



USDC

USDC — General Reserve Analysis

CUSIP • Circle Reserve Fund • direct assets • liquidity • risks

As of 31 August 2026

AUGUST 2026 EDITION

Advisory • Research • Financial Intelligence

USDC

USDC — Analyse générale des réserves

CUSIP • Circle Reserve Fund • actifs directs • liquidité • risques

Au 31 Août 2026





ÉDITION AOÛT 2026

Conseil • Recherche • Intelligence financière



Sommaire

1. Synthèse exécutive
2. Corpus, intégrité et suffisance
3. Architecture juridique
4. Méthode et périmètres historiques
5. Réserve USDC et couverture
6. Circle Reserve Fund — trajectoire
7. Portefeuille Treasury historique
8. Maturité et concentration
9. Rotation et cycle de vie CUSIP
10. Extraction des 8 et 31 juillet
11. Réconciliation arithmétique Circle
12. Portefeuilles Treasury de juillet
13. Reverse repos et contreparties
14. Circle ↔ BlackRock
15. Juin → juillet 2026
16. Analyse de liquidité
17. Matrice des risques
18. Corrections, limites et conclusions

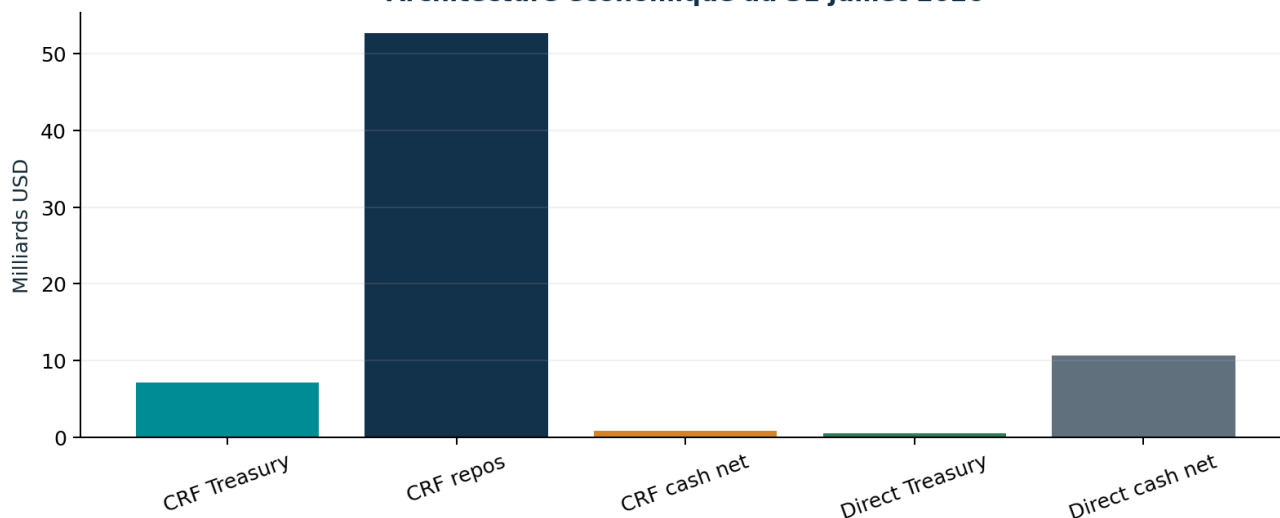
Annexes — sources et inventaire

1. Synthèse exécutive

L'attestation émise en juillet 2026 change la qualité analytique du dispositif : elle sépare explicitement les actifs du Circle Reserve Fund des autres actifs de réserve USDC, puis isole Treasury, reverse repos, cash et ajustements de règlement. Cette granularité permet pour la première fois une consolidation sans effacer l'origine juridique et opérationnelle des actifs.

Indicateur	8 juillet	31 juillet	Lecture BECTRA
USDC en circulation	73,084 Md\$	71,826 Md\$	-1,258 Md\$
Réserves totales	73,160 Md\$	71,904 Md\$	-1,256 Md\$
Couverture	100,10 %	100,11 %	Surplus stable autour de 0,10 %
CRF / réserves	85,45 %	84,44 %	Compartiment dominant
Repos / réserves	73,88 %	73,32 %	Source majeure de liquidité 1 jour
Treasury consolidés	8,793 Md\$	7,678 Md\$	CRF et direct conservés séparément

Architecture économique au 31 juillet 2026



Source : Circle Internet Group, Inc., USDC Reserve Report, observations des 8 et 31 juillet 2026 ; calculs BECTRA.

