

Analyse du portefeuille CUSIP

Réserves USDC Circle

Juillet 2022 – Juin 2026

48 snapshots mensuels canoniques · 329 CUSIP uniques · 613 observations



Une base mensuelle réconciliée sur quatre années

613

observations CUSIP
canoniques

329

CUSIP uniques identifiés

48

snapshots mensuels

0 %

écart de réconciliation

Périmètre documentaire : tableaux CUSIP publiés à partir de juillet 2022 ; un snapshot nul en mai 2023.

Grant Thornton LLP en 2022 · Deloitte & Touche LLP de 2023 à juin 2026

La méthode privilégie le snapshot de fin de mois

Le contrôle du double comptage conditionne toute lecture de la série

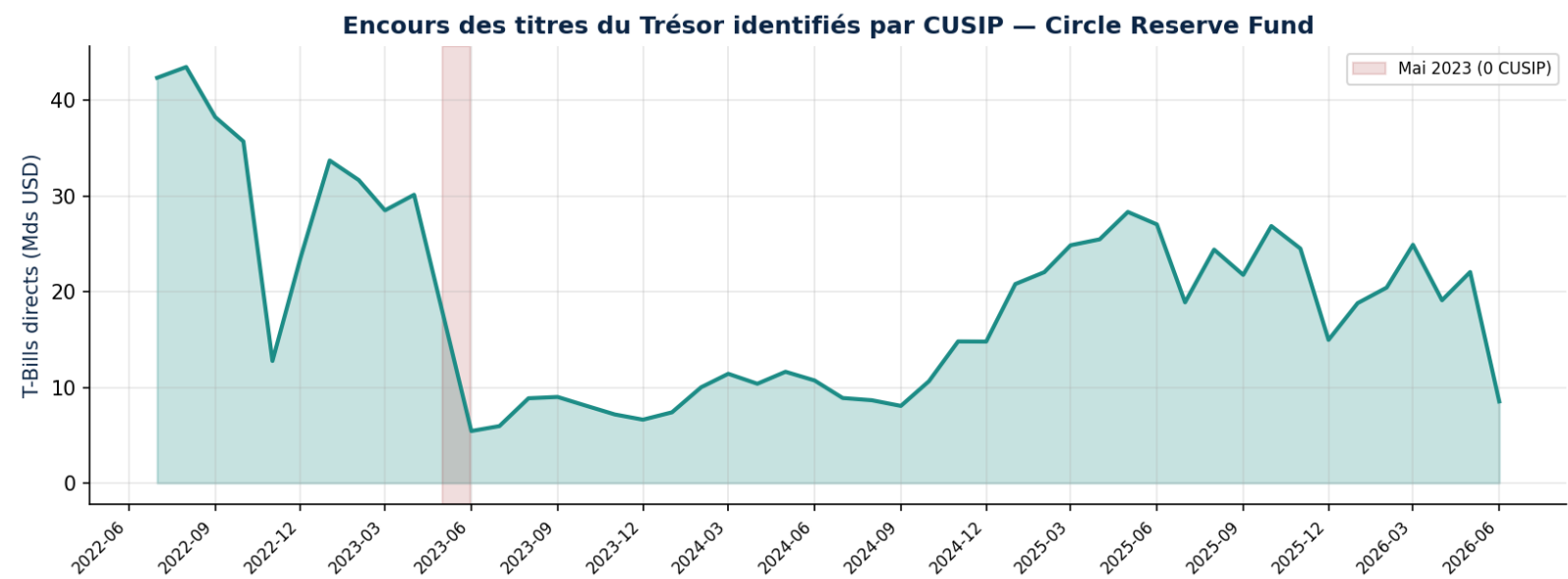
- Deux photographies peuvent figurer dans un même rapport Deloitte : mi-mois et fin de mois.
- La série canonique conserve exclusivement le snapshot de fin de mois.
- Les fichiers en double ont été dédupliqués avant réconciliation.
- Les sommes CUSIP sont rapprochées des totaux Treasury publiés pour chaque mois.

Période	Somme CUSIP	Écart
2022-07	42,37 Mds \$	0,00 %
2022-08	43,50 Mds \$	0,00 %
2022-09	38,27 Mds \$	0,00 %
2022-10	35,72 Mds \$	0,00 %
2022-11	12,76 Mds \$	0,00 %

Limite de traçabilité : les exclusions sont documentées en agrégé, mais leur détail ligne par ligne n’a pas été conservé.

