

**AOUT 2023**

**ETUDE DES MARGES DES  
COURTIERS OBLIGATAIRES  
SUR LE MARCHE FRANÇAIS**

Cette étude a été conduite par la Direction des données et de la surveillance des marchés. Elle repose sur l'utilisation de sources considérées comme fiables mais dont l'exhaustivité et l'exactitude ne peuvent être garanties.

Toute copie, diffusion et reproduction de cette étude, en totalité ou partie, sont soumises à l'accord préalable et écrit de l'AMF.

## Table des matières

---

|  |    |
|--|----|
| RÉSUMÉ .....   | 4  |
| Introduction.....                                      | 6  |
| I. Objectifs et périmètre de l'étude.....              | 7  |
| I.1 Objectifs de l'étude .....                         | 7  |
| I.2 Périmètre de l'étude.....                          | 7  |
| I.3 Méthodologie .....                                 | 8  |
| I.3.a Activités et modèles de marge correspondant..... | 8  |
| I.3.b Calcul des marges.....                           | 8  |
| I.3.c Catégorisation des opérations .....              | 9  |
| II. Poids des courtiers dans les échanges .....        | 10 |
| III. Résultats : marges observées.....                 | 11 |
| III.1 Répartition des marges par courtier .....        | 11 |
| III.2 Marges suivant la maturité.....                  | 12 |
| III.3 Marges suivant le rating .....                   | 15 |
| III.4 Marges suivant la taille de la transaction.....  | 18 |
| III.5 Marges suivant le montant d'émission .....       | 21 |
| III.6 Marges suivant la liquidité .....                | 24 |
| III.7 Marges suivant le type de la contrepartie.....   | 26 |
| IV. Annexes .....                                      | 28 |

## RÉSUMÉ

La présente étude fournit un éclairage sur les niveaux de marges pratiqués par les courtiers obligataires sur le marché français. Après avoir précisé le poids qu'occupent ces acteurs sur le marché obligataire, l'étude détaille les marges observées pour chacun d'entre eux et selon les différentes caractéristiques de transaction (liées à l'instrument négocié, la taille de transaction ou le type de clients).

Au sein du marché obligataire, les courtiers ont un poids nettement plus marqué sur les instruments de dette souveraine dit *Govies* (19% du nominal traité) que sur les autres obligations, dites *Corporate* (environ 3%). Trois courtiers sont largement dominants, notamment sur les *Govies*. La majorité des opérations traitées par les courtiers sur les *Govies* est réalisée sur le marché inter-dealer broker (i.e. entre banques), à des coûts standards encadrés par des *rate cards* définissant contractuellement les commissions à l'avance, alors que le reste des opérations, notamment la majorité de celles sur les *Corporate*, est rémunéré à un niveau discrétionnaire inconnu des contreparties, en particulier lorsqu'elles sont négociées en dehors d'un OTF ou d'un SMN.

Les analyses montrent des taux de marges de l'ordre de 20 fois plus élevés sur les *Corporate* que sur les *Govies*. Les résultats obtenus (cf. tableaux synthétiques page suivante) sont généralement cohérents avec ce qui peut être attendu sur chaque axe compte tenu de son lien avec la liquidité (exceptés quelques rares problèmes de représentativité). Ainsi, les taux de marges sont croissants suivant la maturité et le rating (i.e. les taux de marges sont plus élevés pour des maturités plus longues et des ratings plus faibles). Au contraire, ils sont décroissants suivant la taille de l'opération et le montant d'émission du titre (i.e. les taux de marges sont plus faibles pour des opérations de taille importante et des titres ayant un encours élevé). Aussi, les marges sont globalement plus élevées sur les instruments non liquides. Le dernier axe d'étude de ces marges correspond au type de contrepartie traitant avec les courtiers. Les résultats montrent que les catégories d'acteurs traitant le plus avec les courtiers (banques principalement) bénéficient de taux de marges plus faibles que d'autres ayant un plus faible turnover avec les courtiers (e.g. *Asset Managers*, assureurs).

Ci-dessous, sont présentées les marges moyennes selon les principaux axes. Ces marges correspondent à des écarts de prix et sont exprimés en centimes, les prix étant eux-mêmes exprimés en pourcentage de nominal. Ainsi, 1 centime équivaut à 0,01% de nominal.

### Par maturité :

|                                  | < 2 ans | 2 à 3 ans | 3 à 5 ans | 5 à 7 ans | 7 à 10 ans | 10 à 20 ans | 20 à 30 ans | > 30 ans* | perpétuelle |
|----------------------------------|---------|-----------|-----------|-----------|------------|-------------|-------------|-----------|-------------|
| Marge moyenne - <i>Govies</i>    | 0,34    | 0,43      | 0,42      | 0,53      | 0,40       | 0,74        | 1,26        | 1,28      | NA          |
| Marge moyenne - <i>Corporate</i> | 6,70    | 9,00      | 11,70     | 10,70     | 9,90       | 9,50        | 17,50       | 11,60     | 28,20       |

\* hors perpétuelle

### Par rating :

|                                  | AAA à AA | A     | BBB   | HY    | Non noté |
|----------------------------------|----------|-------|-------|-------|----------|
| Marge moyenne - <i>Govies</i>    | 0,51     | 1,76* | 0,53  | 1,66* | NA       |
| Marge moyenne - <i>Corporate</i> | 6,00     | 7,50  | 11,00 | 14,50 | 24,40    |

\* chiffre basé sur un périmètre peu représentatif

### Par nominal traité :

|                               | < 25 M€ | 25 à 50 M€ | 50 à 100 M€ | 100 à 150 M€ | > 150 M€ |
|-------------------------------|---------|------------|-------------|--------------|----------|
| Marge moyenne - <i>Govies</i> | 1,29    | 0,44       | 0,34        | 0,34         | 0,21     |

|                                  | < 2 M€ | 2 à 5 M€ | 5 à 10 M€ | 10 à 20 M€ | > 20 M€ |
|----------------------------------|--------|----------|-----------|------------|---------|
| Marge moyenne - <i>Corporate</i> | 17,5   | 12,4     | 8,4       | 7,4        | 5,4     |

### Par nominal émis :

|                               | < 10 G€ | 10 à 25 G€ | 25 à 40 G€ | 40 à 50 G€ | > 50 G€ |
|-------------------------------|---------|------------|------------|------------|---------|
| Marge moyenne - <i>Govies</i> | 1,04    | 0,49       | 0,49       | 0,31       | 0,31    |

|                                  | < 500M€ | 500 à 750 M€ | 750 à 1 G€ | 1 à 1,5 G€ | > 1,5 G€ |
|----------------------------------|---------|--------------|------------|------------|----------|
| Marge moyenne - <i>Corporate</i> | 19,6    | 10,2         | 8,1        | 5,9        | 5,8      |

### Par type de contrepartie :

|                                      | Banques | Gérants d'actifs | Corporates | Assureurs | Banques centrales | Courtiers | Autres |
|--------------------------------------|---------|------------------|------------|-----------|-------------------|-----------|--------|
| Nominal traité <i>Govies</i> (M€)    | 516 818 | 8 158            | 283        | 298       | 1 061             | 1 102     | 586    |
| Marge moyenne - <i>Govies</i>        | 0,49    | 1,48             | 5,12       | 9,05      | 1,45              | 0,97      | 2,80   |
| Nominal traité <i>Corporate</i> (M€) | 21 963  | 7 413            | 1 755      | 1 695     | 268               | 631       | 863    |
| Marge moyenne - <i>Corporate</i>     | 7,9     | 17,1             | 9,7        | 20,5      | 6,3               | 16,7      | 21,2   |

## Introduction

Lorsqu'ils traitent sur les marchés, les investisseurs supportent des coûts de négociation qui impactent le rendement de leur investissement.

Sur le marché des actions, ces coûts de négociation sont en général relativement aisés à déterminer : outre les coûts explicites généralement publics (*trading fees* des plateformes, taxes, commissions des brokers, etc.), les investisseurs supportent également des coûts implicites (*spread, price impact*, etc.) dont la détermination, certes plus complexe, est néanmoins facilitée par le grand nombre de données disponibles et leur accessibilité.

Sur les obligations, les coûts sont nettement moins identifiables. Les raisons, multiples, tiennent notamment : à la structure du marché, qui repose moins sur les plateformes que pour les actions ; au poids important des intermédiaires, qui parfois intègrent ces coûts dans le prix de l'instrument sans qu'il soit possible pour leur client de l'isoler ; à la transparence encore limitée des prix pour le public<sup>1</sup> ; et aux obligations réglementaires relatives aux coûts et charges, récemment allégées suite à la crise de la Covid-19<sup>2</sup>. Grâce aux données dont elle dispose, l'AMF a néanmoins pu reconstituer les coûts sur cette classe d'instruments obligataires. Constatant leur grande variabilité selon les types de transaction, elle a souhaité partager ses enseignements, en commençant par les transactions effectuées par les courtiers. En effet, pour cette catégorie d'intermédiaires, la différence de prix est plus facilement interprétable car ne rémunère que l'intermédiation, alors que pour les banques cette différence couvre également le portage et intègre un coût de couverture.

---

<sup>1</sup> A noter que le règlement européen PRIIPs impose notamment aux fonds de publier des informations sur les coûts implicites. A cet effet, l'AFG (Association Française de la Gestion financière) publie chaque mois une table des spreads de cotation afin notamment d'aider ses adhérents.

<sup>2</sup> Allègements introduits par la directive EU 2021/338 du 16/02/21 (*quick fix*).

## I. Objectifs et périmètre de l'étude

### I.1 Objectifs de l'étude

Outre le descriptif méthodologique, cette étude comporte deux parties principales.

- La première, descriptive, **dresse un panorama du marché des courtiers sur les instruments obligataires** en France. Ce panorama comprend notamment la part de marché des différents acteurs et instruments traités.
- La seconde partie, qui constitue le cœur de l'étude, **analyse les niveaux de marges pratiquées par les courtiers**. Les marges observées sur les opérations d'intermédiation sont très variables et dépendent de différents paramètres pris en compte par les courtiers lorsqu'ils négocient les prix face à leurs contreparties. L'étude cherche donc à catégoriser les opérations suivant différents axes afin d'observer l'influence de ces différentes caractéristiques, relatives par exemple à l'instrument traité ou à la nature de la contrepartie, dans l'établissement de ces marges.

### I.2 Périmètre de l'étude

Cette étude s'appuie sur les déclarations de transactions collectées par l'AMF au titre de l'article 26 du règlement MiFIR<sup>3</sup> (cf. annexe 1). Ce *reporting*, dit RDT-TREM (du nom du mécanisme de collecte de ces transactions), porte notamment sur :

- les transactions réalisées par une entreprise d'investissement établie en France (y compris succursales françaises d'entreprises d'investissement étrangères) ;
- les transactions réalisées par une entreprise d'investissement établie en EU sur un instrument sous compétence de l'AMF (au titre du *reporting*).

La période d'analyse retenue pour cette étude correspond aux 12 mois couvrant la période du 1<sup>er</sup> avril 2021 au 31 mars 2022.

Les instruments étudiés comprennent les instruments de dette obligataire standards, à l'exclusion des produits structurés, des « *repos* » et des instruments de dette monétaire. Sauf mention contraire, ils ne se limitent pas aux instruments sous compétence française et comprennent notamment tous les instruments traités par les déclarants français (cf. supra) afin d'avoir une vue plus générale du marché.

Les onze courtiers<sup>4</sup> les plus importants ont été retenus, parmi 88 catégorisés comme tels par l'AMF sur base de jugement d'experts. Ils représentent l'essentiel de l'activité par ce type d'acteurs sur les instruments obligataires en France, soit 98,2 % des nominaux déclarés dans RDT-TREM par l'ensemble des 88 courtiers sur les *Govies*, et 84,9 % sur les *Corporate*.

L'annexe 1 liste l'ensemble des critères précis ayant été retenus pour définir le périmètre des transactions étudiées. Ces transactions, déduites de 650 143 déclarations remplissant les critères sur la période analysée, ont constitué la source de données de cette étude.

---

<sup>3</sup> Règlement (UE) N° 600/2014 du Parlement Européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) no 648/2012.

<sup>4</sup> L'étude regroupe en réalité au niveau de ces courtiers plusieurs entités appartenant au même groupe à des fins de reconstitution plus cohérente et plus précise de leurs opérations. N'ont pas été retenus les courtiers comptant pour moins de 2 % des nominaux déclarés dans RDT-TREM impliquant des courtiers sur les *Corporate bonds*. N'ont pas été aussi retenues les transactions traitées par les courtiers sur les plateformes échangeant principalement des actions (e.g. Euronext, bourses régionales allemandes), celles-ci représentant une part négligeable du volume dans le cas des instruments obligataires.

## I.3 Méthodologie

### I.3.a Activités et modèles de marge correspondant

L'activité des courtiers se partage en deux segments, chacun associé avec un modèle dominant de marge.

- La première activité est celle d'IDB (Inter-Dealer Broker). Elle s'applique entre les contreparties bancaires principalement sur les obligations souveraines. Pour ces opérations, la marge correspond à un taux standard contractuellement prédéfini (appliqué au nominal de la transaction). Ces taux, partagés avec les contreparties, dépendent du type d'instrument, notamment de sa maturité et de son pays d'émission.
- La seconde activité est celle du courtage traditionnel entre tout type de clients institutionnels. Pour ces opérations, les courtiers définissent au cas par cas une marge intégrée dans le prix (différent) à payer par chacune des contreparties de la transaction. La rémunération du courtier provient donc de l'écart de cours ainsi formé (*mark-up*), qui peut varier au cours du temps pour un même instrument et un même nominal, en fonction notamment du client, des conditions de marché, etc. En pratique, cette rémunération n'est généralement pas communiquée au client.