2. Corpus, intégrité et suffisance

Famille	Pièces utiles	Usage	Conclusion
Circle	Attestation juillet 2026	Définitions, circulation, réserve, couches et CUSIP	Complet aux deux dates
BlackRock	SOI 31 juillet, factsheet, N-CSR/N-CSRS	Holdings, repos, actifs, passifs, NAV, WAM/WAL	Complet au 31 juillet ; absent au 8 juillet
BECTRA CUSIP	Classeur 2022–juin 2026	Base canonique et cycle de vie	Recalculé puis prolongé
BECTRA CRF	Classeur semestriel	Historique du fonds, ladder et bridges	Contrôlé et corrigé
Rapports antérieurs	Public CRF + interne CUSIP	Références de méthode et points de contrôle	Périmètres préservés

Limite — Les exports de page BlackRock datés des 26–27 août sont des vues courantes. Ils ne sont pas réattribués aux 8 ou 31 juillet sans preuve de date.

3. Architecture juridique

Fonction	Entité	Qualification retenue
Assertion examinée	Circle Internet Group, Inc.	Sa direction formule l'assertion du Reserve Report de juillet 2026
Émission / remboursement	Circle Internet Financial, LLC	Intervient selon le rapport, notamment dans le périmètre américain ; rôle exact conservé selon la source
Émission / remboursement	Circle Internet Financial Europe SAS	Intervient selon le rapport dans le périmètre européen ; rôle exact conservé selon la source
Propriété des parts	Circle Internet Financial, LLC	Détient les intérêts représentés par la NAV selon les informations officielles citées
Fonds	Circle Reserve Fund / USDXX	Fonds monétaire gouvernemental distinct des entités Circle
Gestionnaire / adviser	BlackRock / BlackRock Advisors, LLC	Gestion du fonds ; ne constitue ni l'émetteur ni le fonds lui-même
Custodian	The Bank of New York Mellon	Custodian public du fonds ; fonction distincte de celle de gestionnaire
Expert indépendant	Deloitte & Touche LLP	Émet le rapport d'examen indépendant

Conséquence : la qualité des actifs ne confère pas automatiquement au détenteur d'USDC un droit direct de propriété sur le portefeuille, une éligibilité universelle au remboursement direct, un remboursement instantané ou une garantie permanente du prix de marché à 1 USD.

Source : USDC Reserve Report, août 2026, rubrique Management Assertion et Independent Accountants' Report ; documents BlackRock du fonds.

4. Méthode et périmètres historiques

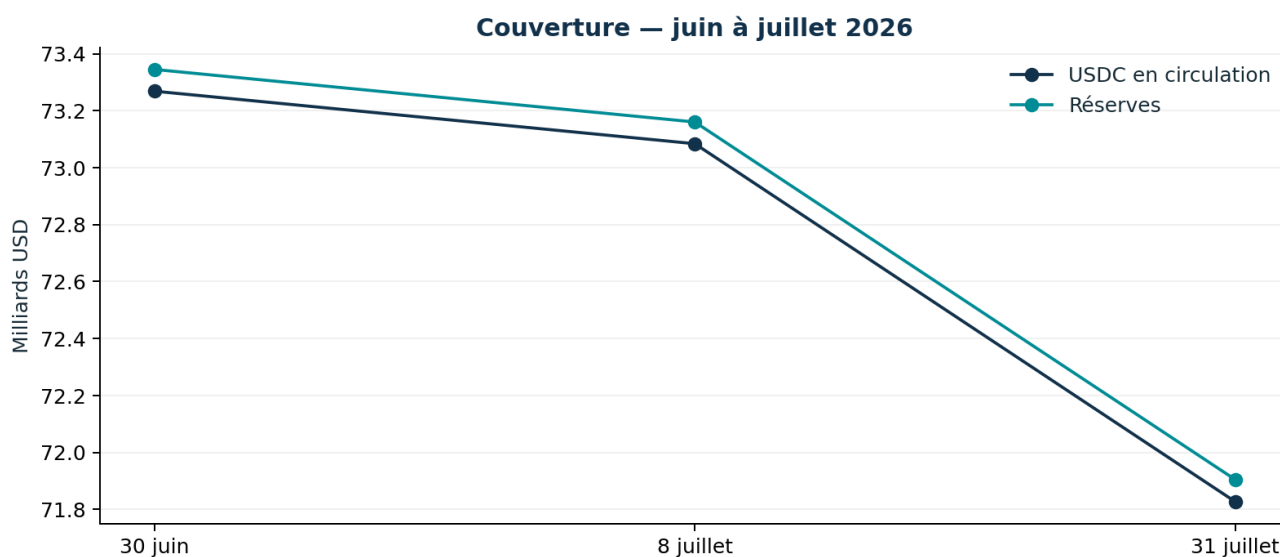
Périmètre	Avant juillet	Après intégration juillet	Usage
Base canonique mensuelle	613 observations de titres ; 329 CUSIP ; 48 snapshots théoriques	643 observations ; 341 CUSIP ; 50 snapshots théoriques	Statistiques mensuelles, cycle de vie et comparaison homogène
Base élargie multi-dates / multi-sources	1 161 lignes ; 338 CUSIP ; 91 dates	Non prolongée mécaniquement	Rapport public antérieur et contrôles documentaires enrichis

Les deux périmètres ne mesurent pas la même chose. La base canonique compte une observation mensuelle normalisée ; la base élargie peut conserver plusieurs dates et plusieurs sources pour une période. Leur addition ou leur comparaison directe produirait un faux écart.

