

# **COURS SUR LES SOCIETES DE NEGOCE DE MATIERES PREMIERES**

**Yves SIMON**

## **CHAPITRE 5**

### **LE FINANCEMENT DU NEGOCE ET DES SOCIETES DE NEGOCE**

#### **1. Le financement des opérations commerciales des sociétés de négoce**

- \* Les crédits transactionnels et les lignes de crédit renouvelables (revolving credit facilities) sont les deux principales modalités de financement à court terme des sociétés de négoce.
- \* Les crédits transactionnels et les lignes de crédit renouvelables ne combinent pas, seuls, la totalité des besoins de financement à court terme des sociétés de négoce. Les bases de prêt (borrowing base facilities), les financements de stocks, le factoring et les opérations de titrisation complètent la panoplie des financements à court terme des sociétés de négoce.

#### **11. Le crédit transactionnel**

##### **111. Transaction commerciale avec paiement comptant**

##### **112. Transaction commerciale avec crédit bancaire**

##### **113. La dématérialisation de la lettre de crédit**

- \* Mise en œuvre des blockchains (technologie des « registres distribués »).
- \* Mise en place du connaissances électronique dénommé « ICE CargoDoes Local Law » avec l'approbation de l'International Group of Protection & Indemnity Clubs (L'IGP&I).

##### **114. Conclusion sur le crédit transactionnel**

#### **12. La ligne de crédit renouvelable – Revolving credit facility (RCF)**

##### **121. La définition des RCF**

##### **122. Le fonctionnement des RCF**

##### **123. La finalité des RCF**

## 124. Les garanties associées aux RCF

## 125. Le coût des RCF

## 126. Exemples

\* Le 14 juin 2013, Glencore a obtenu 17,34 milliards de dollars par un syndicat de 80 institutions financières dont 29 banques chefs de file mandatées pour diriger l'opération et tenir le livre

- Première tranche
  - 12 mois d'échéance
  - 5,92 milliards de dollars
    - 3,515 milliards de dollars
    - 2,405 milliards de dollars
  - Option de renouvellement (a 12 month extension option)
- Deuxième tranche
  - 3 ans d'échéance
  - 7,07 milliards de dollars
  - 2 options de renouvellement ayant chacune 1 an d'échéance
- Troisième tranche
  - 5 ans d'échéance
  - 4,35 milliards de dollars.

\* En octobre 2018, Vitol a obtenu une RCF de 9,4 milliards de dollars financée par un syndicat de 57 banques.

\* L'extrait ci-joint du rapport annuel 2022 de Trafigura met bien en lumière l'ampleur des besoins de financement d'une importante société de négoce « The Group increased its access to liquidity during the 2022 financial year [...]. We successfully secured an additional USD 7 billion of financing in FY 2022, bringing **total credit lines to USD 73 billion, provided by a network of around 140 banks** ». [Il est malgré tout probable (c'est notre hypothèse, mais elle est peut-être erronée) que le montant de 73 milliards de dollars regroupe des financements autres que les RCF qui retiennent pour l'instant notre attention].

\* Les données chiffrées ci-joint reproduisent l'évolution du montant des RCF obtenues par Freepoint Commodities, une société de négoce créée en mars 2011. La croissance du montant des RCF est un reflet fidèle de la croissance des activités de négoce de la société.

### **Facilités de crédit renouvelables de Freepoint Commodities**

Novembre 2011 : 500 millions de dollars,

Juin 2014 : 1,00 milliard de dollars,

Juin 2015 : 1,30 milliard de dollars,

Mai 2016 : 1,45 milliard de dollars + accordion de 550 millions de dollars,

Avril 2017 : 2,10 milliards de dollars + accordion de 300 millions de dollars,

Mai 2018 : 2,10 milliards de dollars + accordion de 300 millions de dollars,

Mai 2019 : 2,60 milliards de dollars + accordion de 600 millions de dollars,

Mai 2020 : 2,65 milliards de dollars + accordion de 600 millions de dollars,

Mai 2021 : 2,63 milliards de dollars + accordion de 600 millions de dollars,

- . 1 709 500 000 dollars à 3 ans d'échéance,

- . 920 500 000 dollars à 1 an d'échéance,

Juin 2022 : 2,63 milliards de dollars + accordion de 570 millions de dollars,

- . 1 578 millions de dollars à 3 ans d'échéance,

- . 1 052 millions de dollars à 1 an d'échéance.

Juin 2023 : 2,5 milliards de dollars + accordion de 700 millions de dollars,

- . 1 500 millions de dollars à 3 ans d'échéance,

- . 1 000 millions de dollars à 1 an d'échéance,

Juin 2024 : 2,5 milliards de dollars + accordion de 700 millions de dollars.

- . 1 500 millions de dollars à 3 ans d'échéance,

- . 1 000 millions de dollars à 1 an d'échéance.

\* Les développements qui suivent schématisent le déroulement et le montage d'une RCF.