La rémunération des courtiers (incluant le *mark-up* en cas d'écart de cours) est soumise aux dispositions réglementaires *cost & charges*, prévoyant la communication aux clients d'informations *ex ante* et *ex post* sur les coûts et les frais liés à la fourniture du service d'investissement<sup>5</sup>. Toutefois, les clients des courtiers analysés relèvent de la catégorie professionnelle ou de contreparties éligibles. Or, sur le périmètre étudié (service d'investissement de type exécution pour compte propre ou compte de tiers, sur les instruments obligataires), la réglementation autorise les courtiers à convenir avec ces types de client de limiter les informations susceptibles de leur être communiquées. Le contenu et les modalités d'informations sont ainsi définis dans les documents contractuels (*terms and conditions*) liant le courtier et chacun de ses clients, et susceptibles de restreindre sensiblement l'information des coûts et charges délivrée au client.

### I.3.b Calcul des marges

Pour cette étude, la détermination par l'AMF des marges appliquées a été effectuée en reconstituant les opérations des courtiers depuis les déclarations disponibles dans RDT-TREM.

On désignera dans cette section comme opération de courtage le regroupement des transactions liant chacune une contrepartie au courtier (ou « pattes acheteuses », « pattes vendeuses »).

Dans ce but, les transactions de deux côtés du courtier ont été groupées par sélection de l'instrument, du courtier, du nominal cumulé et du *timestamp*, et la marge a ensuite été calculée par simple différence de prix<sup>6</sup> entre les transactions correspondantes des deux côtés. Lorsque les prix déclarés par le courtier étaient identiques à l'achat et à la vente<sup>7</sup>, ont été analysées les déclarations des contreparties afin de tenter d'obtenir le prix réellement payé (avec courtage), et donc une marge.

Au total, une marge non nulle a pu être identifiée sur 37 579 opérations de courtage sur un total de 52 809 opérations de courtages (correspondant à 650 143 lignes de déclarations dans RDT TREM impliquant les courtiers de l'étude), soit pour 71% des opérations de courtage. Cependant, l'analyse montre que les opérations de courtage sur lesquelles la marge a pu être déterminée apparaissent très représentatives de la variété des opérations traitées par les courtiers étudiés (i.e. y compris celles sur lesquelles la marge n'a pas pu être déterminée), compte tenu de la cohérence générale des résultats suivant les différents axes (maturités, montants d'émission et *ratings* des titres).

Enfin, les marges, qui se déduisent de la différence de prix exprimés en pourcentage de nominal, sont elles-mêmes exprimées en pourcentage de nominal. Pour plus de clarté, l'unité retenue est le centième de % (désigné par « centime »). Les marges moyennes en € sont pondérées par le nominal traité sur chaque opération de

<sup>5</sup> Dispositions issues notamment des art. 24.4 et 25.6 de la directive MIF2 (2014/65 du 15/05/2014), complétées par la section 4 du règlement délégué 2017/565 du 25/04/2016

<sup>6</sup> Prix « pied de coupon ».

<sup>7</sup> Essentiellement en IDB sur obligations souveraines.

courtage. Les opérations de courtage dont la marge calculée est nulle n'ont pas été prises en compte dans le calcul des moyennes.

Dans le reste de cette étude, une opération de courtage sera simplement désignée par les termes de d'« opération » ou de « transaction ».

### I.3.c Catégorisation des opérations

Plusieurs critères ont été choisis afin de catégoriser les opérations, critères portant sur les instruments traités et sur les paramètres propres à l'opération. Ces critères permettent de qualifier précisément chaque opération et d'étudier la marge moyenne prise par les courtiers en fonction de chacun de ceux-ci. Les critères de catégorisation des instruments correspondent à :

- 1) la nature de l'émetteur, suivant qu'il soit souverain ou non. Les obligations souveraines sont qualifiées de *Govies*, et les autres de *Corporate*<sup>8</sup>.
- 2) la durée restante jusqu'à l'échéance<sup>9</sup>, qualifiée ici sous le nom de Maturité. Neuf intervalles ont été définis, les seuils ayant été choisis afin de correspondre à des échéances standard d'émission des obligations.
- 3) le montant d'émission de l'obligation<sup>10</sup>. Les seuils choisis sont détaillés dans la partie correspondante.
- 4) le *rating* de l'instrument. Les *ratings* sont séparées en cinq catégories<sup>11</sup>, permettant de distinguer les instruments dits *Investment Grade* (subdivisés en trois catégories), *High Yield* et *Non-rated*. Les *ratings* proviennent des agences *Moody's* et de *Fitch*<sup>12</sup>.
- 5) le statut liquide ou non liquide, tel que déterminé par l'ESMA dans le cadre de la transparence<sup>13</sup>.

Les critères suivants sont propres aux opérations en elles-mêmes et leurs contreparties, et non aux instruments auxquels elles se rapportent :

- 1) le nominal traité lors de l'opération. Les seuils choisis sont détaillés dans la partie correspondante.
- 2) la catégorisation des contreparties en six catégories : *Asset Managers*, *Assureurs*<sup>14</sup>, *Banques*, *Banques centrales*, *Courtiers* et *Corporate*.

---

<sup>8</sup> Le terme *Corporate* s'entend ici au sens large et intègre également les obligations émises par les sociétés financières (banques, assurances, etc.). Voir l'annexe 2 pour le détail des critères utilisés.

<sup>9</sup> *Time To Maturity*.

<sup>10</sup> I.e. hors réabondement/rachat partiel (la base des instruments FIRDS utilisée ne disposant pas de l'information « encours actuel » / « *outstanding amount* »).

<sup>11</sup> L'annexe 2 comprend le détail des correspondances.

<sup>12</sup> Le moins bon des deux ratings prévaut dans les rares cas où ils diffèrent.

<sup>13</sup> Cf. Règlement délégué EU 2017/583 du 14/07/2016

<sup>14</sup> Le terme « Assureurs » regroupe ici les assureurs à proprement parler, les mutuelles et les caisses de retraite.

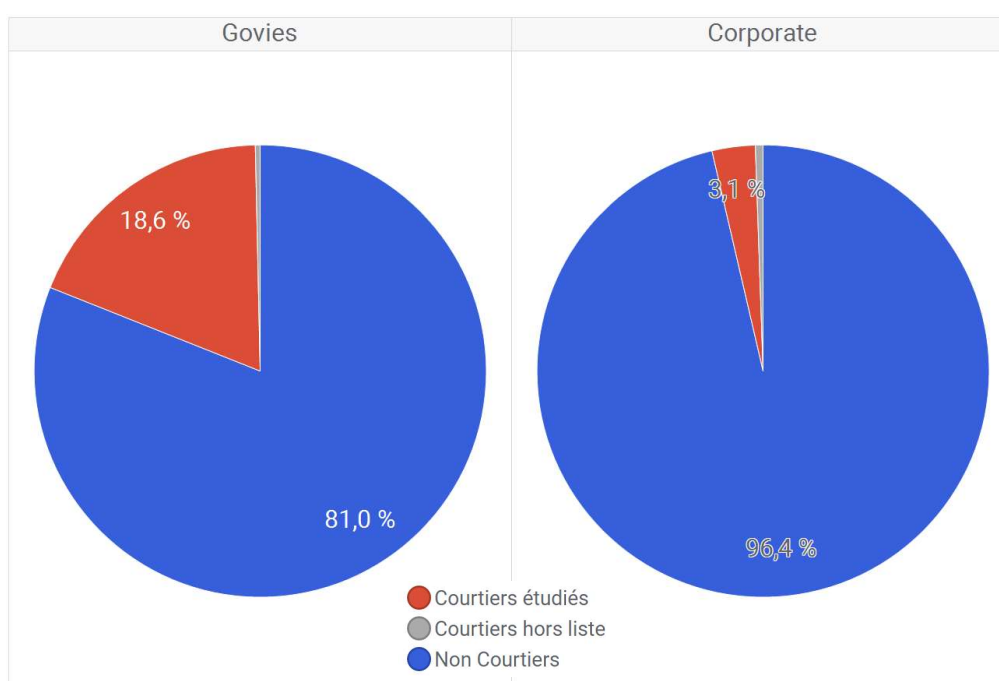
## II. Poids des courtiers dans les échanges

Les chiffres présentés dans cette partie sont calculés sur les instruments sous autorité française uniquement afin d'assurer l'exhaustivité des transactions sur le périmètre (soit 2,5 millions de déclarations RDT-TREM sur 10,4 millions de déclarations ayant les critères de CFI définis en annexe 1, sur la période considérée). Le marché obligataire s'entend ici dans sa globalité, c'est-à-dire marché primaire et secondaire confondus.

Les 11 courtiers ici étudiés comptent pour 18,6 % du nominal traité total sur les *Govies*, soit une part substantielle du marché (qui monte à 19,0 % en incluant les autres courtiers). En revanche, leur part de marché est plus faible sur les *Corporate*, sur lesquels les courtiers étudiés ici ne comptent que 3,1 % des nominaux déclarés (3,6 % en incluant tous les courtiers). Il est à noter que ces estimations de parts de marché sont structurellement minorées par la prise en compte, dans le total de ces déclarations, des émissions primaires où les courtiers ne sont pas actifs<sup>15</sup>.

Outre les courtiers, les autres acteurs du marché regroupent les établissements de crédit, banques centrales, gérants d'actifs, assureurs, *Corporate* (investisseurs ou émetteurs) entre autres.

**Part de nominal traité par les courtiers sur le marché obligataire - graphique 1**



Ces 11 courtiers sont tous européens (par construction du périmètre de données analysées). 9 ont été agréés et sont régulés par l'AMF. Sur ces 9 courtiers, 3 sont filiales de groupes étrangers (deux américains).

Le marché courtiers sur les *Govies* est très concentré. Il est dominé par un faible nombre d'acteurs : 3 courtiers concentrent 95% du marché.

Le marché courtiers sur les *Corporate* est un peu plus ouvert (il faut 6 acteurs pour atteindre 75% du volume).

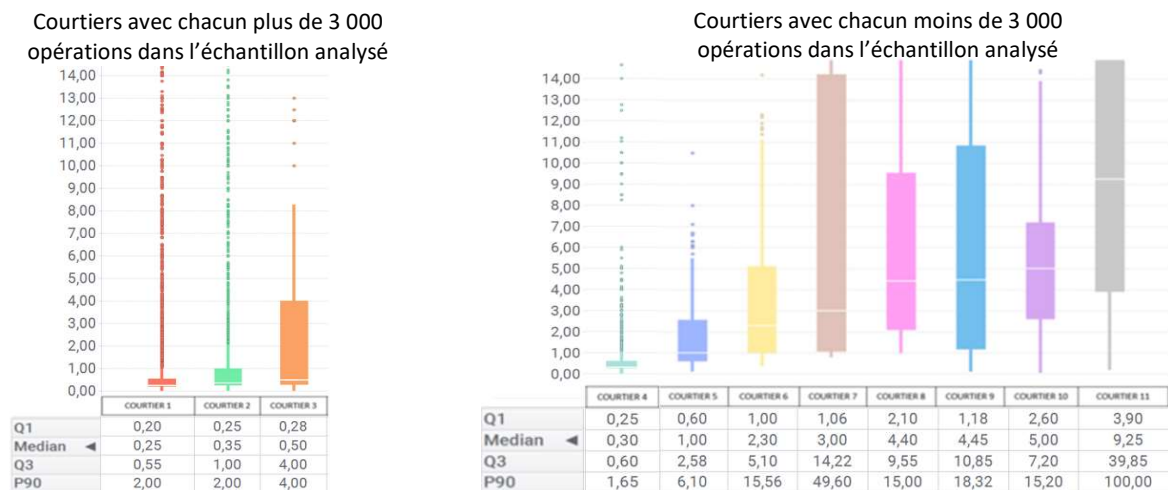
<sup>15</sup> Hormis sur le marché gris.

### III. Résultats : marges observées

#### III.1 Répartition des marges par courtier

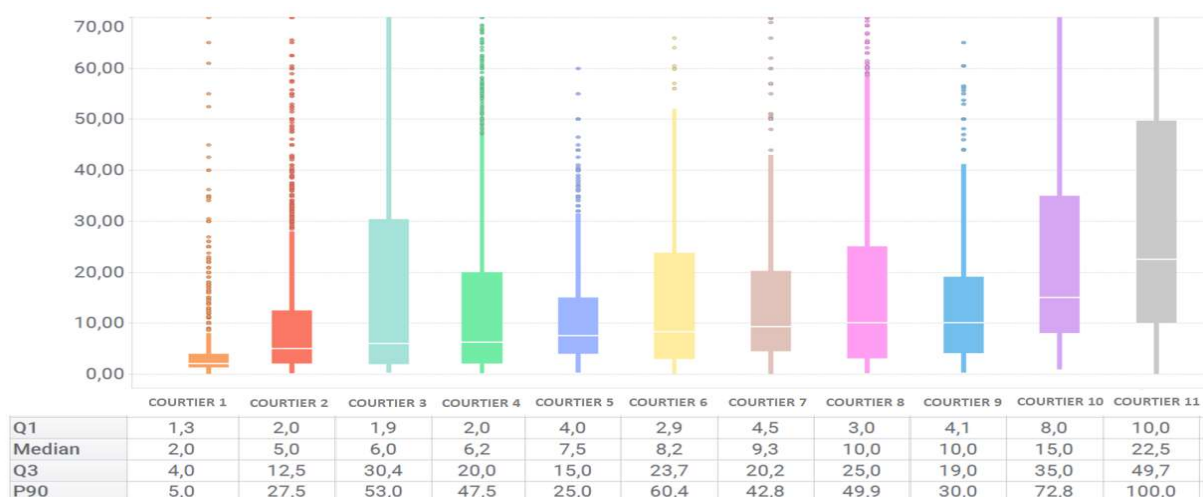
Dans un premier temps, est présentée la distribution des marges de chacun des courtiers, pour les deux types d'émetteurs : *Govies* et *Corporate*. Ces marges dépendent aussi des différents critères qui sont étudiés individuellement dans les parties suivantes, ce qui explique leur variabilité.

