

## **Castleton Commodities International**

En 1997, Louis-Dreyfus Commodities (LDC) implante aux Etats-Unis une filiale à 100 % dédiée au négoce de l'énergie. Elle est localisée à Wilton dans le Connecticut.

Personne n'imaginait que cette petite filiale (en 1997) serait à l'origine d'une importante et originale société de négoce.

### **1. L'émergence de Castleton Commodities International**

A compter de 1997, Louis-Dreyfus Energy (LDE) est progressivement devenu un négociant respecté de gaz, d'électricité et de produits énergétiques. En 2006, la filiale de Louis Dreyfus était classée parmi les 10 plus importants distributeurs de gaz naturel aux Etats Unis (plutôt vers la dixième place que la première, mais pour la filiale d'un groupe européen c'était un résultat impressionnant obtenu en moins de 10 ans). Cette société était dirigée par William C. Reed II. Cet ancien trader d'Enron avait rejoint LDE en septembre 2007, était devenu responsable du trading (head of trading) en janvier 2008 et avait été nommé directeur général (chief executive officer) en octobre 2008.

Dans un tout autre ordre d'idées, les réflexions stratégiques de sa direction générale avaient conduit J.P. Morgan Asset Management (JPMAM) à rechercher une exposition au risque des hedge funds et de l'énergie. En décembre 2004, J.P. Morgan Asset Management ayant trouvé la perle rare qu'elle recherchait, achète 55 % de Highbridge Capital Management, un hedge fund créé en 1992 par Gleen Dubin et Henry Swieca qui a géré au faite de sa grandeur 30 milliards de dollars. Le pourcentage du capital détenu par JPMAM s'est régulièrement accru. En 2009, Highbridge est devenu une filiale entièrement contrôlée de J.P. Morgan Asset Management.

Le 8 janvier 2007, Highbridge Capital Management a pris une participation minoritaire, mais significative (dont le montant ne fut pas précisé) du capital de Louis-Dreyfus Energy. Plus tard, dans un article de juillet 2015 Javier Blas et Andy Hoffmann révélèrent que Louis Dreyfus avait vendu 47 % du capital de LDE à Highbridge Capital Management. Aucun détail n'a été fourni sur la transaction, mais le *New York Times* l'évaluait à 1 milliard de dollars, dette incluse. Cette prise de participation s'est concrétisée par la création d'une joint-venture (coentreprise) dénommée Louis-Dreyfus Highbridge Energy (LDHE) ayant pour objectif le négoce des matières premières du secteur de l'énergie : gaz,

charbon, électricité, pétrole et produits raffinés. Ses actionnaires étaient Louis Dreyfus et J.P.Morgan Asset Management.

En mars 2011, les actifs midstream de LDHE furent vendus à une coentreprise (regroupant Energy Transfer Partners et Regency Energy Partners). Etaient entre autres concernés un pipeline pour le transport du gaz naturel liquéfié (GNL), des unités de stockage pour le GNL (implantées dans le Mississippi) et pour des produits raffinés et pétrochimiques (localisées au Texas). Payée comptant, cette transaction de 1,95 milliard de dollars a été finalisée le 2 mai 2011.

En 2012, LDHE s'était diversifiée avec l'achat de terminaux en mesure de stocker et de traiter 8 millions de tonnes de charbon. Elle avait acquis par ailleurs des centrales électriques et des unités de cogénération dans le Texas et l'Etat de New York.

Souhaitant (pour des raisons différentes) vendre leur participation respective au capital de LDHE, Louis Dreyfus et JPMAM se sont accordés en octobre 2012 pour céder leur coentreprise à un groupe d'investisseurs rassemblés par Glenn Dublin, le cofondateur de Highbridge Capital Management (le fonds d'investissement qui était devenu en 2009 une filiale entièrement contrôlée par JPMAM). Ces investisseurs comprenaient les family offices de « poids lourds » de l'industrie des hedge funds (Paul Tudor Jones, le fondateur de Tudor Investment, et Timothy Barakett, l'ancien président et directeur général d'Atticus Capital qu'il avait créé en 1995), du monde du négoce (Paul Fribourg, l'ancien président de Continental Grain dont la société avait été achetée par Cargill) et d'entrepreneurs qui avaient investi dans les matières premières (les familles Belfers dans le pétrole et Oppenheimer, une dynastie à l'origine d'Anglo American, dans les métaux). A ces investisseurs s'étaient joints le CEO et les cadres dirigeants de LDHE. Les conditions financières de cette vente n'ont pas été révélées. La transaction a été finalisée en décembre 2012. La raison sociale de Louis-Dreyfus Highbridge Energy fut modifiée en janvier 2013 pour celle de Castleton Commodities International (CCI). William C. Reed II en est demeuré le directeur général. Très rapidement, il a cumulé cette charge avec la présidence du conseil d'administration.