La base canonique compte 49 snapshots avec positions après juillet, plus le snapshot nul de mai 2023. Les 30 nouvelles lignes de juillet portent 12 nouveaux CUSIP nets par rapport à l'historique, d'où 341 CUSIP distincts. Le chiffre 338 du rapport public antérieur demeure valide dans son périmètre élargi propre et ne constitue pas une cible pour la base mensuelle.

Méthode — WAM Treasury = moyenne des jours jusqu'à l'échéance légale pondérée par la juste valeur. HHI = somme des carrés des poids $\times 10\,000$. Le WAM n'intègre ni repos, ni cash, ni timing.

5. Réserve USDC et couverture

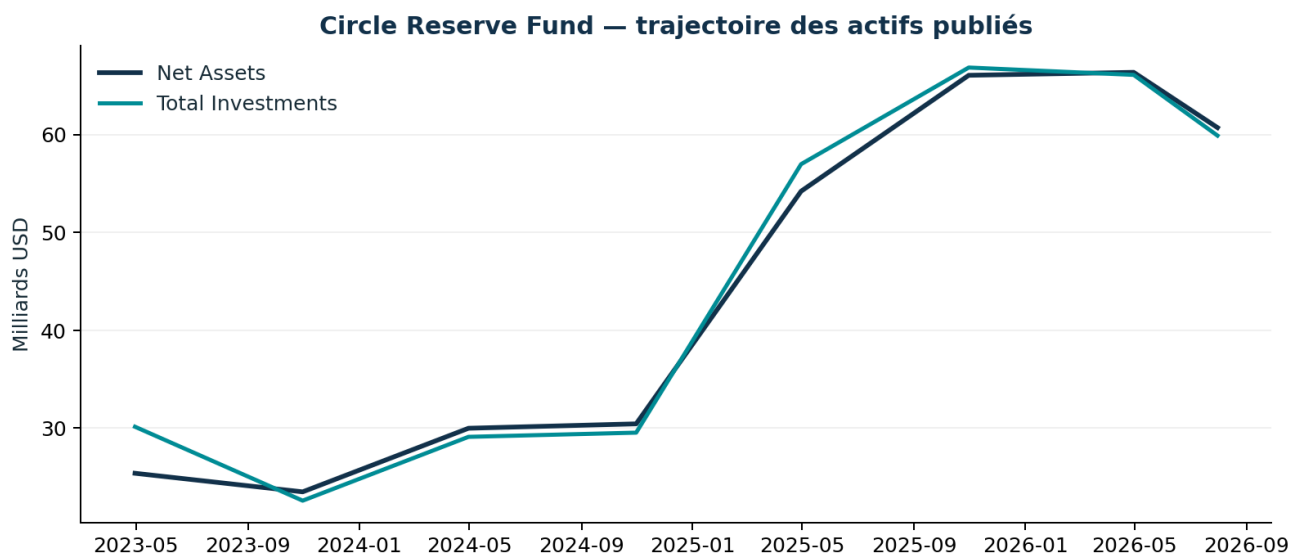


Source : Attestations Circle juin et juillet 2026 ; calculs BECTRA.

Date	Circulation	Réserves	Surplus	Couverture
2026-06-30	73,269 Md\$	73,345 Md\$	0,076 Md\$	100,10 %
2026-07-08	73,084 Md\$	73,160 Md\$	0,076 Md\$	100,10 %
2026-07-31	71,826 Md\$	71,904 Md\$	0,078 Md\$	100,11 %

La couverture est supérieure à 100 % aux trois dates. Le surplus de 77,648 M\$ au 31 juillet représente environ 0,108 % de la circulation : c'est une marge comptable positive, mais pas un capital réglementaire autonome ni une preuve d'absence de risque opérationnel.

6. Circle Reserve Fund — trajectoire



Source : N-CSR, N-CSRS, SOI et factsheet BlackRock ; extraction BECTRA.