**Distribution des marges par courtier (*Govies* uniquement) - graphique 2**



**Note :** Les courtiers (anonymisés) sont classés dans l'ordre de leur taux de marge médiane (2ème ligne du tableau) dans chacun des 2 blocs. Le graphique est présenté sous forme de *box plot* : pour chaque courtier, la ligne blanche centrale représente la médiane, le rectangle principal contient les deux quarts les plus proches des transactions au-dessus et en dessous de la médiane. Exemple : pour le courtier #10, le bas du rectangle correspond à son premier quartile (Q1), à 2,6 centimes, et le haut à son troisième quartile, à 7,2 centimes. P90 correspond au 90<sup>ème</sup> centile.

**Distribution des marges par courtier (*Corporate* uniquement) – graphique 3**



**Note :** un même numéro de courtier n'identifie pas le même acteur entre les deux graphiques *Govies* (graphique 2) et *Corporate* (graphique 3).

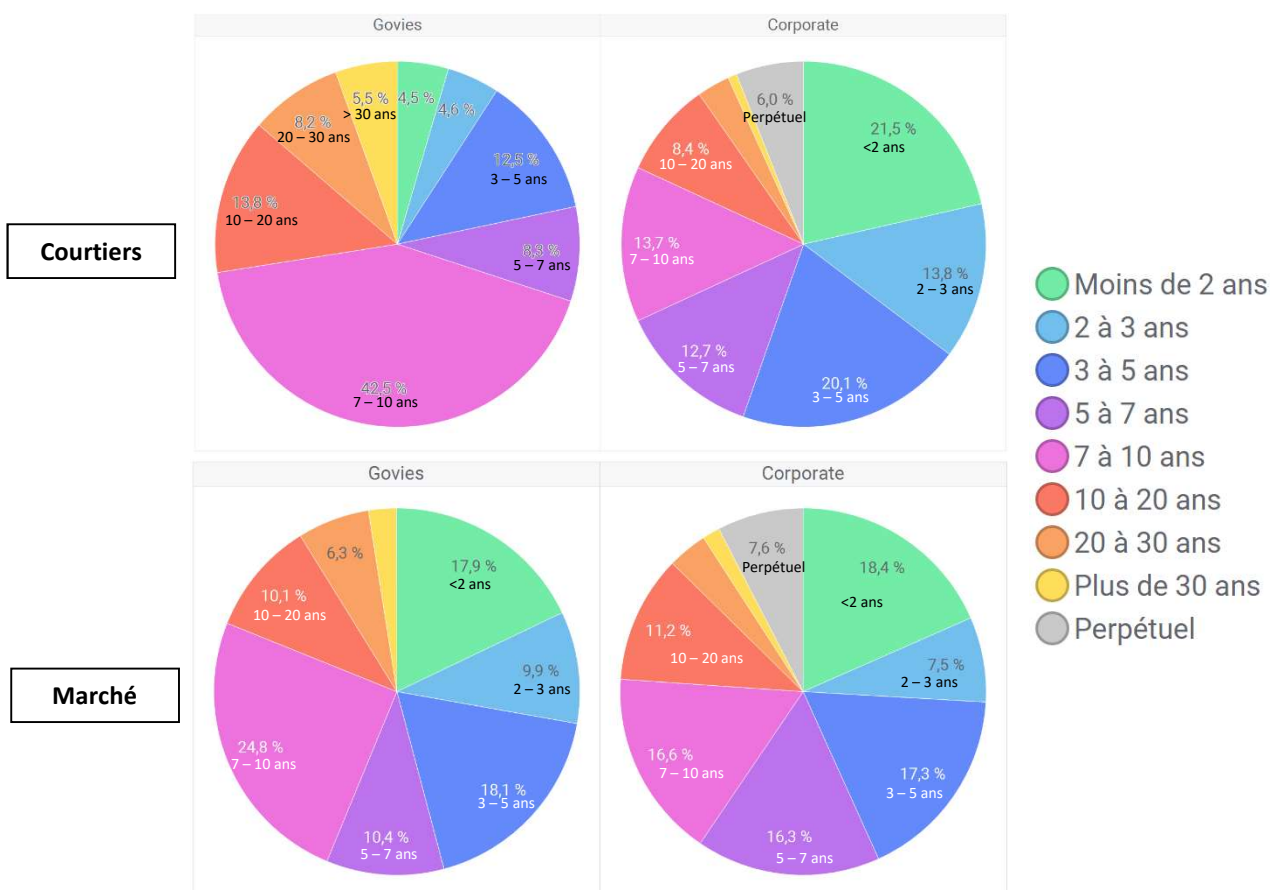
### III.2 Marges suivant la maturité

Parmi les *Govies*, les maturités inférieures à 5 ans ne représentent que 21,6 % du nominal traité par les courtiers, les maturités de 7 à 10 ans étant de loin les plus traitées avec 42,5 % du nominal. De fait, ces maturités 7 à 10 ans correspondent en grande partie au gisement des obligations livrables du contrat *future* OAT 10 ans (maturité comprise entre 8,5 et 10,5 ans). Les courtiers traitent sensiblement moins les maturités les plus longues avec 27,5 % pour les maturités supérieures à 10 ans. Il est à noter qu'aucune obligation perpétuelle parmi les *Govies* n'existe dans notre périmètre d'étude.

Au contraire, parmi les *Corporate*, les maturités les plus courtes (moins de 5 ans) sont les plus traitées par les courtiers, comptant pour plus de la moitié des nominaux (55,3 %), là où les maturités supérieures à 10 ans ne représentent que 18,1 %<sup>16</sup> des montants qu'ils traitent.

En comparaison du marché, sur les *Govies*, les courtiers traitent plus les maturités 7-10 ans qui sont des titres liquides. Ceci va dans le sens du rôle IDB des courtiers sur les *Govies*, qui repose sur les flux de titres très liquides (cf. III.6). Ils sont en revanche relativement proches du marché sur le champ des maturités traitées sur les *Corporate*.

Répartition des nominaux traités par maturité – graphique 4

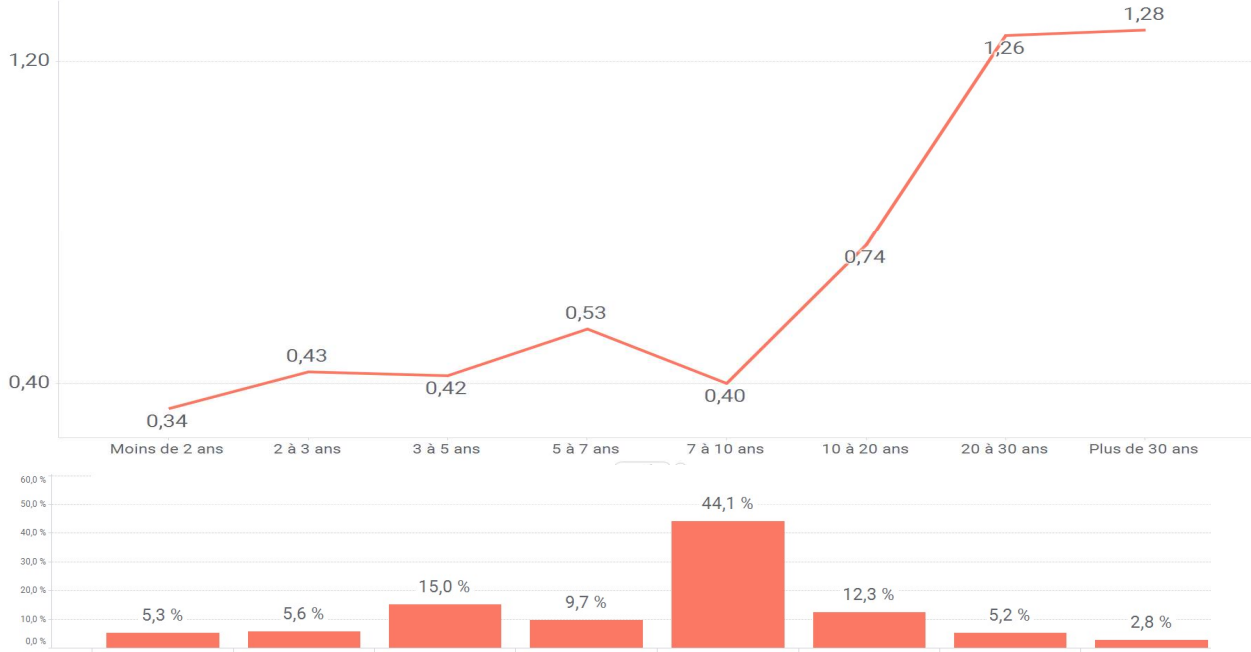


Les graphiques suivants présentent les marges moyennes observées pour chaque catégorie de maturité, en rappelant les parts de chacune.

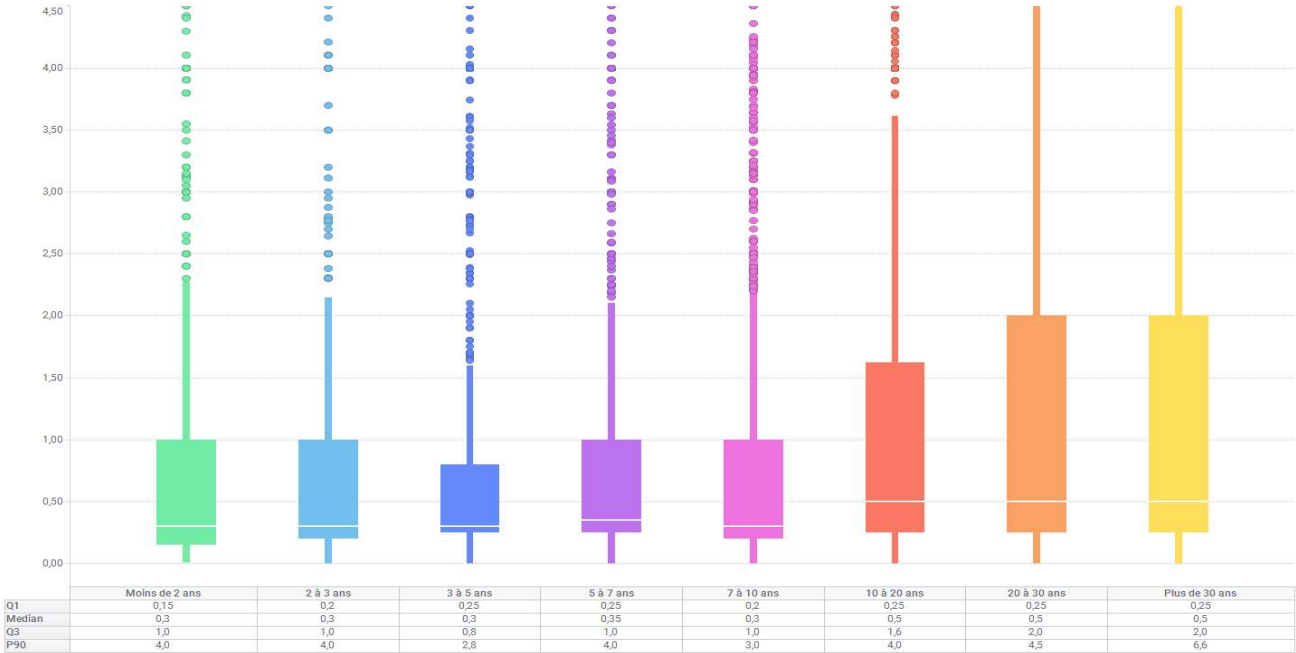
<sup>16</sup> 20 – 30 ans : 2,9 % ; plus de 30 ans : 0,8 %

Pour les Govies (graphique 5), les marges moyennes pratiquées varient de 0,34 centime pour les maturités les plus courtes à 1,28 centime pour les maturités les plus longues. Les marges sont relativement proches sur les maturités inférieures à 10 ans et grimpent une fois cette maturité passée. Les instruments de maturité 7-10 ans voient des marges légèrement plus faibles que les maturités 5-7 ans, ce qui s'explique potentiellement par une meilleure liquidité et par une proportion de dette française plus élevée que pour les autres maturités.