Quelles étaient les motivations des actionnaires de LDHE ? Pourquoi vendaient-ils une société qui avait de bons résultats et beaucoup d'avenir ?

Pour la société de gestion d'actifs de J.P. Morgan, la vente était très certainement motivée par la volonté de monétiser une importante plus-value sur l'investissement qu'avait été l'achat en décembre 2004 de 55 % du capital d'Highbridge Capital Management.

Pour Louis Dreyfus, la logique économique et financière justifiant la vente de sa division Energie ne sautait pas aux yeux. La cession, en mars 2011, des actifs midstream de LDHE avait déjà suscité des interrogations. Notre hypothèse (que la suite des événements n'a pas contredite) est que cette vente en deux temps a permis de satisfaire des besoins financiers immédiats et importants de l'actionnaire majoritaire de Louis Dreyfus (voir la monographie de Louis Dreyfus Commodities). On peut se demander si cette double cession d'actifs fut prise dans l'intérêt de la société de négoce ou celui de Margarita Louis Dreyfus, son principal actionnaire.

Peu importe les motivations des anciens actionnaires, Castleton Commodities International était en ordre de marche.

Lors de sa création en 2013, Castleton a eu l'avantage d'avoir :

- un directeur général de grande qualité,
- des managers avisés,
- des traders expérimentés,
- et des actionnaires compétents qui furent dans le passé de talentueux gérants de fonds d'investissement, des dirigeants de sociétés de négoce ou d'éminents responsables et actionnaires de sociétés évoluant dans le pétrole et les métaux.

## **2. L'originalité et la spécificité de Castleton Commodities International**

Les grandes sociétés de négoce indépendantes (Glencore, Vitol, Trafigura, Mercuria) furent créées par des commerçants ou des traders. Certaines le furent par des entrepreneurs individuels (ADM, Cargill, Bunge). Elles se sont développées au cours du temps, mais il leur a fallu de longues décennies pour atteindre l'activité qui est la leur aujourd'hui (Louis Dreyfus a été créé en 1851, Cargill en 1865, Archer Daniels Midland en 1902, Bunge en 1818, Glencore en 1974, Vitol en 1966). La faiblesse de leurs fonds propres est une caractéristique commune à tous ces négociants (Glencore est une exception, mais Glencore est devenu une société minière ayant une importante activité de négoce ; voir la monographie de Glencore). La faiblesse des fonds propres est un facteur contraignant qui limite et fragilise la

croissance des sociétés de négoce. Il a d'ailleurs fallu attendre le « super-cycle » de 2002/2009 pour que ces négociants deviennent des géants.

Au lendemain de la crise économique et financière de 2007/2012 ont émergé trois sociétés de négoce : Castleton Commodities International (CCI), Freepoint Commodities et Trailstone (seules les deux premières ont réussi à se développer pour devenir des acteurs significatifs du négoce des matières premières). Ces sociétés de négoce sont difficiles à définir. Deux extraits tirés de documents ou du site Internet permettent d'appréhender et de cerner les spécificités des activités de CCI (ces extraits ne sont pas traduits, la langue anglaise étant pour la finance plus expressive que le français).

- Castleton Commodities International (CCI) is a global commodities merchant with an integrated set of operations consisting of physical and financial commodities trading and the ownership, operation and development of commodities-related upstream and infrastructure assets.
- “Castleton is the new model of commodity trading [...]. They have the advantages of a private firm but with the ability of accessing lots of capital easily” Graig Pirrong, Finance Professor at the University of Houston.

Pour compléter la compréhension des activités de négoce de Castleton, reprenons trois citations de Freepoint Commodities.

- Freepoint is a merchant of physical commodities and a financier of upper and mid-stream commodity-producing assets. We also provide supply services and related structured solutions for counterparties.
- Our agile corporate culture, coupled with our deep experience in physical production, logistics, marketing and structured finance, enable [Freepoint] to facilitate transactions for counterparties and seize on opportunity.
- Our role in global commodity markets includes providing both debt and equity financing to producers and asset owners. This unique strategy, along with a wealth of intellectual capital, puts [Freepoint] at a uniquely effective intersection of physical commodities and financing markets.