Les T-Bills directs ont connu trois régimes distincts

Niveau élevé en 2022, contraction en 2023, reconstitution en 2024–2025 puis recul en juin 2026



43,50 Mds \$

pic observé en août 2022

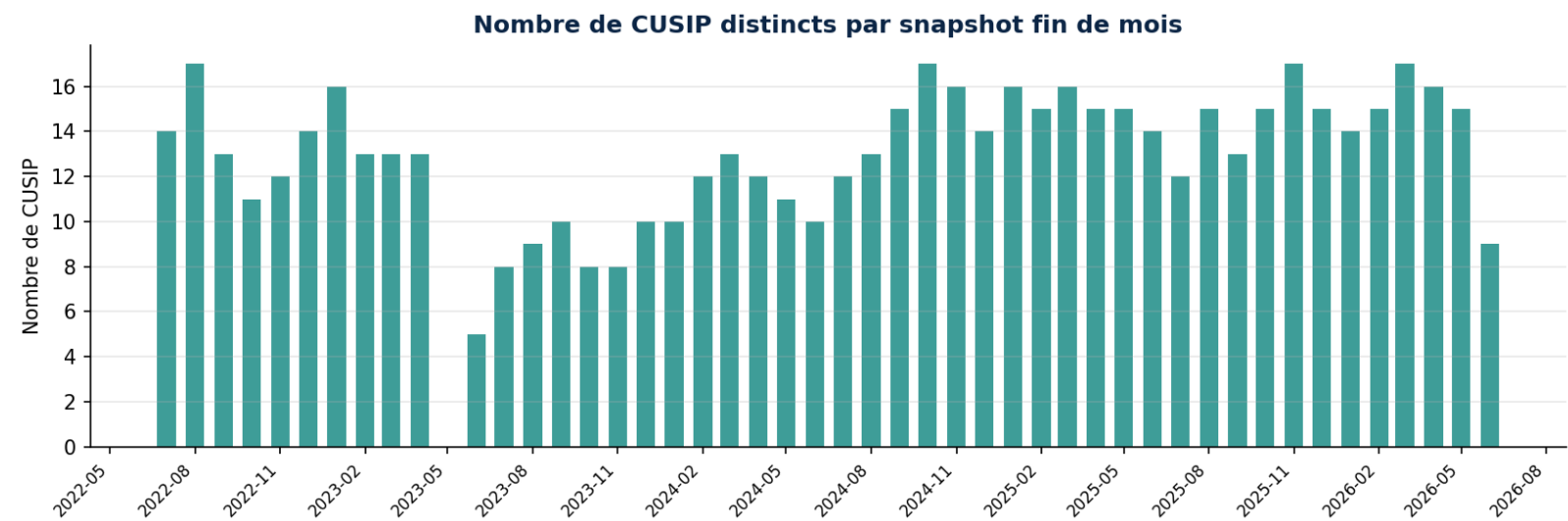
Mai 2023

0 CUSIP en fin de mois

8,52 Mds \$

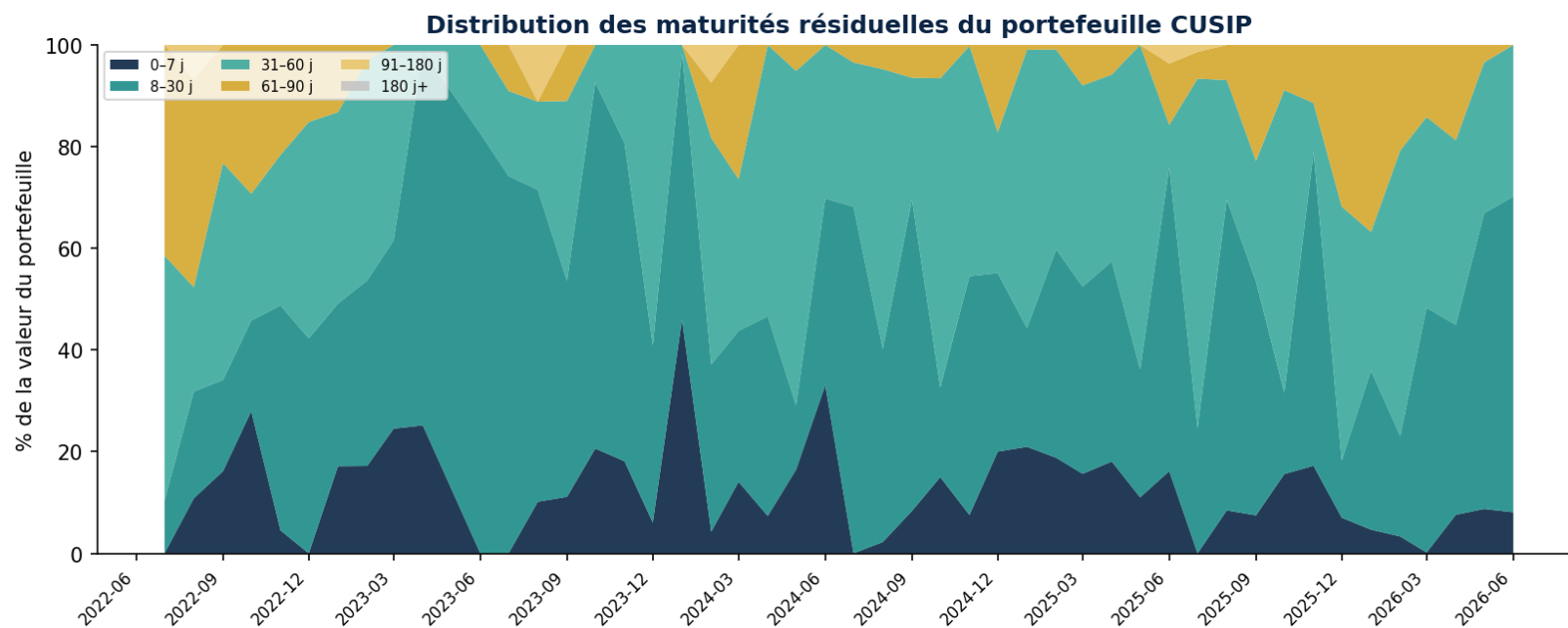
encours CUSIP en juin 2026

