



BECTRA

CIRCLE RESERVE FUND ET RÉSERVES USDC

Analyse financière, longitudinale et de liquidité

Rapports du fonds, attestations mensuelles et résultats Circle - 2022 à 2026

Périmètre

Cette étude analyse sept arrêtés du Circle Reserve Fund, les attestations mensuelles de Circle et plusieurs publications financières de Circle Internet Group. Les sources sont rapprochées sans confondre le fonds, les autres actifs de réserve, USDC, EURC et les comptes propres de Circle.

Édition 2026



Synthèse

Entre avril 2023 et avril 2026, l'actif net du Circle Reserve Fund passe de 25,39 à 66,37 Md\$. La montée des pensions livrées à très court terme renforce la liquidité contractuelle du portefeuille, tout en augmentant la dépendance aux contreparties, au dépositaire et aux infrastructures de règlement. Les résultats Q2 2026 confirment que la croissance de l'encours d'USDC compense partiellement la baisse du rendement des réserves.

Dix-huit constats majeurs

- L'actif net progresse de \$25.39 Md à \$66.37 Md, soit +161,4 %.
- La trajectoire n'est pas linéaire : recul à 23,49 Md\$ en octobre 2023, puis accélération à partir d'avril 2025.
- Le 30 avril 2023, les Treasuries représentent 118,7 % de l'actif net et les passifs nets 18,7 % : le pourcentage supérieur à 100 % ne constitue pas, à lui seul, une anomalie.
- Dès octobre 2023, les repos deviennent majoritaires (61,7 %) ; ils atteignent 70,8 % en avril 2026.
- La part des Treasuries tombe à 28,8 % en avril 2026, contre 47,0 % un an auparavant.
- Les repos sont intégralement garantis par des obligations du Trésor d'après les schedules fournis ; le risque de contrepartie demeure distinct du risque souverain sous-jacent.
- Le rendement SEC à sept jours culmine à 5,30 % aux arrêts d'octobre 2023 et avril 2024, puis descend à 3,60 % en avril 2026.
- Le ratio de charges net reste stable à 0,09 %, malgré un ratio brut compris entre 0,20 % et 0,22 %, grâce aux renonciations et remboursements de frais.
- Les rachats bruts atteignent 24,0 Md\$ sur l'exercice 2026, contre 3,55 Md\$ en 2025 ; le flux net reste néanmoins positif de 12,15 Md\$.
- Le fonds conserve une NAV de 1,00 \$ sur les périodes présentées ; cela ne constitue pas une garantie de maintien futur.
- Circle indique que sa filiale est l'unique porteur des parts et que ces parts sont réservées à cette filiale.
- Au 30 juin 2025, Circle comptabilise 53,2 Md\$ de parts du fonds contre 61,333 Md\$ d'USDC en circulation ; ces dates et périmètres interdisent une assimilation directe.
- Les rapports du fonds ne publient pas les CUSIP. Les attestations mensuelles Circle les publient toutefois et permettent une identification externe, à condition de conserver séparément la source et la base de valorisation.
- Toutes les positions publiées sont classées au niveau 2 de la hiérarchie de juste valeur ; aucun niveau 3 n'apparaît dans les schedules analysés.
- Deloitte émet une opinion sans réserve sur les exercices annuels ; les rapports semestriels sont non audités. L'audit ne fournit pas d'opinion sur l'efficacité du contrôle interne du fonds.
- Au 30 juin 2026, Circle publie 73,161 Md\$ d'actifs ségrégués au bénéfice des détenteurs de stablecoins et 72,928 Md\$ de dépôts correspondants. Cette marge comptable de 234 M\$ est un constat consolidé à une date donnée, non une mesure du seul Circle Reserve Fund.
- Au Q2 2026, le revenu de réserve atteint 667,7 M\$ (+5 % sur un an) : la hausse de 25 % de l'encours moyen d'USDC compense en grande partie la baisse de 66 points de base du taux de rendement des réserves, ramené à 3,5 %.
- Circle déclare 83 Md\$ d'USDC émis et 87 Md\$ remboursés au trimestre. Ces flux bruts confirment l'importance opérationnelle des rachats, mais leur agrégation trimestrielle ne permet pas de mesurer un pic intrajournalier ou journalier de liquidité.



Source : Sept rapports du Circle Reserve Fund ; Circle Internet Group, Form 10-Q au 30 juin 2025 ; Circle, résultats Q2 2026 publiés le 5 août 2026, pp. 1, 3-4 et 9-12.

Forces, risques et dépendances

Forces documentées	Risques ou limites
Actifs de très courte maturité et collatéral Treasury	Concentration sur Circle, porteur unique
NAV maintenue à 1,00 \$ sur toute la période	Dépendance à BlackRock, BNY Mellon et aux contreparties de repo
Opinion d'audit sans réserve sur les arrêtés annuels	Liquidité du fonds distincte de la liquidité bancaire et on-chain
Ratio de charges net stable à 0,09 %	Hausse marquée des rachats bruts en 2026
Transparence détaillée des échéances et collatéraux	CUSIP absents et comparaison mensuelle incomplète sans attestations