#### **– Les arrangeurs**

- **Le directeur financier**
- **Les chefs de file**
- **Chaque banque donne ses souhaits**
- **La négociation conduite par les chefs de file avec la société de négoce et les autres banques**
- **La société de négoce donne son accord.**
- **Dans la vraie réalité, la négociation et la détermination des conditions de la RCF peuvent être infiniment plus complexes et difficiles**
- **Les RCF sont renouvelées chaque année**

## **127. La ligne de crédit renouvelable vs Le crédit transactionnel**

\* Le crédit transactionnel a été pour partie remplacé par les tirages sur des lignes de crédit renouvelables. Cette procédure est plus **simple à mettre en œuvre**, mais elle offre au prêteur **beaucoup moins de garantie** contre la fraude et le risque de crédit (Wass 2021).

## **128. Le financement à court terme bénéficiant de la garantie d'une agence de crédit à l'exportation**

## **13. Le financement des dépôts de garantie et des appels de marge liés aux opérations de couverture de la société de négoce**

### **131. La couverture du négociant contre le risque de prix**

### **132. Le dépôt de garantie – Initial margin**

### **133. Les appels de marge – Margin call**

### **134. Comment faire face au financement des appels de marge**

## **135. Le financement des appels de marge de Trafigura en mars 2022**

\* **Début mars 2022**, Trafigura avait renouvelé sans difficulté sa **RCF européenne de 5,3 milliards de dollars**.

\* Dans les jours qui ont suivi, **Trafigura fut appelé en marge** (les rumeurs ont parlé de plusieurs milliards de dollars) pour ses positions sur les marchés dérivés de l'énergie (pétrole) et des métaux.

\* Trafigura a répondu à l'appel de marge.

- \* **Trafigura a cependant demandé et obtenu** du syndicat bancaire (celui qui avait renouvelé la RCF de 5,3 milliards de dollars) une **nouvelle facilité** à court terme (ayant **9 mois** d'échéance) de **1,2 milliard de dollars**.
- \* Farchy, Nair et Foerster ont révélé dans un article de *Bloomberg* que Trafigura avait initié des **discussions/négociations avec des fonds de private equity** en vue, très probablement, de renforcer ses fonds propres.
- \* Les dirigeants de la société de négoce ont précisé que c'était une **pratique habituelle** pour eux de parler avec des institutions financières susceptibles de fournir à la société de négoce des liquidités ou du capital (C'est vrai, mais le timing était particulier ; s'il n'y avait pas eu de « stress financier » il n'y aurait probablement pas eu de discussions avec des fonds de private equity, ou s'il y en avait eu, l'information n'aurait pas « fuité »).
- \* Les dirigeants de Trafigura ont également rappelé que la société de négoce a pour stratégie de diversifier ses sources de financement (ce qui est vrai).
- \* **Trafigura a parlé avec Blackstone** pour un investissement de la société de private equity de 2 à 3 milliards de dollars (d'après les journalistes de *Bloomberg*) par l'entremise d'une émission d'actions préférentielles (« preference shares ») ou d'autres instruments de financement hybrides..., mais les discussions n'ont pas abouti à un deal.
- \* **Trafigura aurait également approché :**
  - **Apollo Global Management,**
  - **BlackRock**
  - **KKR & Co.**
- \* Les trois sociétés de private equity n'ont pas souhaité répondre aux questions des journalistes de *Bloomberg*.

## **14. La base de prêt**

- \* En anglais, on parle de Borrowing base facility (BBF).

### **141. Définition**

### **142. La garantie du prêteur**

### **143. Conclusion**

## **15. Le financement des stocks**

### **151. Le principe et le schéma simplifié du financement des stocks**

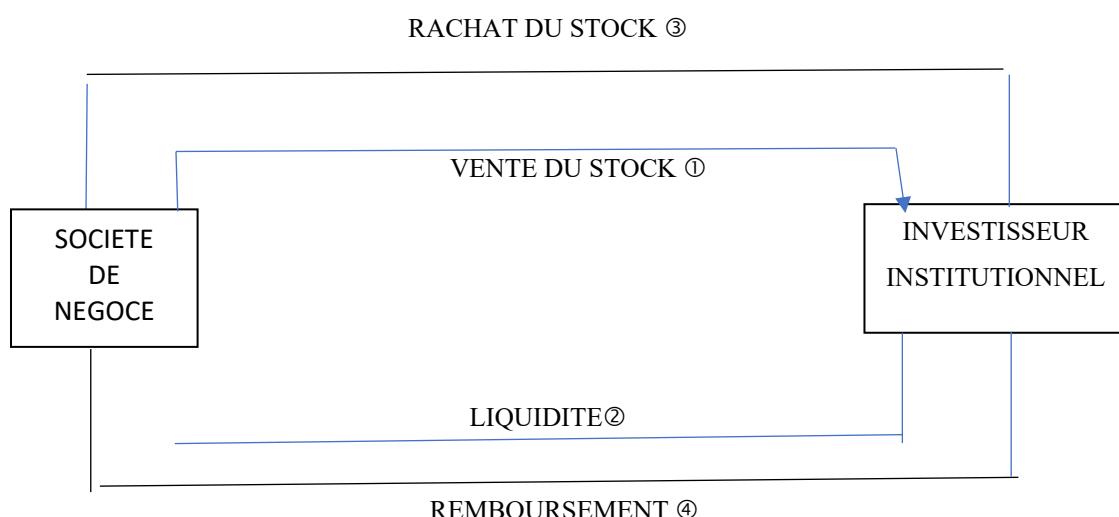
\* Le schéma simplifié d'un financement de stock comprend 7 étapes.