Le nombre de positions s’est normalisé après le point bas de 2023



- 5 CUSIP seulement en juin 2023.
- 17 CUSIP aux sommets de diversification.
- 9 CUSIP en juin 2026.
- La taille du portefeuille influence directement la concentration observée.

La quasi-totalité du portefeuille arrive à échéance en moins de 90 jours

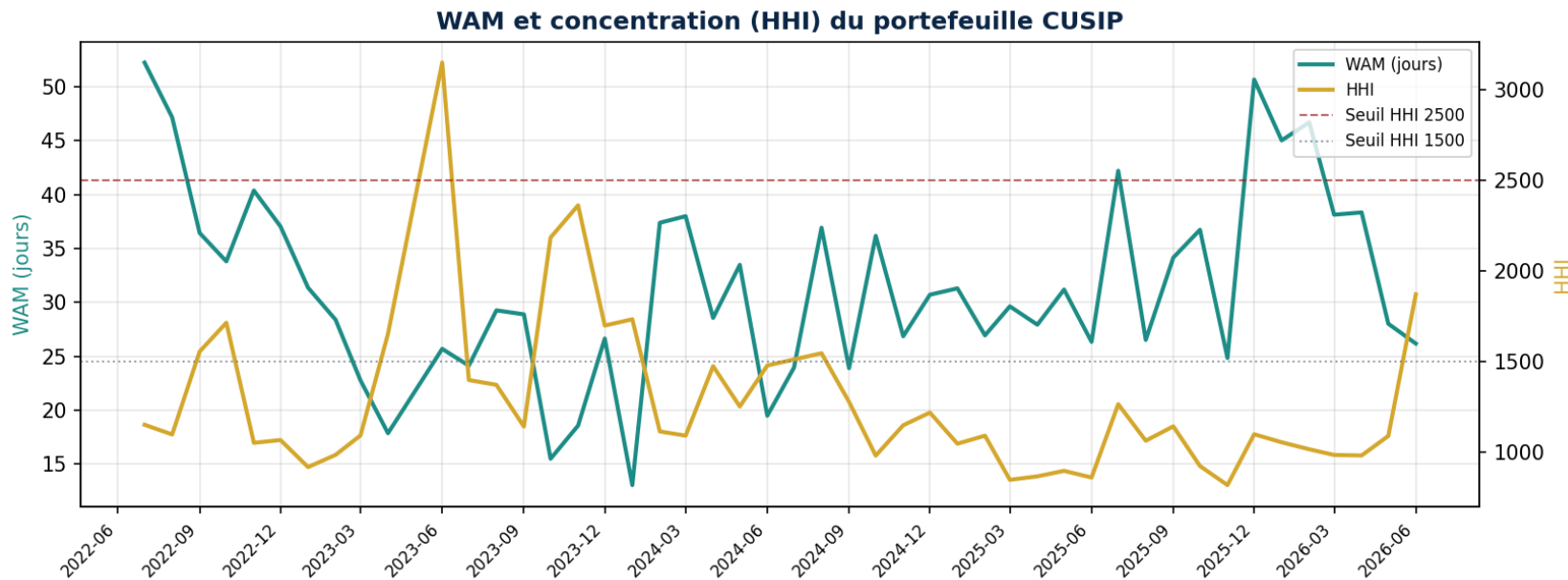
**12,2 %**échéance sous 7 jours
en moyenne**53,4 %**