**Marges moyennes par maturité (Govies) – graphique 5**  
et poids<sup>17</sup> de chaque catégorie dans l'échantillon



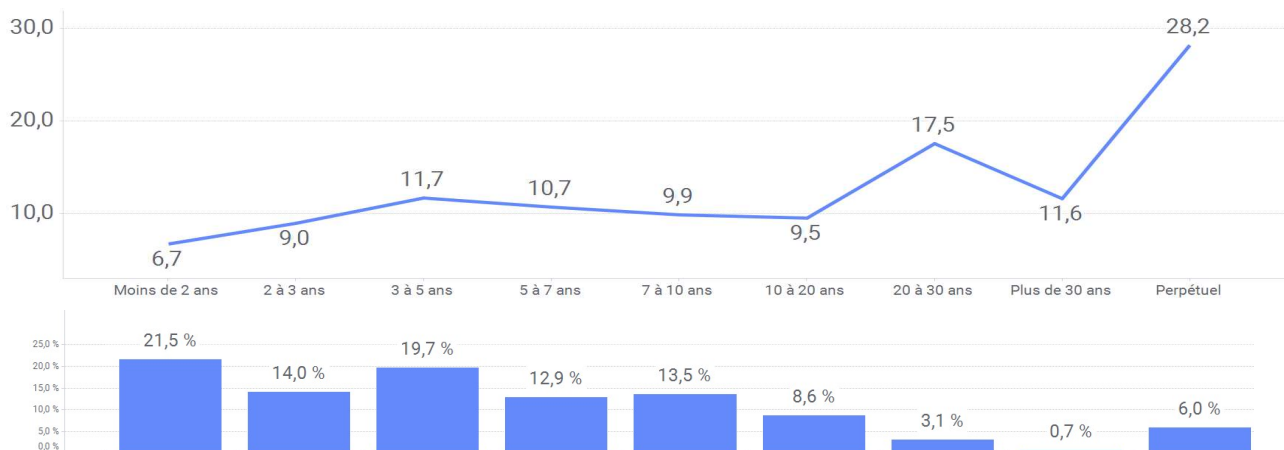
**Box plot – graphique 6**



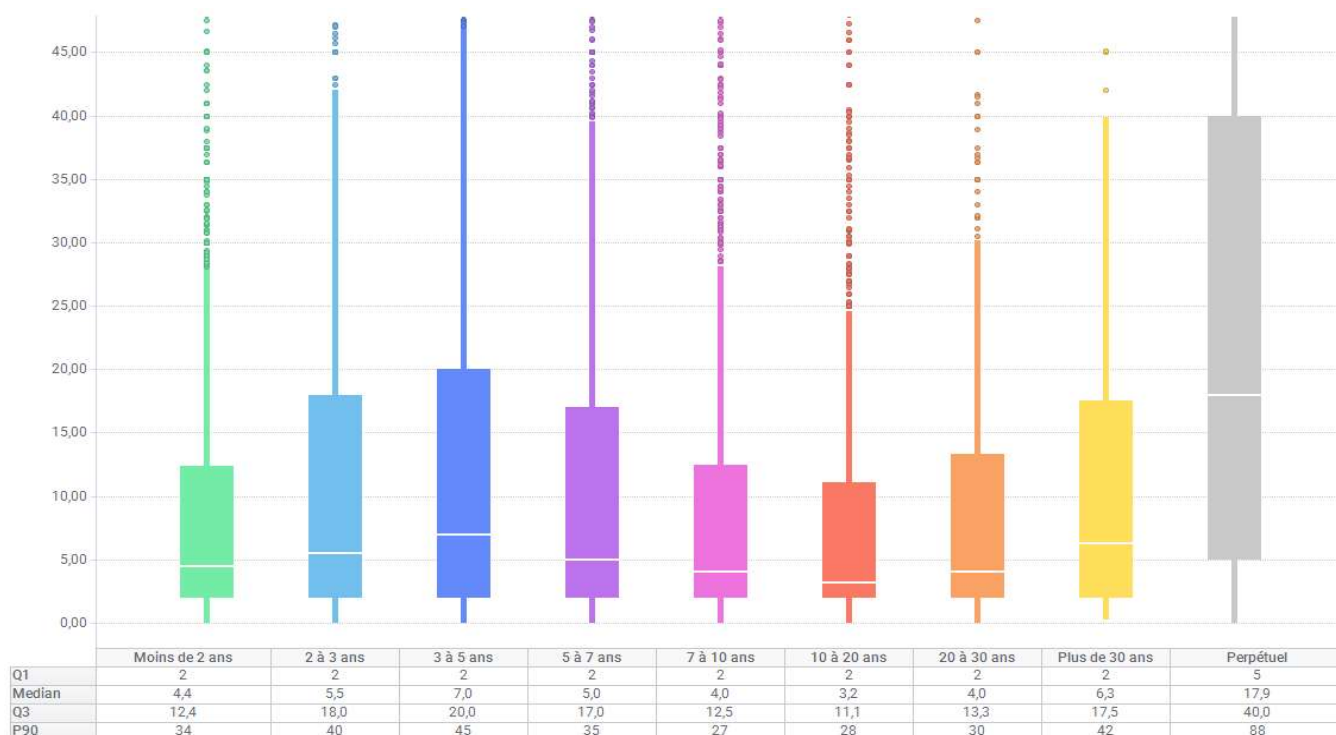
<sup>17</sup> Calculé uniquement sur la base des marges positives.

Pour les *Corporate* (graphique 7), les marges pratiquées sont plus faibles sur les courtes maturités, avec 6,7 centimes sur les 0-2 ans, puis s'inscrivent dans une fenêtre de 9 à 12 centimes pour toutes les autres maturités inférieures à 20 ans, avec des marges plus élevées pour les maturités 20-30 ans (17,5 centimes) et surtout sur les obligations perpétuelles (28,2 centimes). La baisse du niveau de marges moyennes observées sur les maturités supérieures à 30 ans peut interpeller, mais cela est peu significatif du fait du très faible nominal traité sur ces instruments.

**Marges moyennes par maturité (Corporate) – graphique 7**  
et poids de chaque catégorie dans l'échantillon



**Box plot – graphique 8**



### III.3 Marges suivant le rating

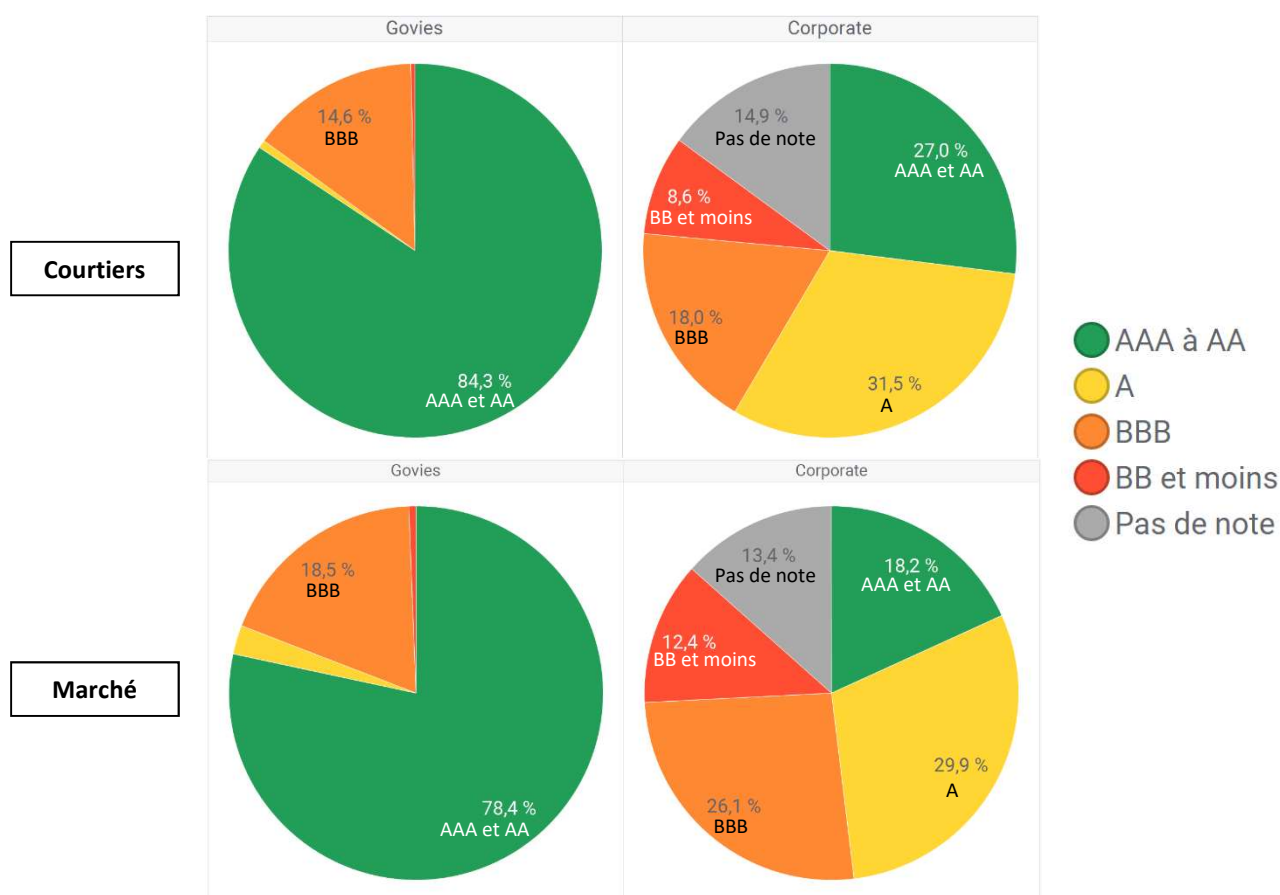
La distribution des *ratings*<sup>18</sup> est présentée ci-dessous (graphique 9) en nominal traité sur chaque catégorie de *rating*.

Pour les *Govies*, tous les instruments sont notés, et la majorité du nominal (84,3 %) est traitée sur la meilleure catégorie de *rating* (AAA à AA), qui contient notamment tous les instruments de dette française. 14,8 % l'est sur des instruments notés BBB (titres souverains italiens BTP, entre autres) et les instruments notés A (0,7 %) ou BB et moins (0,4 %) sont très minoritaires dans le nominal total.

Pour les *Corporate*, ceux bénéficiant d'un meilleur *rating* restent les plus traités, avec 27,0 % du nominal pour les titres de catégories AAA et AA, et 31,5% du nominal pour les titres de catégorie A. Les instruments moins bien notés sont bien plus présents que sur les *Govies*, avec 18,0 % pour les instruments de catégorie BBB et 8,6 % pour les instruments de catégorie BB ou plus faible. La proportion traitée sur des instruments dont le *rating* n'est pas disponible est de 15,0 %.

Les courtiers sont très proches du marché en termes de *ratings* traités, tant sur les *Govies* que sur les *Corporate*.

Répartition du nominal traité par catégorie de *rating* – graphique 9

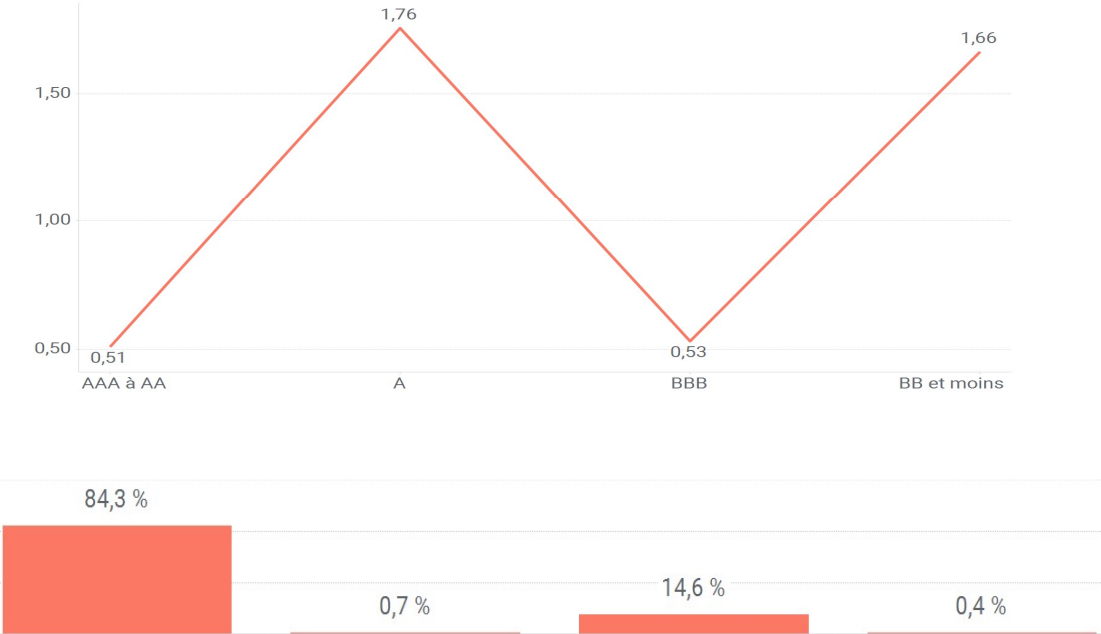


Les graphiques suivants présentent les marges moyennes observées pour chaque catégorie de *ratings*, en rappelant les parts de chacune.

<sup>18</sup> Voir annexe 2 pour la correspondance des ratings.

Pour les *Govies* (graphique 10), la marge moyenne sur les instruments les mieux notés est de 0,51 centime et très légèrement supérieure pour les triple B. Elle monte substantiellement à 1,66 centime pour les titres les moins bien notés et à 1,76 centime pour les instruments notés A, mais ces valeurs - particulièrement surprenante pour la dernière - sont peu significatives au vu du nominal très marginal du périmètre étudié.