1. Corpus, nature des preuves et limites

Arrêté	Nature	Audit	Actif net	Particularité
2023-04-30	Annuel	Deloitte / audité	\$25.39 Md	Schedule pp. 6-7; statements pp. 7-10
2023-10-31	Semestriel	Non audité	\$23.49 Md	Schedule pp. 6-8; statements pp. 9-12
2024-04-30	Annuel	Deloitte / audité	\$29.99 Md	Schedule pp. 7-8; statements pp. 9-12
2024-10-31	Semestriel	Non audité	\$30.44 Md	PDF pp. 2, 6-10
2025-04-30	Annuel	Deloitte / audité	\$54.21 Md	PDF pp. 2, 8-13
2025-10-31	Semestriel	Non audité	\$66.07 Md	PDF pp. 2, 6-12
2026-04-30	Annuel	Deloitte / audité	\$66.37 Md	PDF pp. 2, 9-14

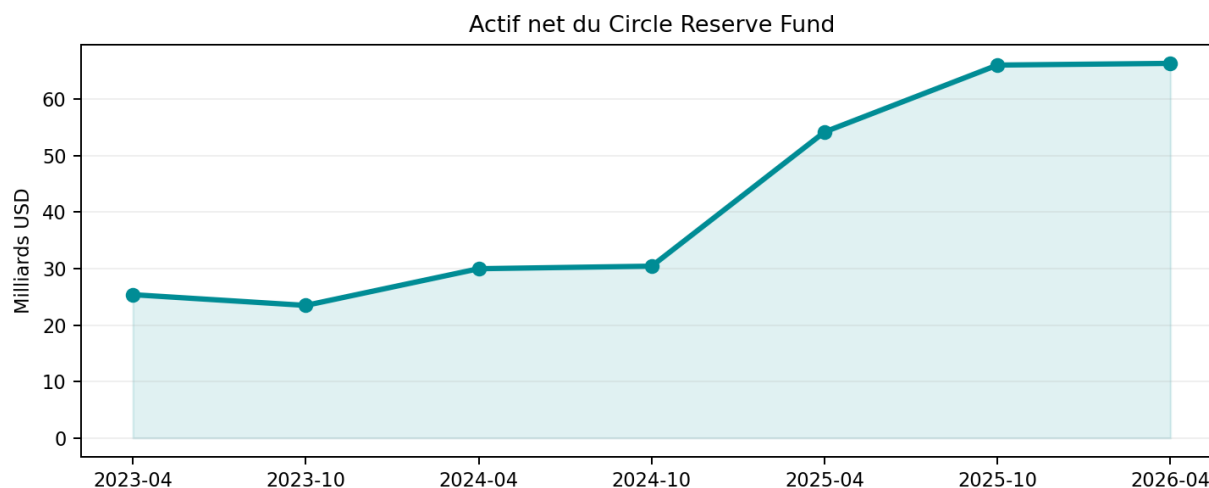
Source : Couvertures, tables des matières et rapports des auditeurs des sept documents.

Deux documents Circle complètent le corpus. Le Form 10-Q au 30 juin 2025 fournit des éléments directement exploitables sur la détention des parts, leur mesure comptable et l'encours d'USDC. Le Form 10-K/A 2025 est un amendement du rapport annuel de Circle ; il ne remplace aucun des rapports du fonds et n'est pas traité comme un arrêté supplémentaire.

Limite probante

Un rapport audité du fonds établit l'existence, la valorisation et la présentation de ses actifs à une date donnée. Il n'établit pas, à lui seul, l'exhaustivité des réserves USDC, les droits juridiques de chaque détenteur, la disponibilité bancaire instantanée ni la solvabilité consolidée de Circle.

2. Trajectoire financière



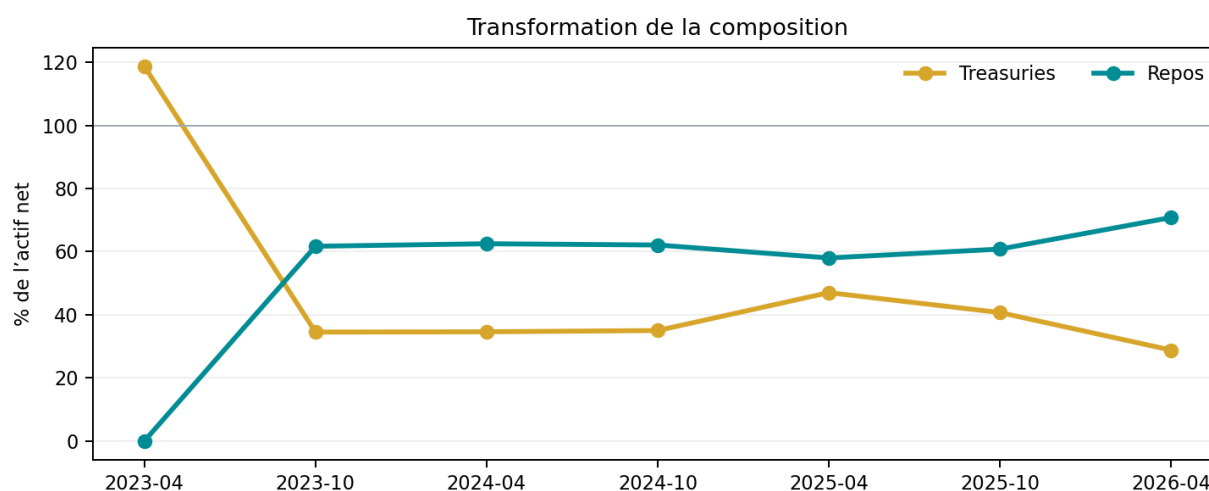
Source : Calculs à partir des actifs nets publiés dans les sept rapports.