Les sociétés de négoce qui ont émergé au lendemain de la crise 2007/2012 se différencient des sociétés de négoce indépendantes.

Leurs dirigeants ont intégré dans leur business model que les marges commerciales des négociants indépendants étaient trop faibles pour permettre à de nouvelles sociétés de négoce de se développer si ces dernières reprenaient le business model des grands négociants

indépendants. Les négociants de « deuxième génération » sont à la recherche d'activités et de « niches » ayant des marges supérieures à celles de Vitol, Trafigura, Gunvor et les autres.

La stratégie de ces nouveaux négociants repose sur la détention d'actifs produisant des matières premières. Le négoce s'appuie sur les matières premières produites par les actifs détenus.

Détenir des actifs exige d'avoir des ressources à long terme pour les financer. Celles-ci sont fournies (en partie) par des fonds d'investissement, des sociétés de private equity, des family offices et des grandes fortunes privées.

Les sociétés de négoce qui ont émergé après la crise 2007/2009 vendent à leurs contreparties (clients et fournisseurs) des services commerciaux, logistiques et financiers à forte valeur ajoutée. Elles leur offrent des programmes personnalisés de gestion des risques et d'optimisation de leurs actifs. Par ces activités, Castleton se rapproche des solutions proposées par les filiales de négoce des grandes sociétés industrielles (Shell, bp, TotalEnergies, EDF, Engie, etc.) à leurs clients et fournisseurs.

Les dirigeants de CCI, de Freepoint et de Trailstone ont tous exercé d'importantes responsabilités chez des négociants indépendants ou dans des banques impliquées dans le négoce des matières premières. Ils en connaissent parfaitement les forces et les faiblesses. Leurs proches collaborateurs ont très souvent connu des parcours identiques.

- William C. Reed II, le président et le CEO de Castleton était responsable du négoce de l'électricité chez Enron lors de la faillite de cette société (faillite due à des manipulations comptables qui n'avaient rien à voir avec le négoce des matières premières). Il avait débuté comme trader junior au milieu des années 1990. Par la suite, il avait créé et dirigé Saracen Energy Partners, un hedge fund qui gérait 1,4 milliard de dollars quand il l'a quitté pour entrer chez Louis Dreyfus Highbridge Energy, la société qui deviendra Castleton Commodities International.

- David Messer fut responsable de Sempra Energy Trading de 1998 à 2007 (une légende dans le négoce des matières premières). Il est devenu le CEO de RBS Sempra et le responsable de la division Matières premières de Royal Bank of Scotland. Il démissionna de ces deux responsabilités en mars 2009.

- David Silbert, le fondateur et le CEO de Trailstone, fut Head of Deutsche Bank Global Commodity de 2006 à 2013 (la troisième banque la plus active dans le négoce des matières premières, après Goldman Sachs et Morgan Stanley).

### **3. L'acquisition par Castleton du négoce pétrolier de Morgan Stanley**

Pour répondre aux pressions et aux exigences de la Réserve fédérale, et dans l'intérêt bien compris de ses actionnaires (la rentabilité du négoce physique des matières premières après la crise de 2007/2011, n'était plus ce qu'elle avait été avant 2009), Morgan Stanley a cherché dès 2012 à se séparer du Global Oil Merchanting Business, l'unité la plus importante de sa division Matières premières. Cette entité était la plus active des franchises bancaires dédiées au négoce du pétrole et des produits pétroliers. De 2010 à 2015, elle a négocié, en moyenne, deux millions de barils-jour de pétrole et de produits pétroliers. Morgan Stanley faisait également beaucoup de négoce de matières premières financières. Cette banque était par excellence le « raffineur de Wall Street. »

Le 12 mai 2015, Castleton a trouvé un accord avec Morgan Stanley pour lui acheter ses activités dans le négoce pétrolier ainsi que les actifs et les infrastructures afférents. Le prix et les conditions de la transaction, payée comptant, n'ont pas été rendus publics. L'estimation varie de 1 à 1,5 milliard de dollars. La majorité des observateurs retient « un prix (légèrement) supérieur à 1 milliard de dollars ». L'acquisition a été finalisée en novembre 2015. Les financements nécessaires ont été fournis par les actionnaires de Castleton (en une journée et demie, si l'on croit le directeur général de Castleton, et il y a tout lieu de le croire) et une facilité bancaire de 3,5 milliards de dollars accordée par BNP Paribas. Bien évidemment, ce crédit fut par la suite syndiqué. Il a également permis de rembourser une ligne de crédit (accordée par la même banque) qui était dédiée au financement du besoin en fonds de roulement et des activités courantes de Castleton.