**Marges moyennes par rating (*Govies*) – graphique 10**  
 et poids de chaque catégorie dans l'échantillon



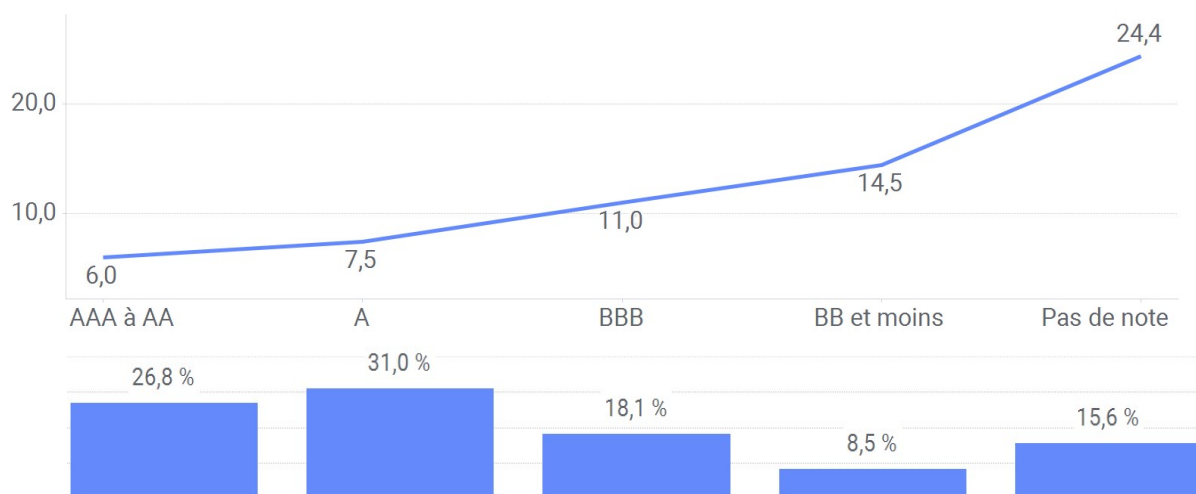
**Box Plot – graphique 11**



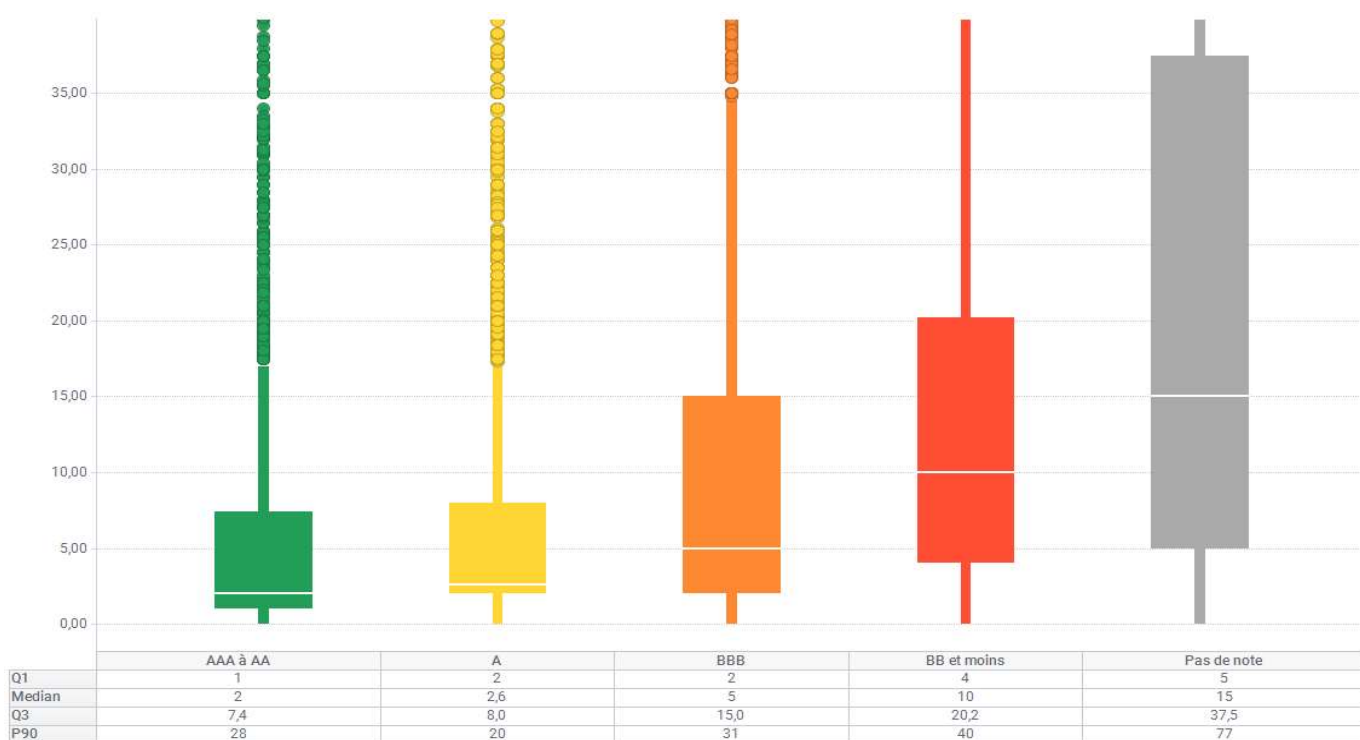
Les marges sur les *Corporate* (graphique 12) sont environ dix fois supérieures pour des *ratings* similaires. Ainsi, la marge moyenne sur les instruments les mieux notés est de 6,0 centimes, puis est croissante avec 7,5 centimes sur les instruments ayant un *rating* A, 11,0 centimes sur les instruments de catégorie BBB et 14,5 centimes sur les instruments les moins bien notés. Les marges sont les plus élevées sur les instruments dont aucun *rating* n'est disponible, à 24,4 centimes en moyenne.

### Marges moyennes par *rating* (*Corporate*) – graphique 12

et poids de chaque catégorie dans l'échantillon



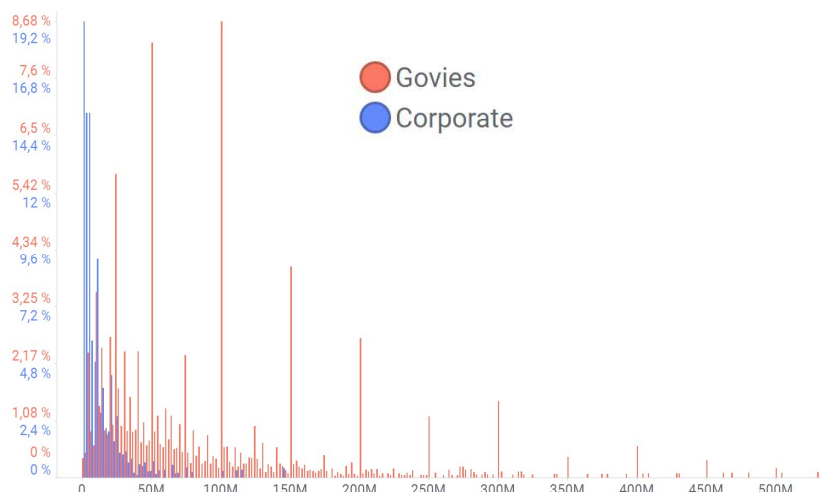
### Box plot – graphique 13



### III.4 Marges suivant la taille de la transaction

Les tailles moyennes de transaction sont très différentes suivant que ces opérations concernent des *Govies* ou non. Le graphique suivant (graphique 14), présentant la distribution des nominaux échangés selon la taille de transaction, montre que les nominaux unitaires traités sur les *Corporate* sont très inférieurs à ceux traités sur les *Govies*. Ainsi, le tableau de droite ci-après, présentant cinq quantiles de nominaux se rapprochant chacun au mieux de 20 % du nominal traité, montre que 80 % des nominaux sur les *Corporate* sont traités sur des opérations de moins de 20 millions, là où ces dernières en représentent moins de 20 % sur les *Govies*. Les différents seuils de distribution indiquent que les montants traités sur les *Govies* sont environ dix fois supérieurs.

Distributions de nominaux des opérations<sup>19</sup> - graphique 14



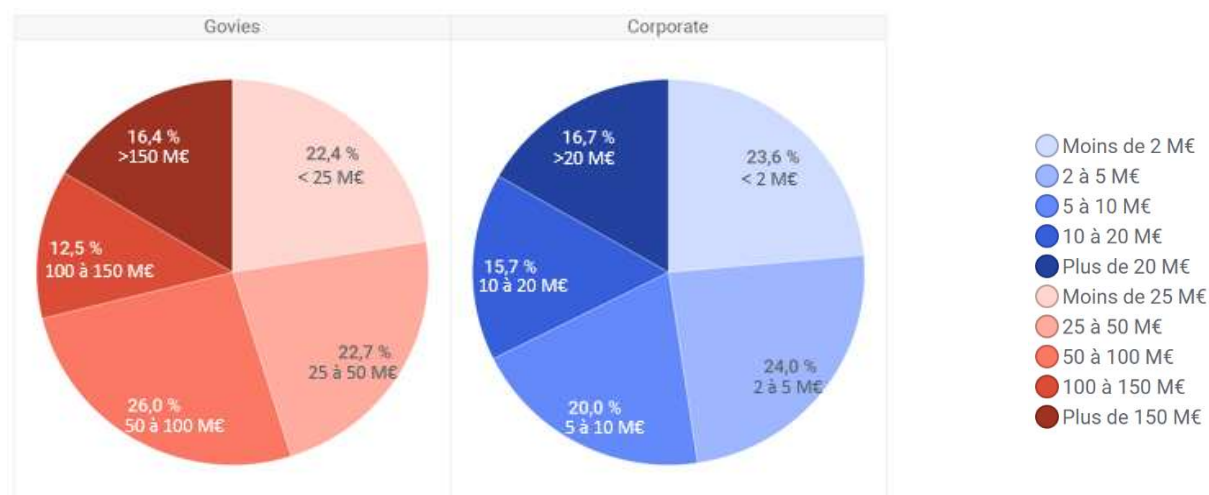
| Quantile       | Seuil ( <i>Govies</i> ) |
|----------------|-------------------------|
| 20 %           | 25 M€                   |
| 40 %           | 50 M€                   |
| <b>Médiane</b> | <b>60 M€</b>            |
| 60 %           | 85 M€                   |
| 80 %           | 150 M€                  |

| Quantile       | Seuil ( <i>Corporate</i> ) |
|----------------|----------------------------|
| 20 %           | 2 M€                       |
| 40 %           | 5 M€                       |
| <b>Médiane</b> | <b>6 M€</b>                |
| 60 %           | 9,5 M€                     |
| 80 %           | 19,8 M€                    |

**Note :** l'axe des ordonnées correspond au pourcentage de nominal traité dans chaque catégorie.

Ces observations préliminaires ont donc amené à choisir des seuils différents pour les deux types d'instruments. Seulement, de nombreuses opérations correspondent exactement à un seuil dans chacun des cas<sup>20</sup>, et empêchent une distribution exacte en cinq suivant les seuils présentés. Les seuils retenus pour former 5 groupes d'opérations ont aussi été arrondis, afin d'être proches des quantiles, tout en ayant un sens pour le lecteur. Ceux-ci, et les parts qu'ils représentent, sont indiqués dans les graphiques suivants.

Répartition du nominal traité par taille de transaction – graphique 15



<sup>19</sup> Par tranches de 2 millions.

<sup>20</sup> Notamment un grand nombre d'opérations portant sur 2 millions ou 5 millions de nominal pour les Corporate, et 25 millions ou 50 millions de nominal pour les Govies.

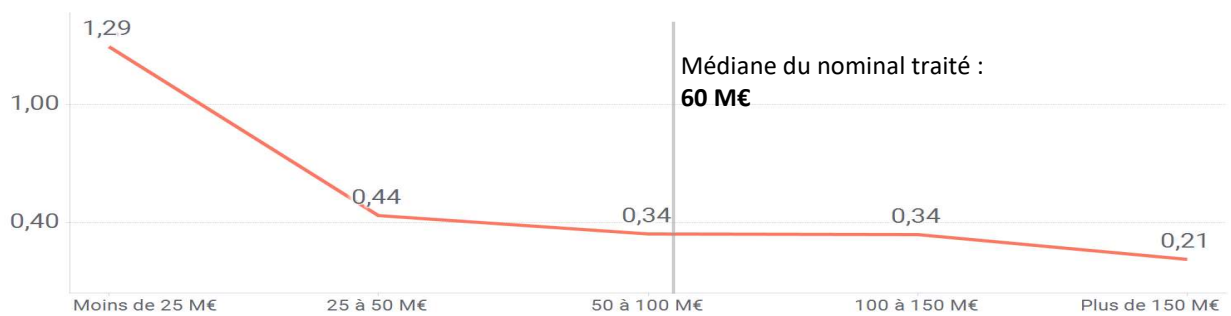
A titre de comparaison, l'ESMA a déterminé dans le cadre de ses calculs de transparence annuels<sup>21</sup> les quantiles suivants sur l'ensemble des transactions concernant des obligations. La taille des opérations des courtiers étudiées ici est donc bien supérieure aux tailles moyennes sur le marché<sup>22</sup>.

| Seuil | Govies | Corporate |
|-------|--------|-----------|
| 50%   | 2 M€   | 700 k€    |
| 80%   | 6,5 M€ | 2 M€      |

Les marges moyennes sont ainsi décrites suivant les seuils présentés ci-dessus (graphique 15). Dans les deux cas, des taux de marges décroissants sont observés pour des nominaux traités croissants.

Ainsi, sur les Govies (graphique 16), la marge moyenne est de loin plus élevée sur les opérations traitant sur les montants les plus faibles, à 1,29 centime ; elle est divisée par trois pour atteindre 0,44 centime pour les opérations concernant des montants de 25 à 50 millions d'euros, puis descend à 0,34 centime pour toutes les opérations dont le nominal est compris entre 50 et 150 millions d'euros. La marge moyenne est la plus faible, à 0,21 centime sur les opérations traitant sur plus de 150 millions d'euros.