Arrêté	Actif net	Variation	Flux nets	Holdings
2023-04-30	\$25.39 Md	—	\$25.39 Md	13
2023-10-31	\$23.49 Md	-7,5 %	\$-1.90 Md	16

Arrêté	Actif net	Variation	Flux nets	Holdings
2024-04-30	\$29.99 Md	27,7 %	\$4.60 Md	20
2024-10-31	\$30.44 Md	1,5 %	\$0.45 Md	27
2025-04-30	\$54.21 Md	78,1 %	\$24.23 Md	27
2025-10-31	\$66.07 Md	21,9 %	\$11.85 Md	28
2026-04-30	\$66.37 Md	0,5 %	\$12.15 Md	29

La croissance de l'actif est principalement expliquée par les transactions en capital. Les revenus nets d'investissement sont presque entièrement distribués : le fonds fonctionne comme un véhicule de réserve et non comme un mécanisme d'accumulation durable du résultat dans la NAV.

3. Transformation du portefeuille



Source : Schedules of Investments et portfolio composition des sept arrêts.

Arrêté	Treasuries	Repos	Autres nets	Investissements / actif
2023-04-30	118,7 %	0,0 %	-18,7 %	118,7 %
2023-10-31	34,5 %	61,7 %	3,8 %	96,2 %
2024-04-30	34,6 %	62,5 %	2,9 %	97,1 %
2024-10-31	35,0 %	62,1 %	2,9 %	97,1 %
2025-04-30	47,0 %	58,0 %	-5,0 %	105,0 %
2025-10-31	40,7 %	60,8 %	-1,5 %	101,5 %
2026-04-30	28,8 %	70,8 %	0,4 %	99,6 %

La bascule vers les repos accroît la part contractuellement très courte du portefeuille. Elle augmente simultanément le rôle des intermédiaires : contreparties, triparty agents, dépositaire et infrastructures de règlement. La qualité du collatéral réduit le risque de perte en cas de défaut, mais ne supprime ni le délai de réalisation, ni le risque opérationnel, ni le risque de décote entre défaut et liquidation.

4. Maturités et liquidité

Arrêté	≤ J1	≤ J7	≤ J30	≤ J60	≤ J90
2023-04-30	0,0 %	29,9 %	117,4 %	118,7 %	118,7 %
2023-10-31	61,7 %	68,8 %	93,6 %	96,2 %	96,2 %
2024-04-30	62,5 %	65,0 %	78,6 %	97,1 %	97,1 %
2024-10-31	62,1 %	67,4 %	73,6 %	94,8 %	97,1 %
2025-04-30	63,2 %	66,5 %	85,0 %	102,3 %	105,0 %
2025-10-31	0,0 %	67,2 %	73,7 %	97,9 %	101,5 %
2026-04-30	70,8 %	73,0 %	83,8 %	94,2 %	99,6 %

Source : Calculs BECTRA à partir des échéances publiées. Les repos sont agrégés à leur échéance contractuelle. Ce tableau est un proxy, non une mesure de cash bancaire immédiatement disponible.

Lecture au 30 avril 2026

70,8 % de l'actif net arrive contractuellement à échéance à J1 via les repos ; environ 73,0 % à J7 et 83,8 % à J30. Cette structure soutient la liquidité du fonds, mais le passage de l'échéance à un remboursement fiat d'USDC suppose encore le règlement du fonds, la disponibilité des banques et l'exécution opérationnelle de Circle.

5. Treasuries : inventaire et rapprochement avec les CUSIP

La base reconstituée contient 96 lignes de Treasuries sur sept arrêts. Chaque ligne reprend le taux publié, l'échéance, le nominal et la valeur. Les valeurs agrégées se réconcilient avec les totaux des schedules.

Arrêté	Nombre de lignes Treasury	Valeur publiée	CUSIP
2023-04-30	13	\$30.14 Md	Non publié
2023-10-31	8	\$8.09 Md	Non publié
2024-04-30	12	\$10.38 Md	Non publié
2024-10-31	17	\$10.65 Md	Non publié
2025-04-30	15	\$25.48 Md	Non publié
2025-10-31	15	\$26.86 Md	Non publié
2026-04-30	16	\$19.11 Md	Non publié

Conséquence méthodologique

Une ligne de Treasury ne peut pas être suivie avec certitude d'un arrêté à l'autre sur la seule combinaison taux/échéance/nominal. La base Excel n'invente aucun CUSIP. Le rapprochement avec les attestations mensuelles contenant des CUSIP doit être effectué séparément.

Aucune disparition entre deux arrêts espacés de six mois n'est qualifiée de vente anticipée : la quasi-totalité des titres observés avait une échéance bien antérieure à l'arrêt suivant. La rotation constatée correspond d'abord à la nature même d'un portefeuille monétaire.