Cette transaction avec Morgan Stanley a transformé le statut de Castleton et lui a permis de récupérer :

- des contrats à long terme de fourniture et d'approvisionnement de pétrole et de produits pétroliers,
- des contrats d'affrètement de tankers,
- des actifs logistiques comprenant des capacités de transport, des terminaux pétroliers et un réseau de 45 unités de stockage (30 millions de barils) implantées pour l'essentiel aux Etats Unis (dont celles du port de New York) et en Europe,
- des stocks de produits physiques,
- les livres de transaction (trading books) des traders de Morgan Stanley,

- environ 200 collaborateurs dont une centaine de traders, vendeurs et managers expérimentés disposant d'une très bonne connaissance des marchés européens et américains.

Le Global Oil Merchandising Business de Morgan Stanley complétait le portefeuille de Castleton dans le négoce du gaz et de l'électricité. L'achat des actifs pétroliers de Morgan Stanley a propulsé Castleton dans le club des grands négociants de pétrole et de l'énergie ; pas au niveau des géants (Vitol, Trafigura, Glencore), mais celui de Mercuria et Gunvor.

Castleton se définit aujourd'hui comme « a global commodities merchant » qui négocie des matières premières, achète des actifs et gère des infrastructures. Castleton négocie le pétrole, les produits raffinés, le gaz, le GNL, l'électricité, les produits pétrochimiques, le fret et les instruments dérivés adossés à ces matières premières. En 2023, Castleton regroupait 500 employés. Le quartier général est à Stamford dans le Connecticut. Les bureaux sont localisés à Houston, New York, Calgary, Genève, Shanghai, Londres, Singapour, Denver et Montevideo (en Uruguay).

En 2015, Castleton était puissant aux Etats Unis dans le négoce de l'énergie. Il détenait des actifs de très bonne qualité et possédait une expertise reconnue de ses concurrents, mais il n'était pas « a global player » Ses dirigeants ont cherché à le devenir. Pour y arriver, ils ont annoncé en mars 2015 que Castleton allait se développer dans le négoce des métaux sous la direction de Peter Sellars et de David Tregar. Le premier avait été le responsable mondial des métaux (global head of metals) de J.P. Morgan. Auparavant, Peter Sellars avait été le directeur général de RBS Sempra, une coentreprise dont une grande partie des activités avait été achetée par J.P.Morgan. Avant RBS Sempra, il avait été responsable du négoce des matières premières (global head of commodities) de Barclays Capital. David Tregar avait travaillé 35 ans dans le négoce des matières premières dont 21 comme directeur financier, son dernier poste ayant été chez J.P.Morgan.

Trois ans et six mois plus tard, sans explication, et en reconnaissant que le négoce des métaux était profitable, Castleton Commodities International a décidé de sortir des métaux et de se recentrer sur l'énergie.

#### **4. Les résultats de Castleton Commodities International**

Les dirigeants de Castleton Commodities International (CCI) ne publient pas d'information sur l'activité et les résultats financiers de la société qu'ils dirigent. De ce fait, les observateurs qui suivent l'actualité des matières premières et des sociétés de négoce mentionnent rarement les performances de CCI.

Les informations publiées par CCI concernent le montant des financements à court terme et les acquisitions d'actifs. Quelques exemples sont reproduits pour illustrer.

#### **41. Les financements à court terme**

##### **Juin 2016**

CCI emprunte 3,3 milliards de dollars avec un accordion de 1 milliard de dollars (L'accordion est une option donnée à l'emprunteur par le prêteur lui permettant d'accroître le montant initial de la ligne de crédit qu'il a obtenue).

##### **Juillet 2017**

CCI emprunte 3,6 milliards de dollars + Accordion de 1 milliard de dollars

- 1 an : 2,35 milliards de dollars
- 3 ans : 1,25 milliard de dollars
- Syndicat : 27 banques

##### **Juillet 2018**

CCI emprunte 3,525 milliards de dollars + Accordion de 1 milliard de dollars

- 1 an : 2,375 milliards de dollars
- 3 ans : 1,15 milliard de dollars
- Syndicat : 25 banques