- 1. Une société de négoce sollicite un financement de stock.
- 2. La banque ayant donné un accord de principe, le négociant dépose dans un entrepôt agréé par la banque le stock de matières premières (mais le stock peut déjà y être déposé). Cet entrepôt est détenu par la société de négoce ou par une société juridiquement distincte du négociant.
- 3. L'entrepôt adresse à la banque un « reçu d'entreposage » prouvant qu'il détient un stock de matières premières au nom de la société de négoce.
- 4. Le négociant confirme sa demande de financement.
- 5. La banque lui accorde un financement qui est garanti par la valeur du stock.
- 6. La société de négoce vend le stock (ou une fraction de ce stock) à un acheteur.
- 7. Le négociant rembourse le crédit (ou une fraction du crédit) que la banque lui avait accordé. La somme remboursée correspond à la valeur du stock (ou à la fraction du stock) auparavant détenu par l'entrepôt.

\* L'entrepôt agréé est contrôlé par une société de surveillance qui confirme à la banque le volume (et les variations du volume) des stocks de la société de négoce.

## 152. Le sale and repo financing

### Commodity Repo



## 153 Le financement des opérations de « tolling »

### 1531. La définition du « tolling agreement »

## **1532. Le rôle de la banque**

### **16. Les financements non bancaires**

- \* Les principales IFNB sont les fonds de venture capital, les sociétés de private equity, les hedge funds, les fonds de pension, les fonds d'investissement, les fonds d'assurance, les sociétés de crédit-bail, les sociétés de financement, les family offices, etc.

### **161. Le factoring**

### **162. Les financements proposés par les fonds d'investissement**

#### **1621. L'émergence des fonds d'investissement spécialisés dans le financement des sociétés de négoce**

#### **1622. Le modèle économique des fonds d'investissement dédiés au financement des sociétés de négoce**

- \* La rentabilité d'un placement dans les fonds d'investissement dédiés au financement des opérations de négoce a varié sur la période 2009/2021 de 9,75 % en 2010 à 3,31 % en 2021. Ces chiffres sont fournis par l'Eurekahedge Trade Finance Hedge Fund Index, un indice équipondéré de 40 fonds dédiés au financement du négoce de matières premières.

- 2010 9,76 %,
- 2011 9,75 %,
- 2012 8,17 %,
- 2013 6,70 %,
- 2014 6,39 %,
- 2015 6,10 %,
- 2016 6,03 %,
- 2017 5,77 %,
- 2019 4,80 %,
- 2020 1,11 %,
- 2022 3,31 %,

### **1623. Les contributions des fonds d'investissement**

### **1624. Le coût du financement**

### **1625. Quelques noms parmi d'autres**

- \* Plusieurs fonds d'investissement, parfois de taille modeste, anciens et récemment créés ont échappé à notre attention. La liste ci-jointe est loin d'être exhaustive.
- \* **Alteia Connecting Capital** (Voir **Barak Fund Management**) est présent dans 30 pays en Afrique et au Moyen Orient.
- \* **Artis Finance** est une institution financière non bancaire localisée à Londres. Notée BBB par Kroll Bond Rating, elle est spécialisée dans le financement du capital circulant de sociétés de taille moyenne et de sociétés internationales opérant en Europe, en Asie et en Amérique (mid market and multinational firms).
- \* **Barak Fund Management** a été restructuré à la suite d'un MBO au début de 2023 et renommé **Alteia Connecting Capital**. Il avait été créé à l'Île Maurice. Il était présent dans une trentaine de pays africains et du Moyen Orient.
- \* **Drumlin Capital Management**. Ce fonds a été créé en 2016.
- \* **EASTvine Capital**. Crée au troisième trimestre 2017, les activités de ce fonds ont débuté en 2018.
- \* **EFA Group**. Crée en 2003, cette société de gestion a des bureaux à Singapour, Genève, Dubaï et Londres. Elle est régulée par la Monetary Authority of Singapore. Spécialisé dans les stratégies de financement alternatives, ce gérant d'actifs finance des PME évoluant dans les matières premières en Asie, au Moyen Orient, en Europe et en Asie.
- \* **Horizon Capital Asset Management**. En novembre 2022, ce fonds suisse avait 1,2 milliard de dollars sous gestion.
- \* Crée en 2006, **Inoks Capital** apporte des solutions aux problèmes de financement (Commodity short term financing) des sociétés situées aux différents endroits de la chaîne de valeur.
- \* Crée en 2013 et implanté au Royaume Uni, **Kimura Capital** a débuté le financement des opérations de négoce en 2015.
- \* **NN Investment Partners** est une entité du groupe Goldman Sachs qui se consacre exclusivement au financement des opérations de négoce (commodity trade finance).
- \* **Qbera Capital** a été créé en 2017. L'ensemble des opérations de financement a atteint 53 milliards de dollars en 2022. Qbera a financé des sociétés dans une trentaine de pays en Afrique, au Moyen Orient, en Asie du Sud Est et dans le sous-continent indien
- \* Implanté à Londres, **Riverrock European Capital Partners** a été créé en 2009. Il a des bureaux à Paris, Madrid et Milan.
- \* **Scipion Capital** a été créé en 2007.