6. Pensions livrées et contreparties

Arrêté	Valeur des repos	Part actif net	Contreparties identifiées
2023-04-30	\$0.00 Md	0,0 %	0
2023-10-31	\$14.50 Md	61,7 %	7
2024-04-30	\$18.73 Md	62,5 %	8
2024-10-31	\$18.91 Md	62,1 %	8
2025-04-30	\$31.44 Md	58,0 %	10
2025-10-31	\$40.20 Md	60,8 %	9
2026-04-30	\$47.00 Md	70,8 %	10

Le panel évolue et s'élargit : BNP Paribas, Citigroup, Goldman Sachs, Wells Fargo, Barclays, Crédit Agricole, Deutsche Bank, Citibank, J.P. Morgan, Nomura, Morgan Stanley et Royal Bank of Canada apparaissent selon les arrêts. Le détail exact par opération figure dans l'analyse source ou dans les schedules ; l'analyse ne présume pas que toutes les entités sont présentes à chaque date.

Point de vigilance

En avril 2026, les repos représentent 46,998 Md\$. Le portefeuille est donc très liquide contractuellement, mais plus exposé à la disponibilité simultanée d'un ensemble d'intermédiaires. Le stress test doit séparer défaut économique, retard de règlement et gel opérationnel.

7. Rendement, charges et partage économique

Arrêté	7-day SEC	Revenu net d'investissement	Charges nettes	Ratio net
2023-04-30	4,3 %	\$0.52 Md	\$0.01 Md	0,1 %
2023-10-31	5,3 %	\$0.63 Md	\$0.01 Md	0,1 %
2024-04-30	5,3 %	\$1.28 Md	\$0.02 Md	0,1 %
2024-10-31	4,8 %	\$0.78 Md	\$0.01 Md	0,1 %
2025-04-30	4,3 %	\$1.73 Md	\$0.03 Md	0,1 %
2025-10-31	4,1 %	\$1.23 Md	\$0.03 Md	0,1 %
2026-04-30	3,6 %	\$2.43 Md	\$0.06 Md	0,1 %

Source : Portfolio information et Financial Highlights. Les montants semestriels ne sont pas annualisés ; les ratios identifiés comme tels le sont dans les rapports.

Le ratio net de 0,09 % masque un ratio brut supérieur, de 0,20 % à 0,22 %. Les renonciations de frais sont donc économiquement significatives. Leur existence soutient la stabilité du coût net, mais les rapports précisent que certaines renonciations volontaires peuvent être interrompues sans préavis.

La baisse du rendement à 3,60 % n'a pas empêché une hausse du revenu net annuel à 2,434 Md\$ en 2026, car l'actif moyen a fortement augmenté. Il faut donc dissocier effet volume et effet taux.

8. Réconciliation financière

Arrêté	Treasuries + repos + autres	Actif net	Écart
2023-04-30	\$25.39 Md	\$25.39 Md	0 \$
2023-10-31	\$23.49 Md	\$23.49 Md	0 \$
2024-04-30	\$29.99 Md	\$29.99 Md	0 \$
2024-10-31	\$30.44 Md	\$30.44 Md	0 \$
2025-04-30	\$54.21 Md	\$54.21 Md	0 \$
2025-10-31	\$66.07 Md	\$66.07 Md	0 \$
2026-04-30	\$66.37 Md	\$66.37 Md	0 \$

Les sept compositions se réconcilient avec l'actif net. Les pourcentages d'investissements supérieurs à 100 % en avril 2023, avril 2025 et octobre 2025 sont compensés par des passifs nets. Ils ne prouvent ni effet de levier économique durable ni insuffisance de réserves ; ils imposent d'examiner les postes de règlement et distributions à la date d'arrêté.

Les actifs sont valorisés au coût amorti ou selon les méthodes compatibles avec le maintien d'une NAV stable, et classés en niveau 2. L'absence d'écart entre coût et valeur dans les tableaux ne signifie pas absence absolue de risque de marché lors d'une liquidation forcée hors fonctionnement normal.

9. Gouvernance, prestataires et audit

Fonction	Acteur	Dépendance
Investment adviser et administrateur	BlackRock Advisors, LLC	Gestion, allocation, valorisation et contrôles
Accounting agent et custodian	The Bank of New York Mellon	Conservation et comptabilité des actifs
Transfer agent	BNY Mellon Investment Servicing (US) Inc.	Tenue des parts et flux
Auditeur	Deloitte & Touche LLP	Opinion sur comptes annuels, pas sur efficacité du contrôle interne
Distributeur	BlackRock Investments, LLC	Distribution des parts
Conseil juridique	Ropes & Gray LLP	Cadre juridique du fonds
Porteur	Filiale de Circle	Détient toutes les parts selon Circle 10-Q

Source : Circle Reserve Fund, rapport annuel au 30 avril 2026, "Fund and Service Providers" ; Circle 10-Q, note sur les actifs ségrégués.