Date	Total Investments	Other Assets Less Liabilities	Net Assets	Bridge
2023-04-30	30,141 Md\$	-4,754 Md\$	25,387 Md\$	0 \$
2023-10-31	22,588 Md\$	0,900 Md\$	23,488 Md\$	0 \$
2024-04-30	29,110 Md\$	0,879 Md\$	29,988 Md\$	0 \$
2024-10-31	29,538 Md\$	0,900 Md\$	30,439 Md\$	0 \$
2025-04-30	56,980 Md\$	-2,765 Md\$	54,215 Md\$	0 \$
2025-10-31	66,857 Md\$	-0,791 Md\$	66,066 Md\$	0 \$
2026-04-30	66,109 Md\$	0,258 Md\$	66,367 Md\$	0 \$
2026-07-31	59,902 Md\$	0,816 Md\$	60,717 Md\$	0 \$

Le bridge Total Investments + Other Assets Less Liabilities = Net Assets est conservé pour chaque date. Lorsque les lignes de portefeuille historiques reçues ne suffisent pas à reconstituer Total Investments, le classeur ajoute une ligne explicite « RECONCILIATION ADJUSTMENT » : ce n'est ni un titre inventé ni une allocation estimée, mais un résiduel de source traçable.

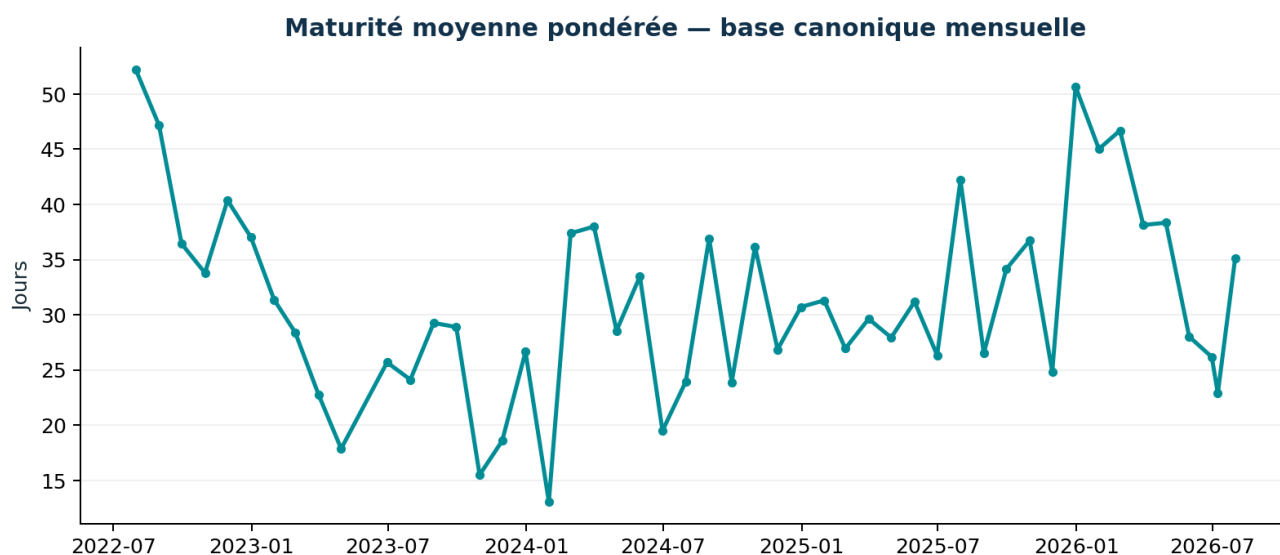
7. Portefeuille Treasury historique

La base canonique prolongée contient 643 observations et 341 CUSIP distincts. Elle sépare désormais 572 observations CRF_TREASURY et 71 observations DIRECT_TREASURY. Avant juillet, la classification a été reconstruite à partir des preuves de couche disponibles dans le classeur CRF ; elle reste documentée comme normalisation BECTRA lorsqu'un rapport historique était moins explicite.