échéance sous 30 jours

99,4 %

échéance sous 90 jours

Une duration courte n'exclut pas des épisodes de concentration



- WAM moyenne : 31,4 jours.
- Minimum : 13,1 jours en janvier 2024.
- Maximum : 52,2 jours en juillet 2022.
- HHI maximal : 3 150 en juin 2023.

Le HHI mesure la concentration par émission, non le risque de crédit souverain américain.

La concentration augmente lorsque le portefeuille se contracte

Période	Top 1	Top 5	Top 10	HHI	N
2022-07	21,7 %	65,3 %	94,2 %	1 153	14
2023-04	29,1 %	79,9 %	97,9 %	1 654	13
2023-06	45,9 %	100,0 %	100,0 %	3 150	5
2024-12	19,4 %	71,8 %	95,6 %	1 220	14
2025-11	11,8 %	51,7 %	85,6 %	820	17
2026-06	30,9 %	86,6 %	100,0 %	1 872	9

36 / 47

snapshots classés diversifiés

10 modérés

1 très concentré

Le portefeuille se renouvelle rapidement d'un mois à l'autre

1,86

snapshots de présence
moyenne

56,7 %

taux d'apparition moyen

54,3 %

taux de sortie moyen

51,9 %

rotation moyenne en
valeur

Mai 2023 marque une rupture complète

Avril → mai : sortie totale de 30,14 Mds \$ · Mai → juin : entrée intégrale de 5,43 Mds \$ de nouveaux CUSIP

111 CUSIP (33,7 %) n'apparaissent que dans un seul snapshot.

Les Treasury Bills représentent 98,8 % des CUSIP uniques

Série CUSIP	Nb CUSIP	Type
912796	79	T-Bill
912797	246	T-Bill
912828	3	T-Note
91282C	1	T-Note

Les quatre T-Notes d'avril 2023

- Présence limitée au snapshot du 30 avril 2023.
- Échéances au 15 ou au 31 mai 2023.
- Maturité résiduelle inférieure à 30 jours.
- Classification instrumentale conservée : T-Notes, et non T-Bills.

La maturité résiduelle courte ne modifie pas la nature juridique de l'instrument.