10. Place exacte du fonds dans les réserves USDC

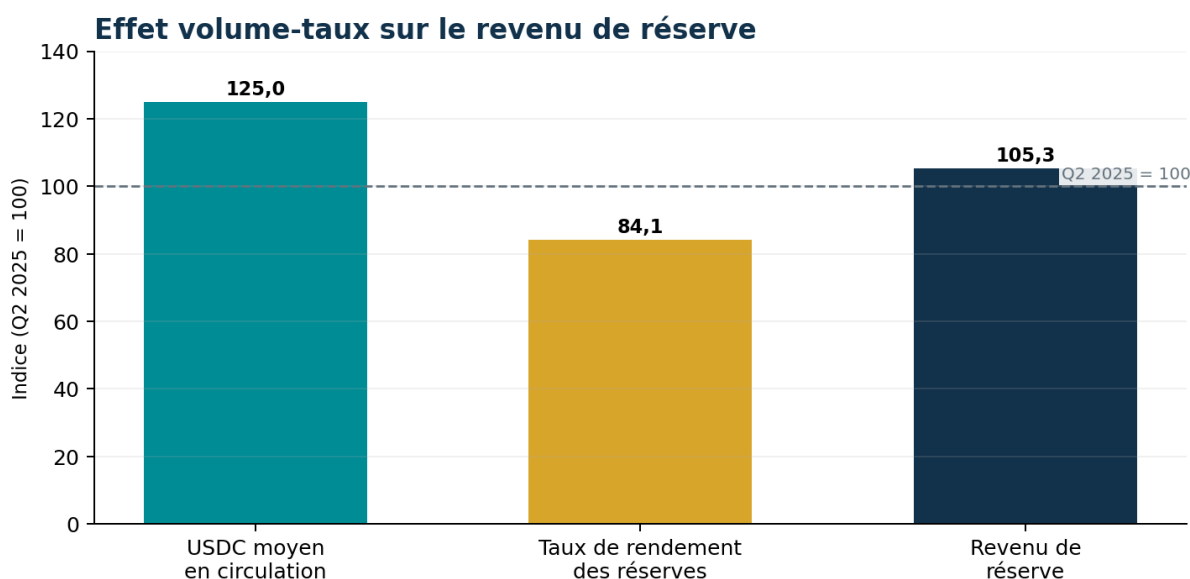
Circle affirme que les réserves USDC sont limitées aux soldes bancaires et au Circle Reserve Fund. Sa filiale détient toutes les parts du fonds et les comptabilise à la juste valeur selon l'option ASC 825, sur la base de la NAV par part. Au 30 juin 2025, Circle publie 53,2 Md\$ de parts du fonds et 61,333 Md\$ d'USDC en circulation.

Date	Parts du fonds dans les comptes Circle	USDC en circulation	Observation
31/12/2024	\$37,5 Md	n.d. dans le rapprochement utilisé	Comparatif publié dans le 10-Q
30/06/2025	\$53,2 Md	\$61,333 Md	Écart comprenant notamment cash bancaire et timing

Source : Circle Internet Group, Form 10-Q au 30 juin 2025, PDF pp. 14 et 22 ; tableau USDC minted and redeemed.

11. Apport des résultats Circle Q2 2026

Le document publié par Circle le 5 août 2026 porte sur Circle Internet Group et non sur le Circle Reserve Fund. Il complète donc l'analyse du fonds sans remplacer le rapport annuel BlackRock arrêté au 30 avril 2026. La comparaison exige de conserver séparément l'entité, la date, le périmètre et la base comptable.



Source : Circle, résultats Q2 2026. Calculs BECTRA. La baisse de 66 pb implique un taux Q2 2025 de 4,16 %.

Figure - L'augmentation de l'encours moyen compense largement la baisse du rendement, sans l'annuler.

Indicateur opérationnel	Q2 2026	Évolution annuelle
USDC en circulation - fin de période	73,3 Md\$	+19 %
USDC moyen en circulation	76,5 Md\$	+25 %
Taux de rendement des réserves	3,5 %	-66 pb
USDC émis	83 Md\$	+97 %
USDC remboursés	87 Md\$	+113 %
Indicateur financier	Q2 2026	Évolution annuelle
Revenu de réserve	667,7 M\$	+5 %
Coûts de distribution et transaction	410,4 M\$	+1 %
Marge nette de réserve	39 %	+300 pb
Revenu de réserve net des coûts de distribution et transaction	257,3 M\$	+13,0 % calculé

Ce que cela change

Effet taux-volume désormais démontré. La version précédente déduisait des rapports du fonds que la hausse des revenus pouvait coexister avec la baisse du rendement grâce à la croissance des actifs. Circle chiffre désormais ce mécanisme : encours moyen +25 %, rendement -66 points de base, revenu de réserve +5 %. Le volume compense donc la baisse des taux, mais la sensibilité du modèle au rendement des réserves demeure.

Lien bilan-réserves renforcé, mais non réconcilié au seul USDC. Au 30 juin 2026, le bilan consolidé publie 73,161 Md\$ de cash et équivalents ségrégués au bénéfice des détenteurs de stablecoins, contre 72,928 Md\$ de dépôts correspondants. L'écart arithmétique est de 233,6 M\$. Les informations publiées ne permettent pas de déterminer quelle part représente une réserve excédentaire juridiquement affectée à l'USDC : le document ne ventile pas complètement l'effet d'EURC, des écarts de change, du cut-off et des autres différences de périmètre.

Dépendance économique mieux quantifiée. Circle comptabilise 667,7 M\$ de revenu de réserve, puis 410,4 M\$ de coûts de distribution et transaction. Ces coûts représentent 61,5 % du revenu de réserve du trimestre. Le document ne permet toutefois pas de rattacher chaque paiement à un actif, à un distributeur ou à un contrat déterminé.