\* **Structured Commodity & Corporate Finance (SCCF)** est une société créée en 2004 par des professionnels qui avaient précédemment travaillé dans la banque, le financement du négoce, le trading de matières premières, l'assurance et les activités de contrôle et de régulation. SCCF finance les PME opérant dans les matières premières (production, exportation, importation, commercialisation de ressources naturelles). SCCF a créé :

- en 2012, un fonds européen dédié au financement du négoce,
- en 2018, un fonds asiatique dédié au financement du négoce,
- en 2020, un fonds nord-américain dédié au financement du négoce,
- en 2021, un fonds ESG dédié au financement du négoce,
- un fonds compatible avec la sharia (Sharia compliant).

Depuis 2004, SCCF” is expert in financing, structuring, helping companies in the essential commodities industry to grow.”

SCCF originate and monitor commodity trade finance for **Horizon Capital Asset Management**.

La confusion est parfois faite entre **Horizon Capital** et **SCCF**. Créé par SCCF en 2017, Horizon Capital “is the investment advisory arm of SCCF.” La confusion se comprend, car les employés et dirigeants des deux entités sont identiques.

\* **Trade Flow Capital Management** a été créé en 2016.

\* **Guud** est une plateforme dont la finalité est décrite par les deux citations ci-jointes “We make trade simpler, and more accessible for all stakeholders” “We are here to make anyone and everyone a player in global trade”

## **1626. Conclusion**

### **17. Les opérations de titrisation**

#### **171. La titrisation de créances commerciales**

##### **1711. La qualité des créances commerciales**

##### **1712. Trafigura Securitisation Finance**

##### **1713. Le principe de la titrisation des créances des créances commerciales**

##### **1714. Le rôle des agences de notation**

##### **1715. Les caractéristiques des émissions de produits titrisés de Trafigura**

\* Les caractéristiques spécifiques aux émissions de produits titrisés de Trafigura.

- Novembre 2004 ; notes à moyen terme ; 325 millions \$

- . 300 millions \$ ; AAA
- . 25 millions \$ ; BBB
- **Juin 2007** ; notes échéance 5 ans ; 430 millions \$
  - . 400 millions \$ ; AAA/Aaa ;
  - . 30 millions \$ ; BBB/Baa2 ;
- **Mai 2012** ; notes à moyen terme ; 430 millions \$
  - . 400 millions \$ ; AAA/Aaa ; Libor 1 mois + 240 bps
  - . 30 millions \$ ; BBB/Baa2 ; Libor 1 mois + 400 bps
- **Octobre 2014** ; notes à moyen terme ; 300 millions \$
  - . 279 millions \$ ; AAA/Aaa ; Libor 1 mois + 95 bps
  - . 21 millions \$ ; BBB/Baa2 ; Libor 1 mois + 225 bps
- **Juin 2017** ; notes ; échéance 3 ans ; 500 millions \$
  - . 235 millions \$ ; AAA/Aaa ; Libor 1 mois + 85 bps
  - . 230 millions \$ ; AAA/Aaa ; taux fixe + 85 bps
  - . 35 millions \$ ; BBB/Baa2 ; Libor 1 mois + 170 bps
- **Septembre 2018** ; notes échéance 3 ans ; 500 millions \$
  - . 185 millions \$ ; AAA/Aaa ; Libor 1 mois + 73 bps
  - . 280 millions \$ ; AAA/Aaa ; taux fixe mid swap + 73 bps
  - . 35 millions \$ ; BBB/Baa2 ; taux fixe mid swap +130bps
  - . 32 investisseurs servis ; investissement moyen 16 millions \$
- **Juillet 2021** ; notes échéance 3 ans ; 300 millions \$
  - . 139,5 millions \$ ; AAA/Aaa ; Libor 1 mois + 53 bps
  - . 139,5 millions \$ ; AAA/Aaa ; taux fixe mid-swap + 55 bps
  - . 21 millions \$ ; BBB/Baa2 ; taux fixe mid swap + 125 bps
  - . 16 investisseurs furent servis
- . Les banques impliquées dans cette émission étaient :
  - . Sumitomo Mitsui Banking Corp.
  - . Citi
  - . Société Générale
  - . Natixis
  - . Mizuho Bank
  - . Mitsubishi UFJ Financial Group
- **Mai 2024** ; notes échéance 3 ans ; 500 millions \$

- . 125 millions \$ ; AAA/Aaa ; taux flottant SOFR + 140 bps
- . 340 millions \$ ; AAA/Aaa ; taux fixe du Trésor +140 bps
- . 35 millions \$ ; BBB/Baa2 ; taux fixe + 275 bps
- . 18 investisseurs servis
- . Lloyds, Mizuho, SMBC, Société Générale étaient chefs de file
- . Natixis et MUFG étaient co-managers

\* Les caractéristiques communes aux émissions de produits titrisés de Trafigura.