Mai 2023 constitue le signal documentaire le plus net

0

CUSIP au 31 mai

4 CUSIP

au 23 mai · 11,75 Mds \$

dont deux T-Notes arrivant à
échéance le 31 mai

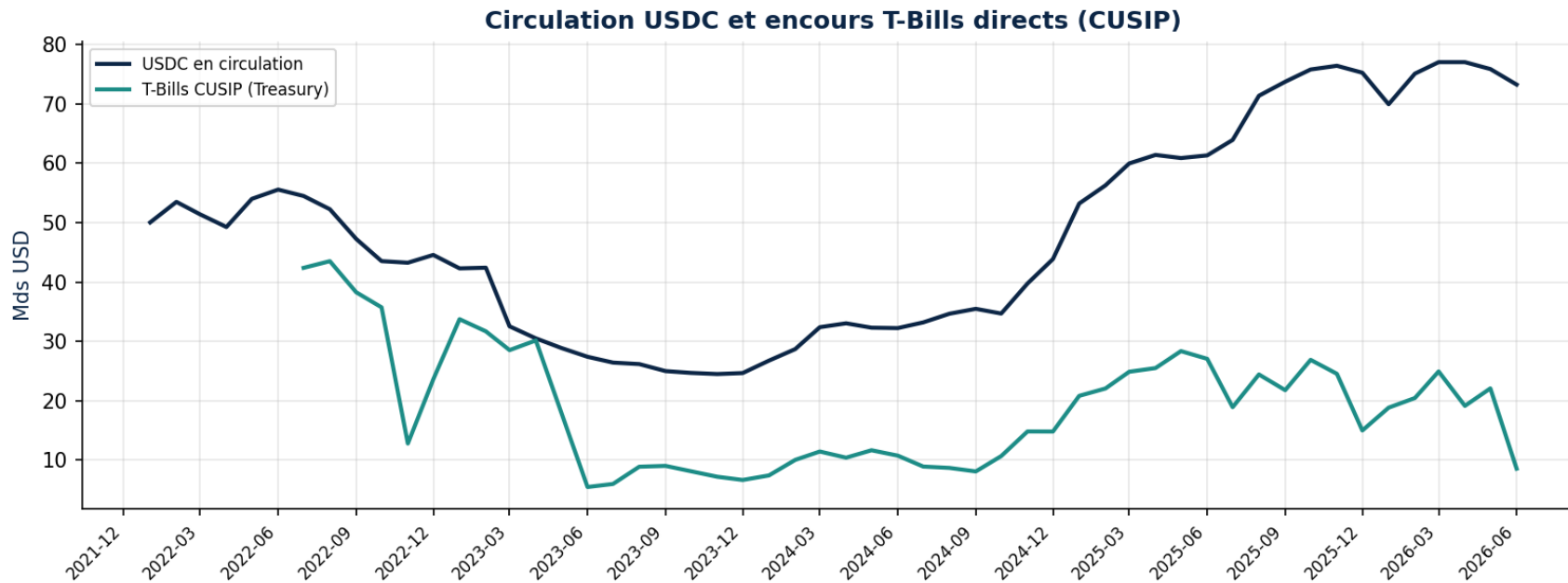
22,88 Mds \$

de repos au 31 mai

+ 2,01 Mds \$ de cash interne au fonds

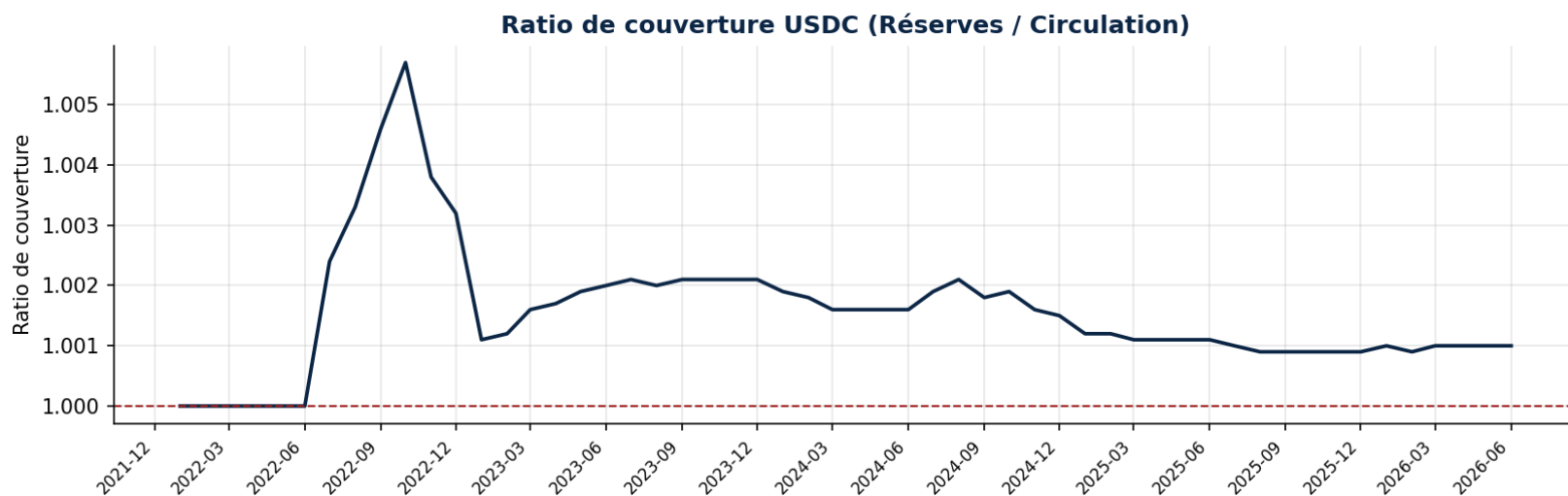
Le portefeuille est passé d'une composition en titres identifiés à une structure entièrement fondée sur repos et cash à la date de fin de mois.