Stress test mieux cadré, mais non résolu. Les 87 Md\$ constituent un volume brut cumulé de remboursements traités au cours du trimestre, et non une mesure de capacité opérationnelle maximale. Le document ne fournit ni distribution quotidienne, ni pics intrajournaliers, ni délais, ni rejets ou reports, ni contraintes bancaires ou AML/KYT. Cette donnée ne peut donc pas être convertie directement en capacité de remboursement à J0 ou J1.

Périmètre institutionnel en évolution. Circle indique avoir reçu l'approbation finale de l'OCC pour Circle National Trust et l'autorisation du NYDFS pour Circle New York Trust. Ces annonces ouvrent la possibilité d'une évolution future de la gestion des réserves. Elles ne démontrent pas qu'un transfert effectif du Circle Reserve Fund ou des autres actifs de réserve avait déjà eu lieu au 30 juin 2026.

Source : Circle Internet Group, « Circle Reports Second Quarter 2026 Results », 5 août 2026, pp. 1, 3-4 et 9-12. Calculs BECTRA : $410,414 / 667,733 = 61,46 \%$; $73,161172 - 72,927544 = 0,233628$ Md\$.

Donnée	Date	Montant	Périmètre et possibilité de rapprochement
Actif net du Circle Reserve Fund	30/04/2026	66,37 Md\$	Fonds BlackRock audité; ne couvre pas le cash bancaire hors fonds.
USDC en circulation	30/06/2026	73,3 Md\$	Indicateur opérationnel Circle; deux mois après l'arrêté du fonds.
Actifs ségrégués pour les détenteurs	30/06/2026	73,161 Md\$	Bilan consolidé; stablecoins, pas ventilation complète USDC/EURC.
Dépôts des détenteurs	30/06/2026	72,928 Md\$	Passif consolidé; base différente de l'encours USDC communiqué.
Écart actifs ségrégués - dépôts	30/06/2026	233,6 M\$	Calcul BECTRA; nature juridique et ventilation non établies.

Conclusion de rapprochement - Les dates et périmètres disponibles ne permettent pas de reconstituer exactement le passage des 66,37 Md\$ du fonds au 30 avril aux 73,161 Md\$ d'actifs ségrégués au 30 juin. Toute différence résiduelle doit rester « non réconciliée » tant qu'une ventilation officielle n'est pas publiée.

Hiérarchie probante - Le document Q2 2026 est un communiqué de résultats de Circle Internet Group accompagné d'états consolidés condensés non audités. Ce n'est ni un rapport du Circle Reserve Fund, ni une attestation des réserves, ni une opinion d'audit. Il complète le corpus mais ne remplace aucune de ces sources.



Information non disponible

Les sept rapports du fonds ne permettent pas de déterminer, pour chaque jour, la part exacte des réserves USDC investie dans le fonds, le montant de cash bancaire immédiatement disponible, ni les droits directs de chaque détenteur sur les parts ou actifs sous-jacents.



12. Cartographie des risques

Risque	Matérialité	Horizon	Transmission	Contrôle
Rachats massifs	Élevé	J1-J30	Ventes anticipées, allocation des frais sur base réduite	Suivi des flux bruts et ladder
Contrepartie repo	Élevé	J1	Retard/défaut puis réalisation du collatéral	Limites par contrepartie et stress de remplacement
Dépositaire/agent	Élevé	Immédiat	Indisponibilité opérationnelle sans perte économique	Scénario de gel BNY Mellon
Taux/réinvestissement	Moyen	Mois	Baisse du rendement et des revenus Circle	Sensibilités -25 à -200 pb
Dette américaine	Faible prob./fort impact	Variable	Retard de paiement, stress de marché	Haircut et scénario debt ceiling
Porteur unique	Élevé	Structurel	Flux du fonds déterminés par Circle/USDC	Suivi USDC mint/burn
Liquidité bancaire	Élevé	Immédiat	Décalage entre cash du fonds et remboursement fiat	Délai opérationnel distinct
Format documentaire	Moyen	Structurel	Perte de visibilité apparente	Recouper shareholder report et états complémentaires

13. Liquidité et scénarios de tension

La liquidité économique du portefeuille ne se confond pas avec la capacité d'un détenteur à convertir immédiatement ses USDC en monnaie bancaire. Entre les actifs du fonds et le paiement final interviennent le rachat des parts, le règlement bancaire, les contrôles de conformité, les horaires d'ouverture et les conditions d'accès au canal de remboursement.

Horizon	Ressources observables	Limites à intégrer
Intrajournalier	Cash bancaire disponible; liquidité on-chain	Montant de cash immédiatement mobilisable et capacité de traitement non publiés.
J1	Repos arrivant à échéance; 70,8 % de l'actif net au 30 avril 2026	Règlement, disponibilité bancaire, contreparties et cut-off.
J2 à J7	Repos renouvelés ou échus; premiers Treasury bills	Ventes éventuelles, délais de règlement et concentration des demandes.
J30	Environ 93 % des investissements contractuellement échus ou arrivant à échéance au dernier arrêt	La liquidité du fonds ne garantit pas un remboursement simultané de tous les détenteurs.