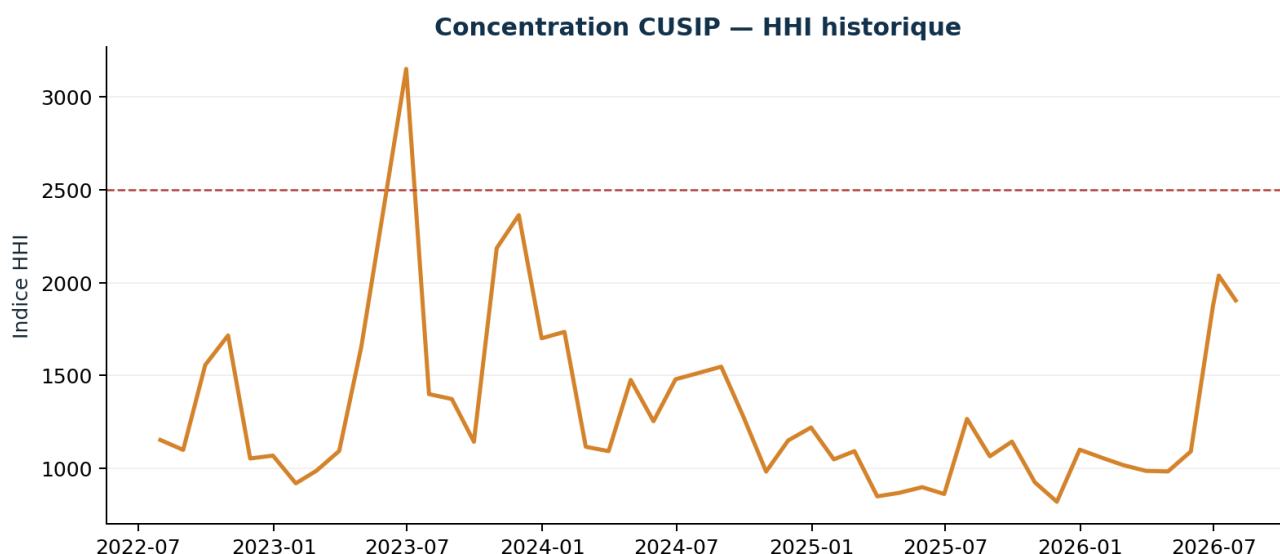
Point de contrôle	Résultat recalculé	Lecture
WAM mensuel moyen historique	31,4 jours	Conforme au point de contrôle antérieur après recalcul
Part moyenne ≤30 jours	53,40 %	Maturité courte dominante mais non assimilable au cash
Part moyenne ≤90 jours	99,35 %	Exposition résiduelle >90 jours très limitée
WAM minimum	13,1 jours — 2024-01-31	Raccourcissement maximal
WAM maximum	52,2 jours — 2022-07-31	Allongement maximal
Juin 2026	9 positions ; 8,524 Md\$; WAM 26,2 j	Reclassé CRF_TREASURY

Source : Base CUSIP BECTRA 2022–2026 recalculée

8. Maturité et concentration



Source : Calcul BECTRA sur la base canonique mensuelle.



Source : Calcul BECTRA ; seuil graphique de 2 500 fourni comme repère analytique, non comme limite réglementaire applicable.

Le HHI historique maximal recalculé atteint 3 149,8 en juin 2023, immédiatement après la rupture de présentation de mai. La concentration à un CUSIP n'est pas équivalente à une concentration d'émetteur : tous les titres sont du Trésor américain, mais chaque ligne porte un risque de maturité, de valorisation et de renouvellement différent.

9. Rotation et cycle de vie CUSIP

Indicateur	Valeur	Interprétation
CUSIP distincts	341	Univers canonique prolongé
CUSIP observés une seule fois	117	Titres de passage / calendrier de maturité
CUSIP réutilisés	224	Présence sur plusieurs snapshots
Snapshots théoriques	50	Juillet 2022 à juillet 2026, plus double observation juillet
Snapshots avec positions	49	Mai 2023 demeure un snapshot nul documenté

Mai 2023 n'est pas traité comme une absence de contrôle. La disparition temporaire des lignes Treasury dans certains snapshots, au profit des repos, constitue une rupture de structure documentaire. La matrice de transitions du classeur est régénérée automatiquement lors de la construction du modèle ; le cycle de vie agrégé reste piloté par formules.

Automatisation — La matrice détaillée de transitions est calculée par le pipeline d'actualisation afin d'éviter une charge excessive de milliers de formules volatiles. Les agrégats et contrôles du classeur restent dynamiques.

10. Extraction des 8 et 31 juillet

Champ	8 juillet	31 juillet
usdc_supply	75 227 884 211 \$	73 705 096 104 \$
allowed_not_issued	2 020 599 718 \$	1 748 798 028 \$
access_denied	123 219 920 \$	129 764 354 \$
gateway_pending_burns	100 471 \$	80 312 \$
usdc_circulation	73,084 Md\$	71,826 Md\$
total_reserves	73,160 Md\$	71,904 Md\$
crf_treasury	8,590 Md\$	7,179 Md\$
crf_repo	54,054 Md\$	52,723 Md\$
crf_cash	1,001 Md\$	1,004 Md\$
crf_timing	-1,127 Md\$	-0,189 Md\$
total_crf	62,517 Md\$	60,717 Md\$
direct_treasury	0,204 Md\$	0,499 Md\$
direct_cash	10,276 Md\$	10,607 Md\$
direct_timing	0,164 Md\$	0,080 Md\$
total_other	10,643 Md\$	11,187 Md\$

La définition arithmétique observée est : supply – Tokens Allowed But Not Issued – Access Denied Tokens – Circle Gateway pending burns = USDC in circulation. Les tokens gelés et les burns en attente doivent rester des catégories opérationnelles distinctes ; ils ne sont pas des réserves.

Source : USDC Reserve Report, tableaux des observations du 8 et du 31 juillet 2026.