### **1716. Le marché des émissions**

### **1717. L'évolution de la prime de risque liée aux émissions de Trafigura**

	<b>Notes AAA/Aaa</b>	<b>Notes BBB/Baa2</b>
<b>Mai 2012</b>	240 bps	400 bps
<b>Oct. 2014</b>	95 bps	225 bps
<b>Juin 2017</b>	85 bps	170 bps
<b>Sept.2018</b>	73 bps	130 bps
<b>Juil. 2021</b>	53 bps	125 bps

### **172. La titrisation des stocks de matières premières**

#### **1721. La finalité de la titrisation des stocks de matières premières**

#### **1722. Trafigura Commodity Finance, le véhicule de titrisation**

#### **1723. Le montage de l'opération de titrisation**

\* Trafigura vend à Trafigura Commodity Finance des stocks de :

- métaux
- pétrole

localisés dans 12 implantations en

- Europe
- Asie du Sud-Est
- Moyen Orient.

\* TCF finance cet achat par un placement privé de titres financiers (des notes) auprès de six établissements financiers :

- DBS Bank,

- Mizuko Bank,
- Natixis,
- Oversea Chinese Banking,
- The Bank of Tokyo Mitsubishi UFJ,
- Westpac.

#### **1724. Trafigura Commodity Finance se protège contre le risque de prix**

#### **1725. TCF se protège contre le risque de défaut de Trafigura**

#### **1726. Conclusion**

#### **173. Conclusion sur les opérations de titrisation**

#### **174. Un regard sur le passé**

### **18. Les financements structurés et le financement du négoce des matières premières**

#### **181. Le prépaiement d'un producteur de matières premières**

##### **1811. La définition du prépaiement**

##### **1812. Le prépaiement associé au financement de l'achat de TNK-BP**

#### **182. Le préfinancement des exportations de matières premières**

##### **1821. Un premier exemple : Sucres & Denrées**

##### **1822. Un deuxième exemple : Ghana Cocoa Board**

1993/1994	140 millions de dollars		
1997/1998	275 millions de dollars		
1998/1999	320 millions de dollars	24 banques	
<b>2007/2008</b>	<b>900 millions de dollars</b>	<b>24 banques</b>	<b>16 bps</b>
2009/2010	1 200 millions de dollars	33 banques	
2010/2011	1 500 millions de dollars	28 banques	
<b>2011/2012</b>	<b>2 000 millions de dollars</b>		
<b>2012/2013</b>	<b>1 500 millions de dollars</b>		<b>175 bps</b>
2013/2014	1 200 millions de dollars		70 bps
2014/2015	1 700 millions de dollars		60 bps
2015/2016	1 800 millions de dollars		62,5 bps
<b>2016/2017</b>	<b>1 800 millions de dollars</b>	<b>24 banques</b>	<b>67,5 bps</b>

2017/2018	1 300 millions de dollars	25 banques	
<b>2018/2019</b>	<b>1 300 millions de dollars</b>	<b>21 banques</b>	<b>62,5 bps</b>
2019/2020	1 300 millions de dollars	20 banques	
2020/2021	1 300 millions de dollars		
2021/2022	1 500 millions de dollars		
2022/2023	1 130 millions de dollars		

\* En mars 2012 et mars 2019, Cocobod a obtenu une nouvelle facilité à 3 ans d'échéance.

Mars 2012	200 millions de dollars	
<b>Mars 2019</b>	<b>300 millions de dollars</b>	<b>295 bps</b>

## 2. Le financement des sociétés de négoce

### 21. L'endettement à moyen et long terme des sociétés de négoce

#### 211. Les émissions obligataires sur les marchés financiers internationaux

##### 2111. Les premières émissions publiques de titres obligataires effectuées par des sociétés de négoce

- \* En septembre 2012, Louis Dreyfus fut la première société de négoce (à notre connaissance) à émettre à Singapour (où elles furent également cotées) des obligations hybrides et perpétuelles pour un montant de 350 millions de dollars.
- \* L'année suivante, en avril 2013, Trafigura a procédé à Singapour à une émission de titres obligataires hybrides et perpétuels pour un montant de 500 millions de dollars. Cette émission fut également cotée à Singapour.

#### 2112. Les devises utilisées par les sociétés de négoce lors des émissions de titres obligataires

- \* Dans la très grande majorité des émissions, les titres obligataires sont libellés en dollar américain. Les autres devises utilisées sont :
  - le dollar singapourien,
  - l'euro,
  - le franc suisse,
  - le remnibi,
  - le yen.

### **2113. Les titres obligataires émis par les sociétés de négoce**

\* Les sociétés de négoce ont émis des titres dans tous les compartiments des marchés de capitaux :

- obligations ordinaires,
- obligations hybrides et perpétuelles,
- euro medium term notes (EMTN),
- obligations convertibles,
- obligations domestiques chinoises (panda bonds).

### **212. Les crédits bancaires à moyen terme**

#### **213. Les prêts garantis par les réserves**

\* Sur le principe du prêt adossé à un gage, les sociétés de négoce peuvent obtenir des financements qui sont garantis par les réserves de matières premières.

\* Bien évidemment, ne sont concernées que les sociétés détenant ou acquérant des actifs miniers. Tel fut le cas de Castelton Commodities International (CCI). En novembre 2016, CCI a acquis :

- des actifs midstream et upstream détenus par Anardako Petroleum dans l'Est du Texas pour une valeur supérieure à 1 milliard de dollars,
- des actifs fonciers de 160 000 acres riches en réserves de gaz et de pétrole.

\* Ces actifs ont permis à Castleton d'accroître sa production de gaz de 320 MMcf (million de pieds carrés).

\* Le financement de ces acquisitions a été assuré par un prêt basé sur les réserves (Reserve based lending facility).