**Marges moyennes par nominal traité (Govies) – graphique 16**



**Box plot – graphique 17**

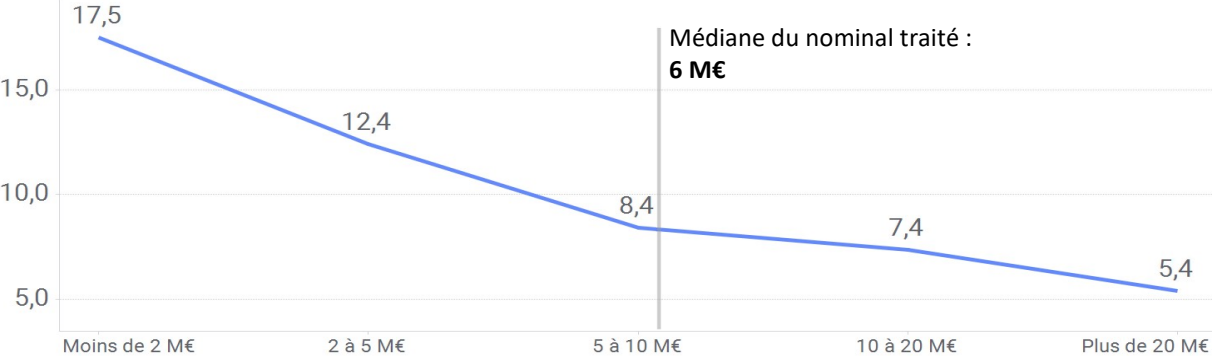


<sup>21</sup> Source : sur la base des données collectées régulièrement par l'ESMA auprès des plateformes et des APA (Approved Publication Arrangements, ou organismes approuvés de publication pour les transactions OTC).

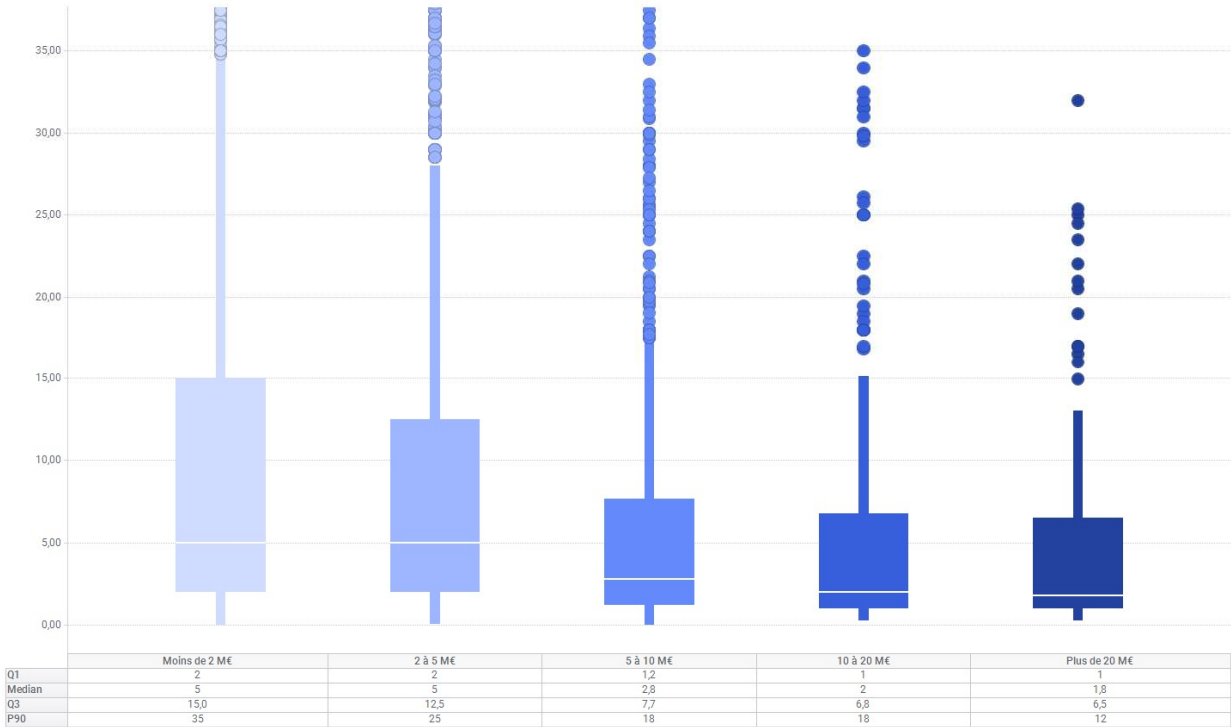
<sup>22</sup> Pour rappel, nous avons exclu de notre étude les transactions *retail* traitées en bourse (Euronext, bourses allemandes...)

La marge moyenne sur les *Corporate* (graphique 18) est de 17,5 centimes sur les opérations concernant moins de 2 millions d’euros, descend à 12,4 centimes sur des montants traités compris entre 2 et 5 millions, à 8,4 centimes sur des opérations de nominal compris entre 5 et 10 millions, puis à 7,4 centimes et 5,4 centimes respectivement sur les opérations traitant sur 10 à 20 millions et sur plus de 20 millions d’euros.

Marges moyennes par nominal traité (*Corporate*) – graphique 18



Box plot – graphique 19

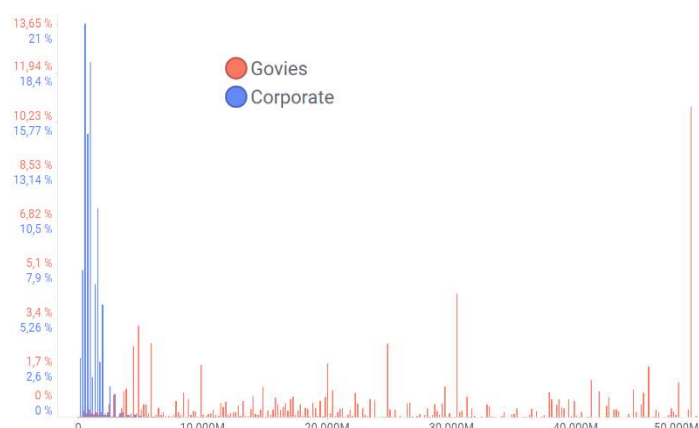


### III.5 Marges suivant le montant d'émission

Le graphique et le tableau ci-dessous (graphique 20), semblables à ceux en fonction de la taille de transaction, amènent à des conclusions similaires. Ainsi, les montants d'émission des *Corporate* traités se situent principalement entre 500 millions et 1,5 milliard d'euros avec une médiane à un milliard, là où ceux des *Govies* se situent en grande partie entre 10 milliards et 50 milliards d'euros, avec une médiane à 30 milliards. Les seuils de distribution sont ainsi vingt à quarante fois supérieurs sur les *Govies*.

De la même façon que pour les nominaux traités, des seuils proches de ceux définissant cinq quantiles égaux ont été choisis, en arrondissant ces derniers pour être plus significatifs. Ils sont présentés dans le graphique de la page suivante.

Distributions des montants d'émission<sup>23</sup> - graphique 20



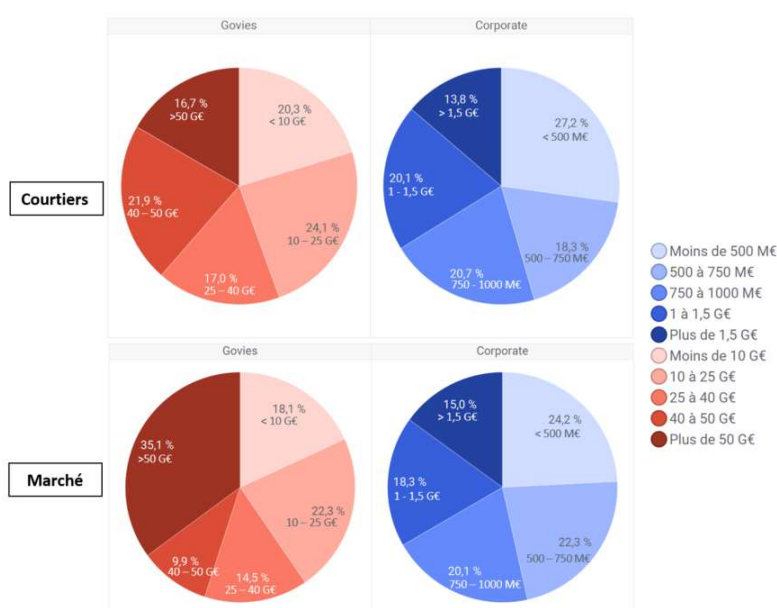
| Quantile       | Seuil ( <i>Govies</i> ) |
|----------------|-------------------------|
| 20 %           | 10 G€                   |
| 40 %           | 22,5 G€                 |
| <b>Médiane</b> | <b>30,5 G€</b>          |
| 60 %           | 39,2 G€                 |
| 80 %           | 49,2 G€                 |

| Quantile       | Seuil ( <i>Corporate</i> ) |
|----------------|----------------------------|
| 20 %           | 500 M€                     |
| 40 %           | 750 M€                     |
| <b>Médiane</b> | <b>1 G€</b>                |
| 60 %           | 1 G€                       |
| 80 %           | 1,5 G€                     |

**Note :** l'axe des ordonnées correspond au pourcentage de nominal traité dans chaque catégorie.

Comparativement au marché (graphique 21), les courtiers traitent relativement les mêmes proportions de montants d'émission. La différence majeure provient de la proportion bien plus élevée de montants d'émission supérieurs à 50 milliards d'€ traités par le reste du marché. Ceci est dû aux titres de dette US traités par les banques mais très peu par les courtiers de notre étude.

Répartition du nominal traité par montant d'émission – graphique 21



<sup>23</sup> Par tranches de 200 millions.

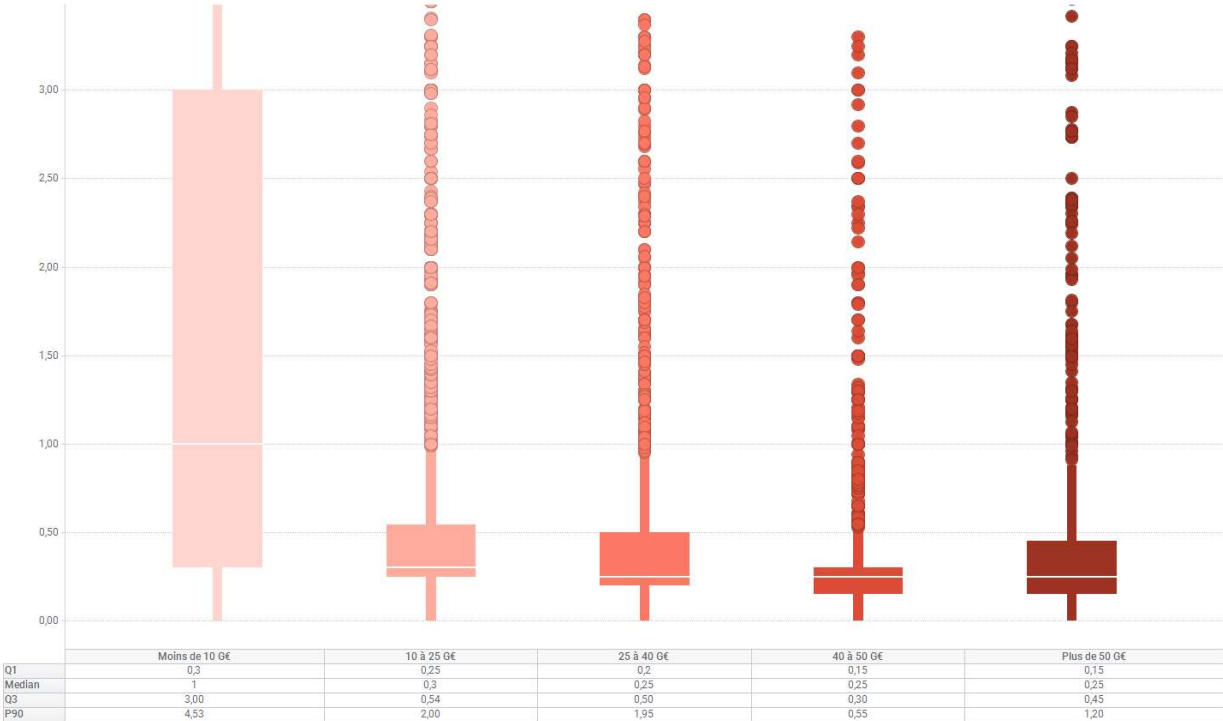
Les marges moyennes sont ainsi présentées suivant ces seuils. Dans les deux cas, des marges décroissantes sont observées pour des montants d'émission croissants.

Ainsi, pour les *Govies* (graphique 22), les marges moyennes sont de 1,04 centime sur les instruments dont le montant d'émission est inférieur à 10 milliards d'euros, descendent à un palier à 0,49 centime sur les montants d'émission compris entre 10 et 40 milliards, puis sont en moyenne à 0,31 centime pour tous les montants d'émission supérieurs à 40 milliards.