11. Réconciliation arithmétique Circle

Date	Contrôle	Écart	Statut
2026-07-08	Circulation	0 \$	OK
2026-07-08	CRF	0 \$	OK
2026-07-08	Autres réserves	0 \$	OK
2026-07-08	Réserves totales	0 \$	OK
2026-07-31	Circulation	0 \$	OK
2026-07-31	CRF	0 \$	OK
2026-07-31	Autres réserves	0 \$	OK
2026-07-31	Réserves totales	0 \$	OK

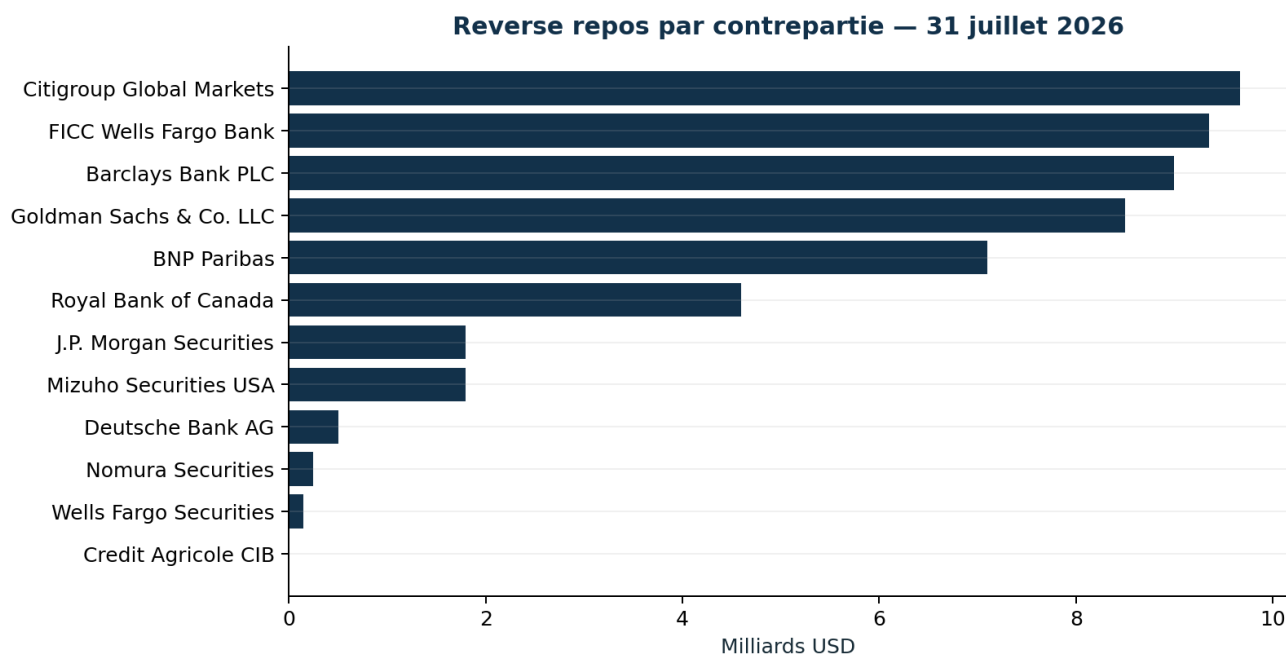
Les huit contrôles réconcilient au dollar près. Les ajustements de timing sont signés et conservés dans leur couche d'origine. Ils comprennent des effets de cut-off, règlement, transferts, intérêts et autres différences comptables ; ils ne sont ni neutralisés ni reclassés en cash.

12. Portefeuilles Treasury de juillet

Vue 31 juillet	Positions	CUSIP	Encours	WAM	HHI	Top 5
CRF	8	8	7,179 Md\$	36.1 j	2091	95,04 %
Direct	11	11	0,499 Md\$	21.4 j	1127	63,60 %
Consolidé	19	14	7,678 Md\$	35.1 j	1904	91,43 %
Maturité		Encours consolidé		Part		
≤7		1,060 Md\$		13,81 %		
8–30		2,954 Md\$		38,47 %		
31–60		1,592 Md\$		20,73 %		
61–90		2,073 Md\$		27,00 %		
>90		0,000 Md\$		0,00 %		

Un même CUSIP peut être détenu simultanément dans le CRF et en direct. La consolidation additionne alors les expositions économiques mais conserve deux lignes et deux couches, afin d'éviter toute perte d'information juridique ou opérationnelle.

13. Reverse repos et contreparties



Source : BlackRock, Schedule of Investments non audité au 31 juillet 2026.

Indicateur	Résultat
Nombre de contreparties	12
Repos total	52,723 Md\$
Top 5	82,73 %
HHI	1484
Nature	Reverse repos overnight / tri-party selon les informations publiées

Le collatéral Treasury et le caractère overnight limitent le risque de durée mais ne suppriment ni le risque de contrepartie, ni le risque de règlement, ni la dépendance aux infrastructures tri-party. Le repo ne doit pas être présenté comme un dépôt bancaire ou comme du cash déjà disponible.