### **22. Les financements alternatifs aux emprunts à moyen et long terme**

#### **221. Le crédit-bail (sale and lease back)**

##### **2211. Les caractéristiques du crédit-bail**

##### **2212. Les avantages pour le négociant**

##### **2213. Les avantages pour la société de leasing**

##### **2214. Trafigura et les opérations de leasing**

- \* En 2013, Trafigura a acheté à un chantier naval chinois 5 tankers ayant chacun une capacité de transport de 50 000 tonnes de pétrole.
- \* Le 7 octobre 2016, Trafigura a annoncé la signature d'un contrat de lease back avec Bank of Communications Financial Leasing (une filiale de Bank of Communication of Shanghai) dans lequel la société de négoce :
  - vendait les 5 tankers qu'elle avait reçus du chantier naval, et
  - procédait à une location immédiate des 5 navires en time chart.
- \* Cette transaction fut une excellente opération financière pour Trafigura, car en 2013 le prix des tankers était bas et en 2016, relativement élevé.
- \* Ces tankers furent gérés par le desk Shipping de Trafigura.
- \* Toujours dans le domaine du leasing, Trafigura a annoncé le 1<sup>er</sup> juin 2017 que l'un de ses partenaires financiers (dont le nom n'a pas été révélé) avait commandé 32 tankers et chimiquiers d'une valeur de 1,5 milliard de dollars. Parallèlement, cette société avait conclu un accord avec Trafigura prévoyant que la société de négoce louerait en time chart ces navires (qui seraient livrés au quatrième trimestre 2018 et en 2019) et bénéficierait d'une option d'achat sur chacun d'eux.

## **222. Le financement des sociétés de négoce par des sociétés financières rémunérées par des royalties ou des streaming**

### **2221. Les spécificités d'une opération de streaming**

- \* L'opération de streaming est une transaction commerciale et financière qui est fractionnée et différée dans le temps.
- \* Dans un streaming se rencontrent une société minière et une société financière :
  - la société minière s'engage à livrer des matières premières,
  - la société financière finance la société minière et reçoit des matières premières aux conditions financières qui sont établies dans le contrat de streaming.

### **2222. Les clauses essentielles d'un contrat de streaming**

- \* Première clause. La quantité de métal livrée par le vendeur (l'exploitant de la mine) et acquise par l'acheteur (l'utilisateur des métaux) peut être :
  - mensuelle,
  - trimestrielle,

- annuelle.
- \* Deuxième clause. La durée de l'opération de streaming est généralement très longue :
- de 5 jusqu'à 20 ans et plus,
  - parfois jusqu'à l'épuisement de la mine.
- \* Troisième clause. Le prix payé par l'acheteur lors de chaque livraison (mensuelle, trimestrielle...) est généralement un pourcentage (30 % ; 50 % ; 80 %) du prix spot prévalant lors de la livraison (mais d'autres modalités sont envisageables).
- \* Quatrième clause. Lors de la signature du contrat, l'acheteur procède à un paiement comptant au bénéfice du vendeur. Ce paiement est théoriquement égal à la valeur actualisée de la fraction non acquittée du prix du métal multipliée par la quantité livrée lors de l'ensemble des livraisons.
- \* Par voie de conséquence, plus le prix acquitté à chaque livraison est faible et plus le paiement comptant à la signature du contrat de streaming est élevé.

### **2223. Le contrat de streaming signé par Glencore et Wheaton Precious Metals le 3 novembre 2015**

- \* Le contrat de streaming signé par Glencore et Wheaton Precious Metals prévoyait la livraison (par Glencore) et la réception (par Wheaton Precious Metals) de 33,75 % de la production d'argent de la mine Antamina.
- \* Le chiffre de 33,75 % n'était pas dû au hasard. Il correspondait à l'intérêt de Glencore dans Antamina. Les trois autres actionnaires de la mine Antamina sont :
- BHP Billiton : 33,75 %
  - Teck Resources : 22,50 %
  - Mitsubishi : 10,00 % (un conglomérat japonais).
- \* Il était prévu que la quantité livrée par Glencore serait toutefois réduite à 22,50 % quand la somme cumulée des premières livraisons atteindra 140 millions d'onces. Quand ce dernier chiffre sera atteint, Glencore conservera 11,25 % de la production d'argent d'Antamina.
- \* A chaque livraison d'argent métal, Wheaton Precious Metals verse à Glencore 20 % du prix prévalant sur le marché spot de l'argent métal.
- \* Le 3 novembre 2015, Wheaton a versé 900 millions de dollars à Glencore, une somme importante, mais qui se justifie par la faiblesse du taux de 20 %.

## **2224. Le contrat de streaming signé le 10 février 2016 par Glencore et la société canadienne Franco Nevada**

- \* Ce contrat a permis à Glencore de recevoir 500 millions de dollars versés par Franco Nevada.
- \* Franco Nevada a financé ce versement par l'émission de 11,5 millions d'actions au prix de 47,85 dollars souscrites par un syndicat bancaire dirigé par BMO Capital Markets, CIBC Capital Markets, RBC Capital Markets et Scotiabank.