**Marges moyennes par montant d'émission (*Govies*) – graphique 22**

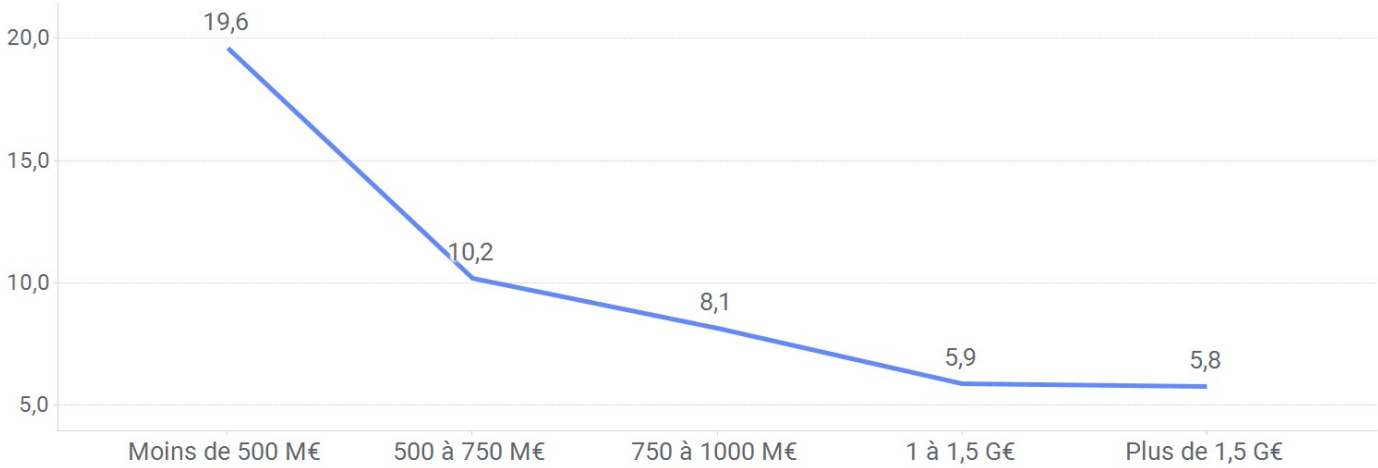


**Box plot – graphique 23**

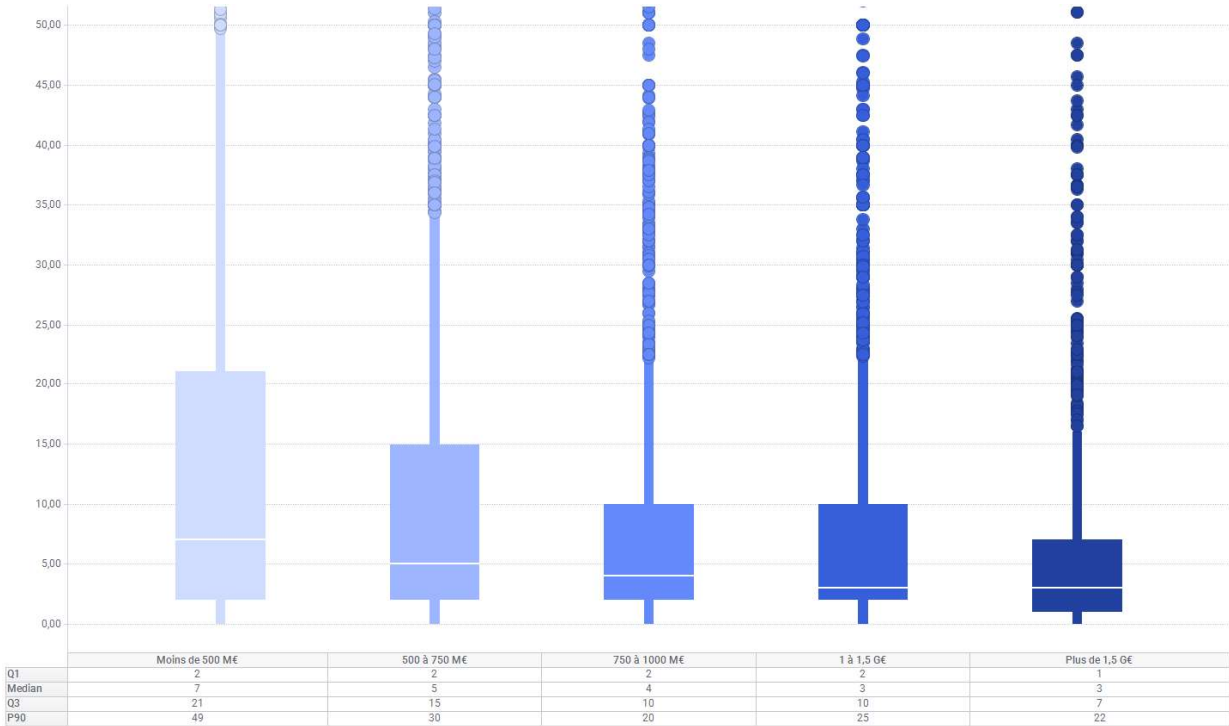


La courbe des marges sur les *Corporate* (graphique 24) a un profil relativement similaire, avec une marge moyenne élevée à 19,6 centimes sur les plus faibles montants d'émission, i.e. inférieurs à 500 millions d'euros, qui descend à 10,2 centimes sur les montants d'émission compris entre 500 millions et 750 millions, à 8,1 centimes sur les montants d'émission compris entre 750 millions et 1 milliard, et reste légèrement en dessous de 6 centimes sur tous les montants d'émission supérieurs à 1 milliard d'euros.

**Marges moyennes par montant d'émission (*Corporate*) – graphique 24**



**Box plot – graphique 25**



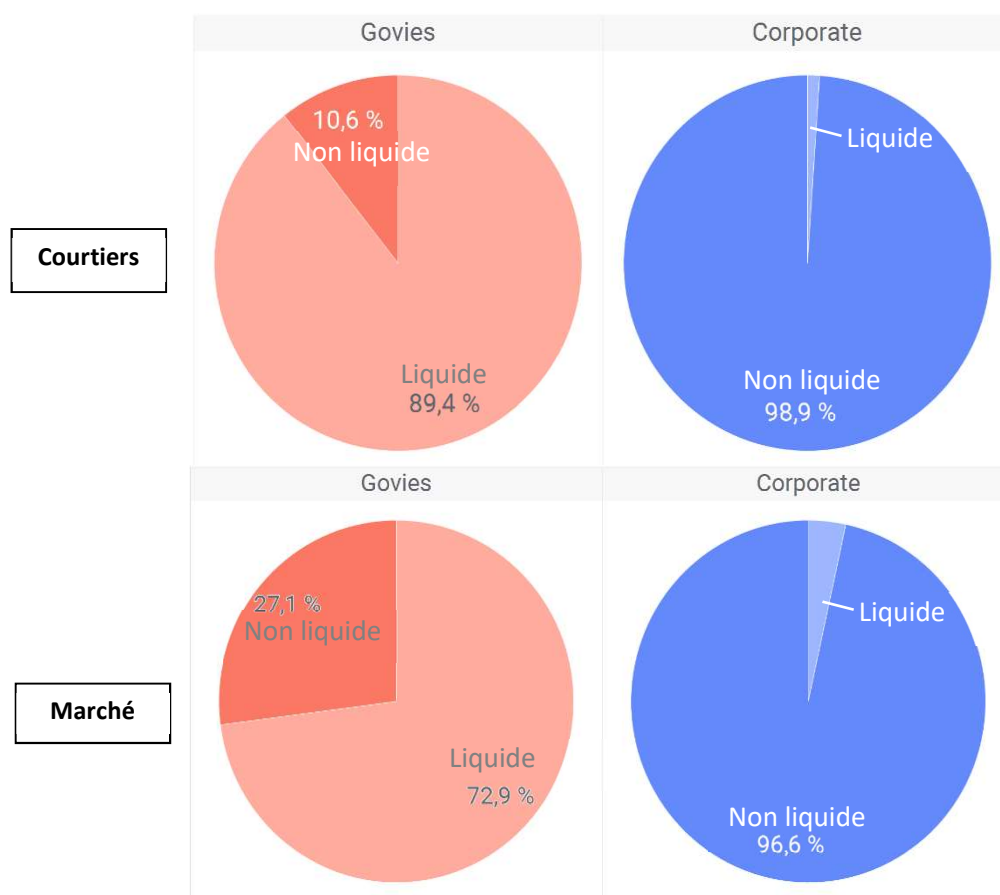
### III.6 Marges suivant la liquidité

Le statut de liquidité utilisé dans cette partie correspond à la liquidité au sens de MIF2. Ce statut, déterminé par l'ESMA dans le cadre des calculs de transparence trimestriels, repose<sup>24</sup> notamment sur le nombre moyen de transactions et le pourcentage de jours où l'obligation a traité au cours de la période. Il a été choisi de prendre le statut de liquidité calculé sur la période durant laquelle est effectuée l'opération, et non la précédente comme il est pourtant utilisé dans le cadre de la transparence MIF2<sup>25</sup>. Ainsi ce sont les conditions de liquidité qui prévalent au moment de la transaction qui sont bien prises en compte.

La grande majorité du nominal traité sur les *Govies* l'est sur des titres liquides, à 89,4 %. Au contraire, 98,9 % du nominal est traité sur des titres non liquides (au sens MIF2) parmi les *Corporate* (graphique 26)

Sur *Govies*, les courtiers traitent une proportion de titres liquides plus importante que le reste du marché. Ceci correspond à leur activité IDB, une activité de flux pour laquelle les échanges entre grandes banques s'effectuent sur les titres les plus liquides. Sur les *Corporate*, les courtiers, notamment à la voix, sont généralement sollicités pour traiter des titres moins liquides, ce qui s'observe ici avec une portion de titres non liquide au sens de MIF2 légèrement supérieure que sur le marché, partant d'une proportion déjà très élevée.

Répartition du nominal traité par liquidité – graphique 26



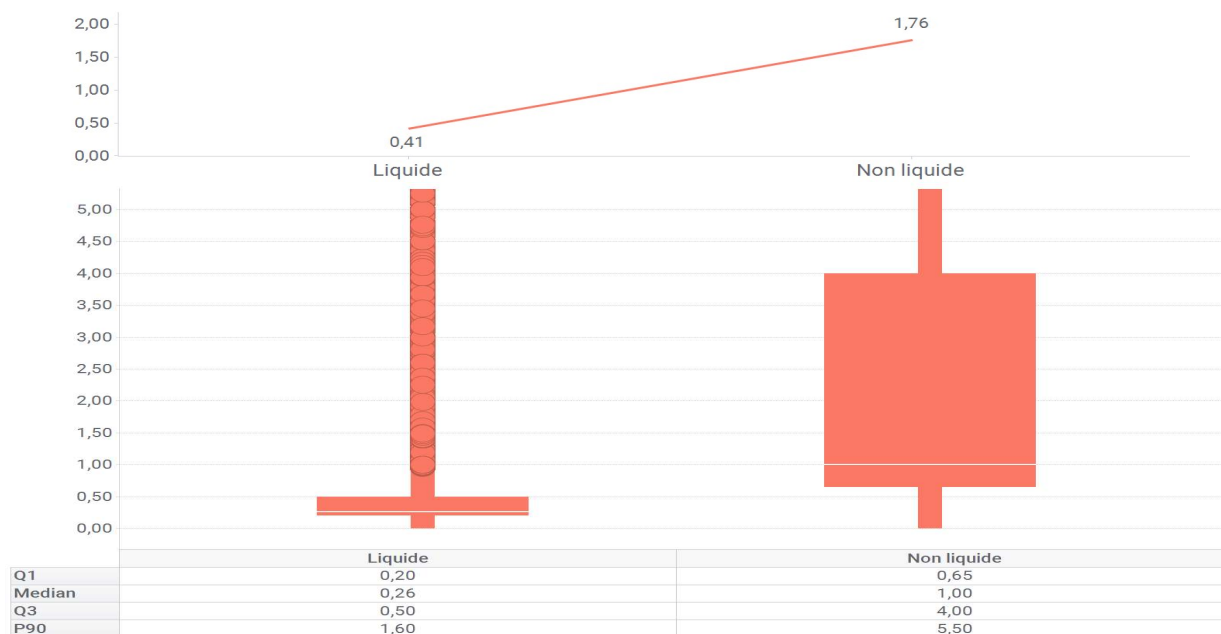
<sup>24</sup> Cf. Règlement délégué EU 2017/583 du 14/07/2016.

<sup>25</sup> Les calculs de transparence établissant le statut liquide ou non d'un instrument s'effectuent a posteriori et sont applicables sur le trimestre suivant.

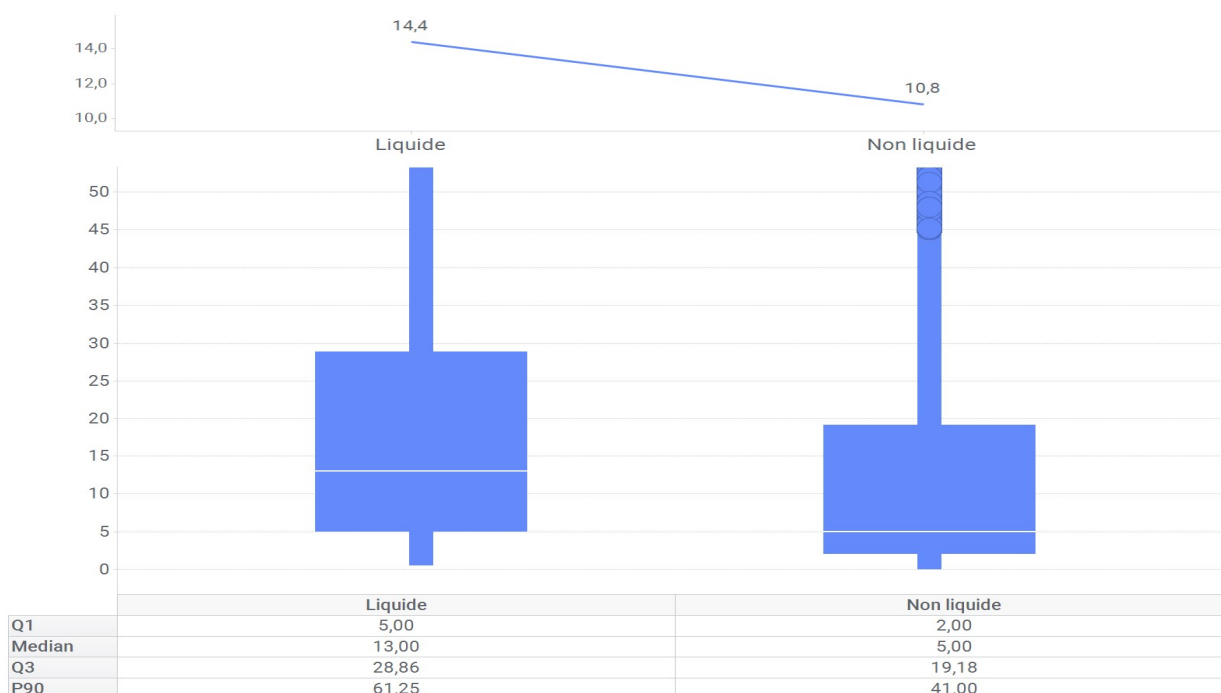
La marge moyenne sur les *Govies* (graphique 27) est plus de quatre fois supérieure sur les titres non liquides (1,76 centime) par rapport aux titres liquides (0,41 centime).