14. Réconciliation Circle ↔ BlackRock

Mesure	Circle	BlackRock	Écart / statut
Total CRF	60,717 Md\$	60,717 Md\$	0 \$ — RECONCILED
Treasury	7,179 Md\$	7,179 Md\$	358 620 \$ — SCOPE/VALUATION
Repos	52,723 Md\$	52,723 Md\$	0 \$ — RECONCILED
Total Investments	N/A	59,902 Md\$	Portefeuille détaillé égal au total publié
Other Assets Less Liabilities	N/A	0,816 Md\$	Bridge vers Net Assets
8 juillet	62,517 Md\$	Donnée non disponible	DATA NOT AVAILABLE

La factsheet publiée au million peut créer un petit écart d'arrondi avec le montant exact Circle. La comparaison des Treasury doit également distinguer juste valeur et coût amorti. Aucun résiduel n'est masqué : chaque contrôle reçoit un statut et une explication.

Divergence WAM/WAL : la factsheet de juillet indique 5/5 jours, tandis qu'une vue SOI/portefeuille peut conduire à 7/7 selon la date ou la convention. Le modèle conserve les deux observations et ne choisit pas arbitrairement une valeur unique.

15. Juin → 8 juillet → 31 juillet

Indicateur	30 juin	8 juillet	31 juillet	Juin→31 juillet
USDC circulation	73,269 Md\$	73,084 Md\$	71,826 Md\$	-1,442 Md\$
Réserves	73,345 Md\$	73,160 Md\$	71,904 Md\$	-1,441 Md\$
CRF	61,917 Md\$	62,517 Md\$	60,717 Md\$	-1,200 Md\$
CRF Treasury	8,524 Md\$	8,590 Md\$	7,179 Md\$	-1,345 Md\$
CRF repos	52,527 Md\$	54,054 Md\$	52,723 Md\$	0,196 Md\$
Direct Treasury	0,000 Md\$	0,204 Md\$	0,499 Md\$	0,499 Md\$

Le WAM Treasury consolidé passe de 26.2 jours fin juin à 22.9 jours le 8 juillet puis 35.1 jours le 31 juillet. L'allongement final reflète le renouvellement des échéances, sans dépasser 90 jours dans le portefeuille consolidé de fin juillet.

Correction — Le champ historique de juin nommé « T_Bills_Directs_USD » réconciliait en réalité le CRF. Il est reclassé CRF_TREASURY ; les Treasury directs de juillet sont une couche séparée.

16. Analyse de liquidité

Horizon	Montant / mesure	Qualification
Immédiate — cash brut	11,611 Md\$	Avant timing ; disponibilité opérationnelle non prouvée
Immédiate — cash net timing	11,503 Md\$	Mesure comptable consolidée
1 jour — repos	52,723 Md\$	Overnight, sous réserve de règlement
7 jours — Treasury	1,060 Md\$	Maturité légale, non cash instantané
30 jours — Treasury	4,014 Md\$	Maturité légale cumulée
BlackRock DLA/WLA juillet	Donnée non disponible dans les pièces strictement datées	Les 100 % visibles fin août ne sont pas rétropolés

La liquidité économique décrit la capacité probable de conversion ; la liquidité opérationnelle dépend de l'accès aux comptes, des cut-offs, du règlement, des contrôles sanctions/AML, de la disponibilité des blockchains et du fonctionnement du Circle Gateway. Ces deux dimensions peuvent diverger précisément lors d'un stress.

17. Matrice des risques

Risque	Niveau BECTRA	Fait observé	Conséquence
Marché	Faible à modéré	Treasury courts ; WAM fonds court	Faible duration, variation de juste valeur non nulle
Liquidité	Modéré	Repos dominants, cash substantiel	Disponibilité économique ≠ opérationnelle
Concentration CUSIP	Modéré	HHI variable ; pic historique 3 150	Renouvellement concentré sur certaines échéances
Bancaire	Élevé / non quantifié	10,607 Md\$ de cash direct ; banques non ventilées	Concentration impossible à calculer
Repo / contrepartie	Modéré	Top 5 élevé, collatéral Treasury	Dépendance à plusieurs intermédiaires
Règlement / timing	Modéré	Ajustements signés et variables	Cut-offs et mouvements non réglés
Juridique	Élevé	Assertion, émetteurs, remboursement, fonds distincts	Droits du détenteur non déductibles du portefeuille
Multichaine / gel	Modéré	Access Denied, Gateway, chaînes approuvées	Risque opérationnel distribué
Gestionnaire / infrastructure	Modéré	Dépendance BlackRock/BNY/tri-party	Point de défaillance opérationnel potentiel
Transparence	Modéré	Absence snapshot BlackRock 8 juillet	Rapprochement intermédiaire incomplet

Les niveaux sont une interprétation BECTRA et non une notation de crédit ou un avis juridique. La réserve de haute qualité ne prouve pas un remboursement instantané, un maintien permanent à 1 USD, l'absence de risque bancaire ou un accès immédiat aux actifs du fonds.