Les 87 Md\$ d'USDC remboursés au Q2 2026 constituent un volume brut cumulé traité pendant le trimestre. Ils ne mesurent ni une capacité journalière maximale, ni la résistance à une ruée concentrée. La moyenne arithmétique de 0,956 Md\$ par jour masque nécessairement les pics, les délais et les éventuels rejets ou reports.

Point essentiel - Les informations publiques permettent de construire un échéancier des actifs. Elles ne suffisent pas à calculer une capacité complète de remboursement à chaque horizon sans données bancaires et opérationnelles complémentaires.

14. Entreprises utilisatrices d'USDC

Profil	Conséquence	Contrôle prioritaire
Paielements occasionnels	Risque de fenêtre courte mais non nul	Conversion rapide et preuve du cours
Paielements internationaux réguliers	Dépendance aux off-ramps et horaires bancaires	Seuil de solde et procédure alternative
Trésorerie significative	Exposition indirecte au fonds et aux intermédiaires	Plafond, diversification, stress de sortie
Fintech intégrant USDC	Risque opérationnel et réglementaire transmis aux clients	Monitoring quotidien, plan de continuité
Usage DeFi	Risque du fonds additionné au protocole/smart contract	Séparer les couches de risque

La forte liquidité apparente du fonds ne suffit pas pour classer USDC comme disponibilité ou équivalent de trésorerie. La conclusion dépend du référentiel, de la devise fonctionnelle, du droit au remboursement direct, du mode de conservation, de l'intermédiaire et des restrictions opérationnelles.

15. Diligences de l'expert-comptable et de l'auditeur

- Obtenir les conditions contractuelles de Circle ou de l'intermédiaire et déterminer si l'entreprise dispose d'un droit de remboursement direct.
- Identifier les wallets, détenteurs juridiques, plateformes, blockchains et personnes habilitées.
- Rapprocher comptabilité, historiques on-chain, relevés de plateforme, conversions et comptes bancaires.
- Documenter la valorisation à la clôture, les frais, le cut-off et les éventuelles restrictions.
- Conserver les rapports du fonds, attestations mensuelles et preuves propres au client dans des catégories distinctes.
- Évaluer les événements postérieurs : depeg, suspension, incident bancaire, incident d'un dépositaire ou changement réglementaire.
- Ne pas utiliser le rapport du fonds comme preuve de propriété des USDC détenus par le client.
- Intégrer au dossier permanent la politique de trésorerie, les plafonds et la procédure de sortie.

Valeur probante

Le rapport audité du fonds est une preuve forte de la situation financière du fonds à la date d'arrêté. Il ne remplace ni la confirmation du solde USDC du client, ni la preuve de contrôle du wallet, ni la documentation de l'opération sous-jacente.

16. Signaux faibles

Signal	Constat	Interprétation	Alternative
Bascule repos	0 % à 70,8 %	Liquidité courte, mais plus d'intermédiation	Gestion normale et optimisation du rendement
Investissements >100 %	Trois arrêts	Passifs de règlement matériels	Effet normal de timing
Rachats 2026	\$24,0 Md	Débit brut beaucoup plus élevé	Effet de taille du fonds
Rendement	5,30 % à 3,60 %	Compression du rendement des réserves	Volume compense le taux
Format condensé	Depuis 2024-10	Visibilité fragmentée	Réforme de présentation, pas baisse de transparence intrinsèque
Nouveaux acteurs repo	Citibank, J.P. Morgan, Nomura, Deutsche	Diversification ou substitution	Variations tactiques de fin de période

17. Limites documentaires et informations manquantes

- Quel est le montant quotidien de cash bancaire immédiatement disponible hors du fonds ?
- Quel délai contractuel et opérationnel sépare un rachat de parts du crédit bancaire utilisable par Circle ?
- Quelles limites internes s'appliquent à chaque contrepartie repo ?
- Quel est le dispositif précis de remplacement d'une contrepartie ou du dépositaire ?
- Quels écarts de valorisation ou de périmètre expliquent les différences entre lignes CUSIP des attestations et schedules du fonds ?
- Comment les flux de mint/burn USDC se traduisent-ils quotidiennement en souscriptions/rachats de parts ?
- Quels scénarios de stress de liquidité sont exécutés par le gestionnaire et avec quels résultats ?
- Quelle fraction des réserves USDC est investie dans le fonds à chaque fin de mois ?
- Quels droits directs, s'il en existe, les détenteurs d'USDC possèdent-ils sur les parts ou actifs du fonds ?

18. Conclusion

Le Circle Reserve Fund apparaît, sur la période analysée, comme un véhicule monétaire de grande taille, à NAV stable, fortement investi en actifs de très courte durée et soumis à un audit annuel sans réserve. Sa structure devient plus liquide contractuellement avec la montée des repos, mais également plus dépendante des contreparties et infrastructures de règlement.

Pour USDC, ce constat est favorable à la liquidité économique des réserves investies dans le fonds, mais il ne clôt pas l'analyse. Les résultats Q2 2026 confirment la compensation entre croissance de l'encours et baisse des taux, quantifient le poids des coûts de distribution et documentent 87 Md\$ de remboursements bruts traités. Ils ne fournissent toutefois ni capacité maximale de traitement, ni distribution quotidienne, ni réconciliation complète entre le fonds, le cash bancaire, USDC et EURC. La résilience complète dépend encore des droits de remboursement, des horaires bancaires, des contrôles AML/KYT, des infrastructures et des intermédiaires.