La circulation USDC et les T-Bills directs n'évoluent pas toujours ensemble



- La contraction de 2023 touche plus fortement les T-Bills directs que la circulation.
- Les repos prennent une place dominante après mai 2023.
- La reconstitution des T-Bills accompagne la reprise de 2024–2025.

Le ratio publié est resté au moins égal à 1 sur la période observée



1,0000

minimum

1,0015

médiane

1,0057

maximum

Une attestation à une date donnée ne garantit ni la liquidité intrajournalière ni la disponibilité opérationnelle pour chaque détenteur.

La liquidité d'un T-Bill ne se confond pas avec celle de l'USDC détenu

- 1 Valeur de marché du titre
- 2 Cession ou arrivée à échéance
- 3 Règlement de la transaction
- 4 Transfert des liquidités à Circle
- 5 Disponibilité bancaire
- 6 Remboursement opérationnel
- 7 Accès effectif du détenteur

**Ce que l'analyse CUSIP
éclaire**

Maillons 1 à 3

Elle ne mesure pas directement les frictions bancaires, opérationnelles ou propres aux plateformes utilisées par le détenteur.

Les entreprises doivent traiter l'USDC comme une exposition de trésorerie gouvernée

- Définir un plafond de détention proportionné à la trésorerie totale.
- Diversifier stablecoins, banques et réserves en devises traditionnelles.
- Suivre chaque mois la couverture publiée et la composition des réserves.
- Documenter une procédure de conversion d'urgence et un plan de sortie.
- Intégrer les stablecoins dans la politique de trésorerie approuvée.
- Revoir les événements postérieurs à la clôture jusqu'à l'arrêté des comptes.

Les modalités doivent être calibrées selon l'exposition, la réglementation sectorielle et l'usage économique de l'USDC.

Experts-comptables et auditeurs doivent partir des droits et du mode de détention

Experts-comptables

- Comprendre l'usage économique et le mode de détention.
- Rapprocher comptabilité, soldes on-chain et relevés de plateforme.
- Documenter la source de valorisation et les éventuels dépegs.
- Contrôler le cut-off et les transactions en cours.
- Apprécier la liquidité réelle et le plan de sortie.

Commissaires aux comptes et auditeurs

- Tester existence, droits, exhaustivité et valorisation.
- Identifier tous les wallets, y compris filiales et multisig.
- Évaluer présentation, information et risque de fraude.
- Recourir à un spécialiste blockchain lorsque nécessaire.
- Ne pas substituer l'attestation Circle aux preuves propres au client.

La qualification comptable dépend du référentiel, des droits contractuels, de la juridiction, du mode de détention et de l'usage économique.

L'analyse CUSIP éclaire une composante essentielle, mais partielle, des réserves

Limite	Conséquence
Jan.–juin 2022 sans tableaux CUSIP	Série détaillée disponible à partir de juillet 2022
Mai 2023 sans CUSIP fin de mois	Rupture documentée, non donnée manquante
Repos non identifiés par CUSIP	Contreparties et maturités non observables
Fair Value vs Market Value	Comparabilité inter-périodes limitée
Attestations à dates données	Pas de preuve de liquidité intramensuelle
Détentions agrégées	Aucune conclusion sur un détenteur individuel

Conclusion

Le portefeuille CUSIP est court, généralement diversifié et fortement renouvelé.

Sa lecture doit rester articulée avec les repos, le cash bancaire, la chaîne de remboursement et les risques propres aux intermédiaires.

Document d’information — ni conseil financier, ni conseil juridique, ni recommandation d’investissement.