## **2225. Les deux finalités possibles d'un contrat de streaming**

### **23. L'augmentation des fonds propres**

#### **231. L'introduction en bourse**

##### **2311. Les arguments en faveur à l'introduction en bourse**

##### **2312. Les arguments en défaveur de l'introduction en bourse**

##### **2313. Le cas spécifique de Glencore**

\* Le parcours boursier de Glencore est intéressant à observer.

- Courant mai 2011, le cours d'introduction en bourse est fixé à 530 pence.
- Le marché gris débute à Londres le 19 mai.
- Le lundi 24 mai, le jour de l'introduction en bourse, le cours de Glencore termine à 525 pence (avec un plus bas de 507 en cours de séance).
- Le plus bas historique de 68,62 pence fut atteint le 28 septembre 2015.
- Il faudra attendre le 13 avril 2022 pour que Glencore retrouve son cours d'introduction. Ce jour-là, le prix de l'action en fin de journée était 530,1 pence.
- Le 14 novembre 2022, Glencore cotait 509,9 pence.
- Le 7 février 2023, l'action cotait 547,90 pence.
- Le 15 mars 2023, Glencore cotait 412,00 pence.
- Le 19 janvier 2024, Glencore cotait 420,90 pence.
- Le 10 janvier 2025, Glencore cotait 367,20 pence.
- Le 3 février 2025, Glencore cotait 342,10 pence.

## **232. L’élargissement de la base capitalistique des sociétés de négoce**

### **2321. L’appel à des fonds souverains**

- \* **Trois exemples** significatifs. Ils concernent Qatar Holding, Temasek Holding, un fonds souverain de Singapour et ADQ, un fonds souverain d’Abou Dhabi.

#### **23211. Qatar Holding**

- \* **Qatar Holding** était le plus gros actionnaire de Xstrata. Glencore ayant pris le contrôle de cette société minière, Qatar Holding est devenu le **premier actionnaire** de la société de négoce, ce qu’il est toujours en 2025.

#### **23212. Temasek Holding**

- \* **Temasek Holding** est un fonds souverain singapourien.
- \* En novembre 2012, Temasek détenait 16 % du capital d’Olam.
- \* En mars 2014, étant venu au secours d’Olam qui était attaqué par Muddy Waters, Temasek détenait 24,6 % du capital de la société de négoce.
- \* À la suite d’une OPA et d’une importante restructuration du capital d’Olam, Temasek détient 53,5 % du capital de la société de négoce. Le deuxième actionnaire est Mitsubishi avec environ 20 % du capital. Les deux actionnaires coopèrent pour diriger et contrôler Olam.

#### **23213. ADQ**

- \* **ADQ est un fonds souverain d’Abu Dhabi.** Le 11 novembre 2020, un communiqué du Groupe Louis Dreyfus (ou de Margarita Louis-Dreyfus) annonçait qu’un accord avait été signé avec ADQ, un fonds souverain d’Abu Dhabi. Cet accord entraînait la cession par le Groupe Louis Dreyfus de 45 % du capital de la société de négoce. La participation d’ADQ dans la société de négoce n’était pas directe, mais, *in fine*, le chiffre de 45 % était bien réel.

### **2322. L’appel à des fonds d’investissement, des sociétés de private equity et des family offices**

#### **23221. Cofco International/Hopu Investment**

- \* Hopu Investment est un fonds chinois de private equity.
- \* Hopu faisait partie du premier tour de table ayant abouti à la création de Cofco International. Il a joué un rôle important en avril 2014 lors de l’acquisition par Cofco des 51 % de la division agroalimentaire de Noble.

- \* En 2020, lors de la restructuration du capital de Cofco International (deuxième tour de table), Hopu est demeuré un actionnaire minoritaire, mais influent de Cofco International.

### **23222. Freepoint Commodities/Stone Point Capital**

- \* Stone Point Capital est un soutien financier de Freepoint Commodities, depuis la création de la société de négoce en mars 2011.
- \* A cette époque, le financement de Stone Point Capital aurait atteint plusieurs centaines de millions de dollars.

### **23223. Trailstone/Riverstone**

### **23224. Castleton Commodities International/Family offices**

- \* Les family offices de :

- Paul Tudor Jones
- Timothy Barakett
- Glenn Dubin
- Paul Fribourg

ont beaucoup contribué au capital de Castleton Commodities International lors de la création de cette société de négoce en octobre 2012. Ils en sont aujourd’hui des actionnaires vigilants.

### **23225. Traxys/Fonds d’investissement/Private equity**

- \* En 2003, en accord avec le management de la société de négoce, Pegasus Capital Advisors et Kelso & Company, deux firmes de private equity ont pris une participation majoritaire dans le capital de Traxys, une société spécialisée dans le négoce des métaux.
- \* En 2007, Resource Capital Fund (un fonds d’investissement) entre au capital de Traxys.
- \* En 2014, Carlyle Group et les filiales de Louis M. Bacon (le créateur, président et directeur général de Moore Capital Management) ont acquis de Pegasus Capital Advisors, de Kelso & Company et de Resource Capital Fund une participation majoritaire dans Traxys.
- \* En février 2023, Traxys a annoncé un renouvellement de son actionnariat à la suite du départ de Carlyle Group et des filiales de Louis M. Bacon.
- \* Les nouveaux actionnaires sont :
  - Optiver, une société qui fait de la tenue de marchés (entre autres spécialisée dans le trading des produits dérivés),
  - CoLift, une société d’investissement,

- un groupe d’investisseurs actifs dans les matières premières et les ressources naturelles conduit par Regent Mercantile Holdings et LOM Financial Group.
  - Regent Mercantile est une société privée localisée aux Bermudes qui investit dans un vaste échantillonnage de projets, entre autres le financement des mines de matières premières (potasse, or, uranium, cuivre, minerai de fer, lithium etc.).
  - Également localisée aux Bermudes, LOM Financial Group propose un vaste panorama de services financiers (gestion d’actifs, courtage, service de garde et de conservation, etc.) pour des clients institutionnels et des particuliers (high net-worth individuals) du monde entier.