Pour l'analyse publique de liquidité, l'apport le plus solide est l'échéancier réel des actifs et la distinction entre échéance économique et disponibilité effective. Les scénarios de contagion, de gel d'intermédiaire et de comportement de retrait nécessitent des données opérationnelles qui ne sont pas publiées dans le corpus.

Pour nos confrères experts-comptables, les rapports améliorent la documentation du risque de réserve sans déterminer la qualification comptable d'USDC ni prouver les droits et soldes de son client. Ils doivent être intégrés comme une pièce du dossier, non comme une preuve autonome et exhaustive.

Annexe — Sources principales

Note de lecture - Cette étude est une analyse indépendante fondée sur les documents publics cités. Elle ne constitue ni un audit, ni une notation de crédit, ni un conseil d'investissement, juridique ou comptable. Les montants peuvent refléter des dates, périmètres et conventions de valorisation différents; les écarts non expliqués sont conservés comme tels.

FUND-2023A — BlackRock Funds N-CSRS 2023-04-30(2).pdf (2023-04-30). Annual audited report; inception 2022-11-03 to 2023-04-30 — <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/844779/000119312523181134/d465752dncsr.htm>

FUND-2023S — BlackRock Funds N-CSRS 2023-10-31(2).pdf (2023-10-31). Semi-annual unaudited report — <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/844779/000119312524002113/d525563dncsrs.htm>

FUND-2024A — BLACKROCK FUNDS(2).pdf (2024-04-30). Annual audited report — <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/844779/000119312524174835/d839326dncsr.htm>

FUND-2024S — Inline Viewer_ BlackRock Funds N-CSRS 2024-10-31(2).pdf (2024-10-31). Semi-annual unaudited report — <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/844779/000119312525001297/d825754dncsrs.htm>

FUND-2025A — Inline Viewer_ BlackRock Funds N-CSR 2025-04-30(2).pdf (2025-04-30). Annual shareholder report plus financial statements — <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/844779/000119312525154583/d949662dncsr.htm>

FUND-2025S — Inline Viewer_ BlackRock Funds N-CSRS 2025-10-31(2).pdf (2025-10-31). Semi-annual shareholder report plus financial statements — <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/844779/000119312526003784/d62473dncsrs.htm>

FUND-2026A — Inline Viewer_ BlackRock Funds N-CSR 2026-04-30(2).pdf (2026-04-30). Annual audited report — <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/844779/000119312526293738/d52232dncsr.htm>

CIRCLE-Q2-2025 — Q2-2025-SEC .pdf (2025-06-30). Circle Internet Group Form 10-Q; contextual source — <https://www.sec.gov/edgar/browse/?CIK=1876042>

CIRCLE-2025A — annual 2025(1).pdf (2025-12-31). Circle Internet Group Form 10-K/A; contextual source — <https://www.sec.gov/edgar/browse/?CIK=1876042>

Circle Internet Group, « Circle Reports Second Quarter 2026 Results », publié le 5 août 2026; résultats trimestriels et états consolidés condensés non audités, source contextuelle distincte des rapports du fonds.

Annexe — intégration de la base CUSIP 2022-2026

Périmètre CUSIP. La base analysée couvre 91 dates, 1 161 lignes source et 338 CUSIP distincts. Les observations conservent la date, le pool, l'identifiant, l'échéance, la valeur publiée, la méthode de valorisation et la référence documentaire.

Rapprochement au 30 avril 2026

Source	Lignes Treasury	Valeur publiée	Lecture
Attestation Circle – avril 2026	16 CUSIP	19 110 672 894 USD	Fair value publiée avec identifiants CUSIP
Rapport annuel du fonds	16 lignes Treasury	19 110 582 543 USD	Schedule du fonds sans CUSIP
Écart intersources	—	90 351 USD	À expliquer; ne pas qualifier automatiquement d'erreur

Interprétation. Les mêmes échéances peuvent être rapprochées, mais les valeurs de ligne diffèrent légèrement. Les causes plausibles comprennent la convention de valorisation, le moment exact de mesure, les écritures de règlement ou le périmètre de présentation. En l'absence d'une note explicative commune aux deux documents, l'écart doit rester un signal de contrôle, non une accusation d'inexactitude.

Constats longitudinaux tirés des CUSIP

- La première publication CUSIP exploitable de juillet 2022 contient 14 lignes; la série complète atteint 338 identifiants distincts.
- La maturité résiduelle maximale observée est de 92 jours, cohérente avec un portefeuille de bills très court.
- Le total Treasury maximal de la série mensuelle atteint 43,50 Md USD au 31 août 2022.
- Les 90 tableaux Treasury ont été réconciliés à leur total publié. Deux écarts documentaires minimes sont préservés : +2 USD au 30 septembre 2022 et +1 USD au 31 mars 2025.
- Une disparition entre deux attestations ne prouve pas une vente : le titre peut avoir échoué. L'analyse emploie donc les termes « première observation », « dernière observation » et « rotation apparente ».
- La liquidité du portefeuille sous-jacent ne prouve pas que tout détenteur d'USDC peut obtenir 1 USD au même instant et par le canal de son choix; accès, règlement bancaire et liquidité on-chain restent des couches distinctes.