
- Éligibilité actuelle de chaque juridiction ou entreprise précise au FD121 Account.
- Une divergence documentaire demeure pour 912797PM3 : échéance FDUSD publiée au 21/02/2026 contre échéance officielle Treasury au 19/02/2026.
- Liquidité secondaire, profondeur des carnets et exposition des teneurs de marché.

12.2 Anomalies et points de revue

Point	Statut	Traitement
Dépôt arrivé à maturité mais non réglé en mars 2024	Documenté	Conservé comme dépôt à terme ; ne pas assimiler à du cash disponible.
Changement d'émetteur	Documenté	Rupture juridique au 1er août 2025.

12.3 Conclusion

Les réserves FDUSD sont documentées comme quantitativement supérieures à l'offre pour toutes les dates intégrées. Le portefeuille de Treasury bills est court, identifiable et réconcilié avec les totaux publiés. Le rapprochement externe confirme 250 CUSIP officiels uniques pour 392 lignes d'observation, avec 391 échéances concordantes et une anomalie documentaire résiduelle. Au 30 juin 2026, les T-Bills constituent 85,4 % des actifs, avec une WAM de 22,3 jours.

Cette qualité apparente des actifs ne suffit pas à conclure à une liquidité inconditionnelle du système. Le remboursement direct dépend d'un compte éligible, de la conformité, des rails bancaires et des pouvoirs de FD121. Les détenteurs ne sont pas présentés comme propriétaires des réserves, et la structure de conservation reste opaque au niveau des établissements.

Pour une entreprise, FDUSD doit donc être traité comme un ensemble de dépendances : émetteur établi aux British Virgin Islands, dépositaire lié à Hong Kong, institutions financières non nommées, contrats multichaînes, plateforme ou wallet de conservation et liquidité du marché secondaire. La décision de détention doit apprécier séparément la qualité des actifs, les droits contractuels et la capacité opérationnelle de remboursement.

La couverture quantitative est démontrée dans les états fournis. L'accès universel et immédiat au remboursement, la propriété directe des actifs, l'efficacité de la ségrégation en toute insolvabilité et la continuité technique ne sont pas démontrés par les attestations.

Annexe A - Chronologie synthétique

Date	Événement	Observation
23/06/2023	Première observation du corpus	532,52 FDUSD ; réserves en dollars.
31/08/2023	Premiers Treasury bills identifiés dans le corpus	8 CUSIP et 2 M\$ de collatéral repo.
30/04/2024	Pic documentaire de l'offre	4,20 Md FDUSD ; 4,22 Md\$ d'actifs.
20/11/2024	Déploiement officiel sur Sui	Réseau intégré ensuite dans les attestations.
15/01/2025	Déploiement officiel sur Solana	Intégré dans l'offre publiée.
05/06/2025	Déploiement officiel sur Arbitrum	Faible offre initiale dans les attestations.
28/07/2025	Déploiement officiel sur TON	Ajout à la définition multichaîne.
01/08/2025	Date d'effet de l'assignation	FD121 (BVI) Limited devient la contrepartie contractuelle.
18/12/2025	EIP-3009 sur BNB Chain	Transferts autorisés / sponsorisés annoncés.
30/06/2026	Dernière observation	350,1 M FDUSD ; couverture 100,46 %.

Annexe B - Indicateurs de portefeuille

Indicateur	Valeur
Rapports mensuels analysés	37
Dates d'observation	39
Lignes CUSIP	392
CUSIP officiels uniques	250
Lignes à clé valide sans correction	378
Lignes non vérifiées	0
Dépôts à terme recensés	115
Blockchains intégrées	6
Émetteurs juridiques distincts	2
Réconciliations CUSIP	39/39 PASS
Réconciliations couverture	39/39 PASS
Réconciliations réseaux	39/39 PASS
CUSIP officiels retrouvés	250/250
Lignes rattachées au Treasury	392/392
Échéances concordantes	391/392
Anomalies documentaires Treasury	1

Annexe C - Sources principales

First Digital Labs - Transparency - Rapports mensuels de réserves FDUSD publiés, juin 2023 à juin 2026. Accéder à la source

FDD Terms - Conditions applicables au jeton, aux réserves et au remboursement. [Accéder à la source](#)

FD121 Account User Agreement - Éligibilité, suspension, fermeture, protection des dépôts et adresses bloquées. [Accéder à la source](#)

FDD Risk Factors - Prix, plateformes tierces, risques opérationnels et traitement réglementaire. [Accéder à la source](#)

FDUSD transition announcement - Communication du 15 août 2025 relative à l'émetteur BVI. [Accéder à la source](#)

U.S. Treasury Fiscal Data - Treasury Securities Auctions Data, source officielle utilisée pour le rapprochement ligne par ligne des CUSIP, des dates d'émission et des échéances.