Moins intuitivement, la marge moyenne sur les *Corporate* (graphique 28) est plus élevée, à 14,4 centimes, sur les titres liquides que sur les titres non liquides, à 10,8 centimes. Ceci pourrait provenir de la faible représentativité du statut liquide au sens de MIF2 (près de 3% des échanges du marché), par rapport aux autres critères plus discriminants vu dans les sections précédentes.

**Marges moyennes par liquidité (*Govies*) – graphique 27**



**Marges moyennes par liquidité (*Corporate*) – graphique 28**



### III.7 Marges suivant le type de la contrepartie

Les différentes contreparties ayant traité avec les courtiers étudiés sur la période ont été classées en 7 catégories, parmi lesquelles :

- Banques : comprend tout type de banques hors banques centrales, tels que les banques d'investissement, les banques et caisses régionales, les caisses d'épargne françaises et étrangères...
- NCB : National Central Bank. 52 banques centrales ont été identifiées comme contreparties des courtiers étudiés sur la période
- AM : Asset Managers, auxquels ont été rattachés HFT et *hedge funds*
- Assureurs : assureurs, mutuelles et caisses de retraites
- Courtiers : courtiers de l'étude et autres courtiers (88 en tout)
- Corporate : entreprises non financières

3 217 contreparties ont ainsi été catégorisées, pour couvrir plus de 99,5 % du nominal total. Les autres contreparties, qui ont peu traité avec les courtiers et dont la participation au volume total est marginale, sont classées comme « Autres ».

Les marges présentées dans les matrices ci-dessous correspondent à la marge moyenne calculée sur les opérations d'intermédiation impliquant d'un côté et de l'autre les deux types de contrepartie correspondant à la case donnée. Ces prix correspondent à l'écart de cours moyen sur l'opération, c'est-à-dire à la somme des marges payées par les deux contreparties, et non à la marge payée par chacune, celle-ci étant impossible à dissocier *a posteriori* du cumul.

Pour rappel, les montants indiqués ne représentent pas exhaustivement les montants traités par les courtiers, mais sont limités aux opérations sur lesquelles un écart de cours non nul a pu être calculé.

Les banques sont de très loin les contreparties qui traitent le plus via les courtiers sur les *Govies* (graphique 29). Elles sont impliquées dans plus de 97 % des montants échangés<sup>26</sup>. C'est ici encore la spécificité de l'activité IDB qui est surtout reflétée dans ces chiffres.

Le second tableau (graphique 30) montre que le taux de marge moyen pris par les courtiers sur une opération sur *Govies* impliquant une banque (colonne « Total ») est bien plus faible, à 0,49 centime<sup>27</sup>, que sur une opération impliquant une autre contrepartie. Ainsi, les marges moyennes prises par un courtier sur une opération impliquant un autre courtier (0,97 centime), une banque centrale (1,45 centime), un *Asset Manager* (1,48 centime), un *Corporate* (5,12 centimes) ou un Assureur (9,05 centimes), sont bien plus élevées.

De façon générale, une tendance se dégage, les types de contreparties générant le moins de *turnover* se voyant appliquer des marges en moyenne plus élevées.

Nominaux traités par type de contrepartie (*Govies*) – graphique 29

|           | Banque   | AM     | Courtier | NCB    | Assureur | Corporate | Autre | Total    |
|-----------|----------|--------|----------|--------|----------|-----------|-------|----------|
| Banque    | 506 465M | 7 416M | 1 027M   | 1 012M | 170M     | 267M      | 460M  | 516 818M |
| AM        | 7 416M   | 481M   | 63M      | 49M    | 107M     | 3M        | 39M   | 8 158M   |
| Courtier  | 1 027M   | 63M    | 2M       |        | 3M       | 341K      | 5M    | 1 102M   |
| NCB       | 1 012M   | 49M    |          |        | 1M       |           |       | 1 061M   |
| Assureur  | 170M     | 107M   | 3M       | 1M     |          | 13M       | 4M    | 298M     |
| Corporate | 267M     | 3M     | 341K     |        | 13M      |           | 682K  | 283M     |
| Autre     | 460M     | 39M    | 5M       |        | 4M       | 682K      | 76M   | 586M     |

<sup>26</sup> Voir annexe 3 pour les autres parts de marché.

<sup>27</sup> Colonne « Total ».

### Marges moyennes par type de contrepartie (Govies) – graphique 30

|           | Banque | AM   | Courtier | NCB  | Assureur | Corporate | Autre | Total       |
|-----------|--------|------|----------|------|----------|-----------|-------|-------------|
| Banque    | 0,47   | 1,27 | 0,79     | 1,46 | 10,52    | 4,76      | 2,89  | <b>0,49</b> |
| AM        | 1,27   | 3,23 | 3,60     | 1,20 | 6,62     | 9,80      | 2,59  | <b>1,48</b> |
| Courtier  | 0,79   | 3,60 | 1,44     |      | 2,03     | 1,75      | 3,82  | <b>0,97</b> |
| NCB       | 1,46   | 1,20 |          |      | 6,00     |           |       | <b>1,45</b> |
| Assureur  | 10,52  | 6,62 | 2,03     | 6,00 |          | 11,90     | 9,00  | <b>9,05</b> |
| Corporate | 4,76   | 9,80 | 1,75     |      | 11,90    |           | 1,75  | <b>5,12</b> |
| Autre     | 2,89   | 2,59 | 3,82     |      | 9,00     | 1,75      | 1,93  | <b>2,80</b> |

Dans le cas des *Corporate* (graphique 31), les banques sont également les contreparties les plus présentes, mais elles sont moins prépondérantes, représentant 63,5 % des montants échangés. Les *Asset Managers* (21,4 %), les *Corporate* (5,2 %) et les Assureurs (4,9 %) sont les trois autres catégories les plus actives face aux courtiers<sup>28</sup>.

Ici aussi (graphique 32), les opérations impliquant des banques sont les moins margées par les courtiers, avec 7,9 centimes en moyenne pour les banques et 6,3 centimes pour les banques centrales. Ces montants sont plus élevés pour des opérations impliquant des contreparties *Corporate* (9,7 centimes), d'autres courtiers (16,7 centimes), des AM (17,1 centimes), ou des assureurs (20,5 centimes).

Là encore, les marges sont plus faibles pour les banques, qui ont de loin le *turnover* le plus important, puis les marges sont relativement similaires pour les autres catégories de contreparties, hormis les *Corporate*. Ceux-ci se distinguent par des marges payées plus faibles. Une analyse plus approfondie montre qu'une seule contrepartie représente la grande majorité des montants échangés via des courtiers dans cette catégorie, ce qui semble lui valoir des tarifs préférentiels.

### Nominaux traités par type de contrepartie (Corporate) – graphique 31

|           | Banque  | AM     | Corporate | Assureur | Courtier | NCB  | Autre | Total          |
|-----------|---------|--------|-----------|----------|----------|------|-------|----------------|
| Banque    | 15 072M | 3 474M | 1 669M    | 863M     | 283M     | 211M | 390M  | <b>21 963M</b> |
| AM        | 3 474M  | 2 749M | 47M       | 549M     | 224M     | 48M  | 323M  | <b>7 413M</b>  |
| Corporate | 1 669M  | 47M    |           | 29M      |          | 6M   | 4M    | <b>1 755M</b>  |
| Assureur  | 863M    | 549M   | 29M       | 172M     | 29M      | 1M   | 53M   | <b>1 695M</b>  |
| Courtier  | 283M    | 224M   |           | 29M      | 55M      | 1M   | 39M   | <b>631M</b>    |
| NCB       | 211M    | 48M    | 6M        | 1M       | 1M       |      | 1M    | <b>268M</b>    |
| Autre     | 390M    | 323M   | 4M        | 53M      | 39M      | 1M   | 54M   | <b>863M</b>    |

### Marges moyennes par type de contrepartie (Corporate) – graphique 32

|           | Banque | AM   | Corporate | Assureur | Courtier | NCB  | Autre | Total       |
|-----------|--------|------|-----------|----------|----------|------|-------|-------------|
| Banque    | 6,7    | 9,7  | 9,7       | 16,3     | 10,7     | 5,5  | 12,6  | <b>7,9</b>  |
| AM        | 9,7    | 22,9 | 11,3      | 27,4     | 23,8     | 10,0 | 28,2  | <b>17,1</b> |
| Corporate | 9,7    | 11,3 |           | 5,6      |          | 4,9  | 17,0  | <b>9,7</b>  |
| Assureur  | 16,3   | 27,4 | 5,6       | 16,5     | 19,0     | 2,0  | 38,7  | <b>20,5</b> |
| Courtier  | 10,7   | 23,8 |           | 19,0     | 19,6     | 6,0  | 14,5  | <b>16,7</b> |
| NCB       | 5,5    | 10,0 | 4,9       | 2,0      | 6,0      |      | 5,0   | <b>6,3</b>  |
| Autre     | 12,6   | 28,2 | 17,0      | 38,7     | 14,5     | 5,0  | 31,0  | <b>21,2</b> |

<sup>28</sup> Voir annexe 3 pour les autres parts de marché.

## IV. Annexes

### 1. Critères de sélection des transactions étudiées dans RDT-TREM

- Instrument dont le **Code CFI** commence par 'DB' (Bonds), 'DC' (Convertible Bonds), 'DN' (Municipal Bonds) ou 'DT' (Medium Term Notes).
- Transactions qui **ne sont pas des SFT** (*Securities financing transactions*).
- Instruments dont le **montant d'émission est supérieur à 100 millions d'euros**.
- Transactions qui **ne concernent pas des particuliers** (montants insignifiants).
- Déclarations ayant passé différents tests de fiabilité internes afin de s'assurer de leur qualité.

### 2. Détail des critères de catégorisation des titres

- Les *Govies* sont qualifiés en distinguant le 4<sup>ème</sup> caractère du CFI de l'instrument, correspondant au garant dans le cas des instruments de dette<sup>29</sup>, et en regardant si l'identifiant de l'émetteur correspond à celui d'un État. Ces deux conditions sont complémentaires pour identifier de façon quasi-exhaustive tous les *Govies*. Tous les autres instruments sont qualifiés de *Corporate*.  
À titre d'exemple, les titres émis par la CADES et la KFW sont intégrés dans les *Govies*.
- Les *ratings* proviennent de *Fitch* et *Moody's*. Les deux *ratings* sont obtenus pour l'instrument, et s'ils diffèrent l'un de l'autre, le plus mauvais des deux est conservé (en cas d'absence de *rating* disponible pour l'un, l'autre est choisi par défaut). Si aucune des deux sources ne fournit de *rating* pour l'instrument, le *rating* de l'émetteur est utilisé si disponible. Les *ratings* sont classés en quatre catégories suivant les équivalences suivantes :

| Fitch Rating | Niveau      | Moody's Rating | Niveau      |
|--------------|-------------|----------------|-------------|
| AAA          | AAA et AA   | Aaa            | AAA et AA   |
| AA+          | AAA et AA   | Aa1            | AAA et AA   |
| AA           | AAA et AA   | Aa2            | AAA et AA   |
| AA-          | AAA et AA   | Aa3            | AAA et AA   |
| A+           | A           | A1             | A           |
| A            | A           | A2             | A           |
| A-           | A           | A3             | A           |
| BBB+         | BBB         | Baa1           | BBB         |
| BBB          | BBB         | Baa2           | BBB         |
| BBB-         | BBB         | Baa3           | BBB         |
| BB+          | BB et moins | Ba1            | BB et moins |
| BB           | BB et moins | Ba2            | BB et moins |
| BB-          | BB et moins | Ba3            | BB et moins |
| B+           | BB et moins | B1             | BB et moins |
| B            | BB et moins | B2             | BB et moins |
| B-           | BB et moins | B3             | BB et moins |
| CCC+         | BB et moins | Caa1           | BB et moins |
| CCC          | BB et moins | Caa2           | BB et moins |
| CC           | BB et moins | Caa3           | BB et moins |
| C            | BB et moins | Ca             | BB et moins |
|              |             | C              | BB et moins |

Si aucun *rating* n'est disponible, le *rating* est catégorisé « Pas de note ».

<sup>29</sup> Si T, « Government/State Guarantee ».

### 3. Montants traités des contreparties face aux courtiers – graphique 33

|           | Nominal traité |            | Part   |            |
|-----------|----------------|------------|--------|------------|
|           | Govies         | Non Govies | Govies | Non Govies |
| Banque    | 516 818M       | 21 963M    | 97,8 % | 63,5 %     |
| AM        | 8 158M         | 7 413M     | 1,5 %  | 21,4 %     |
| Courtier  | 1 102M         | 631M       | 0,2 %  | 1,8 %      |
| NCB       | 1 061M         | 268M       | 0,2 %  | 0,8 %      |
| Autre     | 586M           | 863M       | 0,1 %  | 2,5 %      |
| Assureur  | 298M           | 1 695M     | 0,1 %  | 4,9 %      |
| Corporate | 283M           | 1 755M     | 0,1 %  | 5,1 %      |