18. Corrections, limites et conclusions

Correction / décision	Traitement retenu	Traçabilité
Deux périmètres CUSIP antérieurs	Conservés séparément	Rapports antérieurs + DICTIONNAIRE
Juin 2026 mal nommé « direct »	Reclassé CRF_TREASURY	Rapport juin, rubrique composition CRF
Janvier 2023 Total_Other tronqué	Recalcul par différence réserve totale – CRF	JOURNAL_CORRECTIONS
Portefeuilles BlackRock incomplets dans l'extraction historique	Ligne explicite RECONCILIATION ADJUSTMENT	PORTEFEUILLE_BLACKROCK + CONTROLES
WAM/WAL 5/5 vs 7/7	Divergence conservée et expliquée	Factsheet p.1 ; SOI p.1
BlackRock 8 juillet	Aucune extrapolation	Statut DATA NOT AVAILABLE

L'architecture reste fortement liquide en termes économiques, mais repose sur une chaîne juridique et opérationnelle complexe. Le CRF concentre l'essentiel des réserves et utilise principalement des reverse repos overnight ; la réserve directe ajoute du cash bancaire et une poche Treasury plus modeste. La transparence de juillet améliore nettement la capacité de contrôle, sans résoudre la concentration bancaire ni fournir un snapshot BlackRock au 8 juillet.

Annexe A — Sources principales

Émetteur	Document	Rubrique / pages
Circle	USDC Reserve Report — July 2026, signé par Deloitte & Touche LLP le 27 août 2026	Observations et tableaux pp. 2–5 ; assertion et rapport indépendant
BlackRock	Circle Reserve Fund Institutional Shares — July 2026 Factsheet	p. 1 : Net Assets, rendement, WAM/WAL
BlackRock	Circle Reserve Fund — unaudited Schedule of Investments as of July 31, 2026	p. 1 et suivantes : Treasury et reverse repos
BlackRock / SEC	N-CSR et N-CSRS 2023–2026	Statements of Assets and Liabilities ; Schedule of Investments
BECTRA	USDC Circle Reserve CUSIP Deep Analysis 2022–2026 — interne	Méthodologie et périmètre canonique
BECTRA	Circle Reserve Fund USDC Public Report 2023–2026 FR v2	Périmètre élargi multi-sources et historique CRF

Annexe B — Inventaire documentaire

Fichier	Type	Octets	SHA-256 (préfixe)
2026 USDC_Examination Report July 26 (1).pdf	.pdf	400610	9bb3e852cc468819...
BECTRA_Circle_Reserve_Fund_USDC_Public_Report_2023-2026_FR_v2 (1).docx	.docx	311259	68f1975b0bb86817...
BECTRA_FR_Circle_Reserve_Fund_Analyse_Rapp semest.xlsx	.xlsx	1698184	bc376f0629793691...
Circle Reserve Fund _ USDXX _ Institutional 2.pdf	.pdf	512844	889308b045fbebca...
Circle Reserve Fund _ USDXX _ Institutional 3.pdf	.pdf	509279	14ccf40848804e8f...
Circle Reserve Fund _ USDXX _ Institutional 4.pdf	.pdf	537228	e5a9e1c351c900f1...
Circle Reserve Fund _ USDXX _ Institutional.pdf	.pdf	542551	3b17e9df7c2c2f9b...
Circle Reserve Fund _ USDXX _ Institutional5.pdf	.pdf	539885	59fa2f9b1d2cc41e...
Circle Reserve Fund _ USDXX _ Institutional6.pdf	.pdf	537818	ce1f9305b2e1ad1e...
Circle Reserve Fund _ USDXX _ Institutional7.pdf	.pdf	536920	8bc54ed8cc52249a...
Circle Reserve Fund _ USDXX _ Institutional8.pdf	.pdf	526175	1722b659d6a7bfc...
Inline Viewer_BlackRock Funds N-CSR 2026-04-30(4).pdf	.pdf	502408	a3841fa00e5582f0...
USDC_Circle_CUSIP_Analytical_Database_2022-2026 (6).xlsx	.xlsx	429701	ab6e92e8e5d51f5b...
USDC_Circle_Reserve_CUSIP_Deep_Analysis_2022-2026_INTERNE.docx	.docx	2095204	4133e87a4d94a3a4...
afs-retail-circle-reserve.pdf	.pdf	198457	127c316bbe3c25b...
ar-usdxx-en.pdf	.pdf	223087	2135152f4c5175eb...
circle-reserve-fund-institutional-fact-sheet.pdf	.pdf	142788	6f3a8b85155f1e7b...
l-cirrf-cm-soi.pdf	.pdf	246793	7e533b434715efc7...
pro-crf-us.pdf	.pdf	266511	6b949bef980539b8...
safs-retail-circle-reserve.pdf	.pdf	214696	d8b20a7c683d27eb...