##### **Juillet 2019**

CCI emprunte 2,775 milliards de dollars + Accordion de 1 milliard de dollars

- 1 an : 0,875 milliard de dollars

- 2 ans : 1,15 milliard de dollars
- 3 ans : 0,750 milliard de dollars

### **Juin 2021**

CCI emprunte 1,7 milliard de dollars + Accordion de 1 milliard de dollars

- 1 an : 0,350 milliard de dollars
- 2 ans : 1,250 milliard de dollars
- 3 ans : 0,100 milliard de dollars

### **Juin 2022**

CCI emprunte 2,2 milliards de dollars + Accordion de 1 milliard de dollars

- 18 mois : 1,0 milliard de dollars
- 2 ans : 1,2 milliard de dollars
- Syndicat : 17 banques

## **42. Les acquisitions d'actifs et d'infrastructures**

### **Mai 2013**

- Acquisition de Roseton, une centrale électrique de 1 210 M située dans le comté d'Orange (Etat de New York)

### **Février 2014**

- Acquisition des activités de Patara Oil & Gas
- Acquisition d'actifs fonciers riches en gaz et pétrole dans l'Est du Texas

### **Août 2015**

- Acquisition d'actifs détenus par EDF Trading dans l'Est du Texas
  - 545 puits de pétrole et de gaz
  - 31 000 acres d'actifs fonciers

### **Novembre 2016**

- Acquisition d'actifs midstream et upstream auparavant détenus par Anardako Petroleum dans l'Est du Texas pour une valeur supérieure à 1 milliard de dollars
- Acquisitions de 160 000 acres d'actifs fonciers riches en réserves de gaz et de pétrole.
- Ces actifs ont permis à Castleton d'accroître la production journalière de gaz de 320 MMcf (million de pied cubes).
- Le financement de ces acquisitions a été assuré par un crédit basé sur les réserves (Reserve based lending facility).

### **Juin 2017**

- CCI a acquis un intérêt majoritaire dans Delta Energy Group, une société qui recycle les pneumatiques usagés (100 tonnes journalières) pour produire du noir de carbone, des solvants et des fiouls.

### **Juillet 2018**

- Acquisition de 50 % d'Enecogen, une centrale à gaz à cycle combiné de 870 MW pouvant desservir en électricité 1,4 millions de foyers néerlandais.
- CCI possédait déjà aux Pays Bas une centrale à gaz à cycle combiné de 426 MW dénommée MaasStroom.
- En mai 2023, CCI revendra la centrale de MaasStroom et les 50 % d'Enecogen à une société publique tchèque après avoir modernisé les deux centrales et amélioré leurs performances.
- Cet exemple explicite parfaitement le business model de CCI. Comme précédemment mentionné, ce modèle repose sur des actifs produisant des matières premières (en l'occurrence de l'électricité). Dans le cas présent, CCI se comporte plus comme une banque d'investissement qui « négocie des actifs industriels » qu'une société de négoce qui « négocie des flux de matières premières. » Il est peut-être plus rentable de négocier des actifs de temps en temps que de négocier des flux quotidiennement.

### **Avril 2019**

- Acquisition du négoce physique du gaz de Munich Re Trading.

### **Mai/Juin 2019**

- Acquisition de Sherbino 1 Wind Farm (une ferme éolienne de 150 MW localisée dans le Texas).
- Avec cette acquisition, CCI possède ou gère (à cette époque) 12 actifs industriels produisant 3 600 MW en Europe et aux Etats Unis.

### **Février 2020**

- Acquisition en Espagne d'une centrale électrique alimentée au gaz de 786 MW.
- Avec cette acquisition, le portefeuille de 14 centrales détenues par CCI en Europe et aux Etats Unis produit 4 700 MW.

### **Décembre 2020**

- CCI entre dans un partenariat pour la construction en Espagne d'une unité de production d'hydrogène vert de 1 500 tonnes annuelles. Elle compensera le rejet dans l'atmosphère de 12 000 tonnes de CO2.

### **Janvier 2023**

- Acquisition de la majorité du capital de S4 Energy BV, une société néerlandaise qui développe et gère des systèmes de stockage de l'énergie.

### **Avril 2023**

- Acquisition d'un intérêt majoritaire dans une centrale électrique alimentée au gaz de 674 MW dans le Massachusetts.

## **Sources documentaires**

Castleton Commodities International : Site Internet, Communiqués de presse.

Reuters Staff, "Timeline. Castleton : From Louis Dreyfus energy arm to commodities powerhouse," *Reuters*, May 12, 2015.

Sorkin A.R., "Highbridge Hedge Fund Buys Stake in Louis Dreyfus Energy Business," *New York Times*, January 8, 2007.