## **23226. IXM**

### **2323. L’appel à un partenaire industriel (dans un premier temp) ou financier (dans un deuxième temps) – L’exemple de Mercuria**

- \* Des conversations approfondies auraient été conduites par MD-DJ avec Blackstone, mais elles n’ont pas abouti à un accord.
- \* **Le 22 octobre 2015**, Bloomberg révèle que **Mercuria est en discussion avancée avec China National Chemical Corporation (ChemChina)**.

### **3. La finance joue un rôle de plus en plus important dans la vie des sociétés de négoce**

#### **31. Les besoins de financement à long terme ne cessent de croître**

#### **32. Les besoins de financement à court terme sont très élevés**

#### **321. Le financement des dépôts de garantie et des appels de marge peut mettre les sociétés de négoce en grande difficulté**

\* Au premier semestre 2022, induits par l’extrême volatilité des prix du gaz, du GNL, de l’électricité, du pétrole et de plusieurs matières premières minérales, les dépôts de garantie (initial margin) et les appels de marge (margin call) exigés par les chambres de compensation des marchés dérivés ont conduit les sociétés de négoce à demander à leurs banques de très importantes augmentations de leurs lignes de crédit (RCF), des hausses qui ne furent pas toujours accordées.

#### **322. Les crédits transactionnels induisent pour les banques d’importants risques de crédit (risques de contrepartie)**

\* Les besoins de financement directement liés à l'activité commerciale (les crédits transactionnels) ne sont guère compressibles. Les montants prêtés par les banques induisent des risques de contrepartie qu'elles sont de plus en plus réticentes à assumer. Trois exemples illustrent cette réticence.

- Conséquence du paiement d'une pénalité de 8,9 milliards de dollars (jugement du tribunal de Manhattan du 1<sup>er</sup> mai 2015), BNP Paribas avait réduit ses activités dans le financement des opérations de négoce (la pénalité était liée aux activités de la banque dans le financement du négoce, mais il n'y avait pas de défaut des débiteurs). C'est la banque en tant que telle qui a été sanctionnée pour avoir violé l'embargo imposé par les Etats-Unis à Cuba, à l'Iran, au Soudan et à la Libye (BNP Paribas était jusqu'à cette date la banque la plus active dans le commodity trade finance (CTF)).
- En août 2020, à la suite de pertes essuyées à Singapour et au Moyen Orient dans le commodity trade finance, BNP Paribas a décidé de cesser tout nouveau financement d'opérations de négoce en Europe, en Asie, en Afrique et au Moyen Orient.
- Quelques mois plus tard, la banque abandonnait une activité que la filiale suisse de Paribas, dirigée à l'époque par Christian Weyer, avait créé dans les années 1970. Cette activité avait fait la gloire et la fortune de BNP Paribas (une « fortune » écornée par les incidents bancaires de l'année 2020 et, surtout, la pénalité de 8,9 milliards de dollars précédemment mentionnée).

### **33. Les sociétés de négoce recourent à l'ingénierie financière**

#### **331. Les émissions obligataires**

#### **332. Les émissions de produits titrisés**

##### **3321. Les titrisations adossées à des créances commerciales**

\* En juin 2000, Glencore a émis 700 millions de dollars de titres à court terme adossés à des créances commerciales.

\* Les émissions de Trafigura

<b>Les émissions de Trafigura</b>	<b>Montant des émissions</b>
Novembre 2004	325 millions de dollars
Juin 2007	430 millions de dollars
Mai 2012	430 millions de dollars
Octobre 2014	300 millions de dollars

Juin 2017	500 millions de dollars
Septembre 2018	500 millions de dollars
Juillet 2021	300 millions de dollars
Mai 2024	500 millions de dollars

### **332. Les titrisations adossées à des stocks de matières premières**

- \* En 2003, Glencore a procédé à la première émission de produits titrisés garantis par des actifs réels.
- \* Cette technique fut réutilisée par Trafigura en novembre 2017 pour financer des stocks de pétrole et de métaux à hauteur de 470 millions de dollars.

### **333. L'émission d'obligations convertibles zéro coupon**

- \* Le troisième exemple du recours des sociétés de négoce à l'ingénierie financière est l'émission par Glencore, en mars 2018 de 500 millions de dollars d'obligations convertibles zéro coupon échéance 2025 (Cette émission fut complétée en septembre 2018 par une autre de 150 millions de dollars d'obligations convertibles fongibles avec celles émises en mars 2018).
- \* Ces obligations convertibles seront exercées le 27 mars 2025, mais elles se concluront par un paiement en liquidité (ces titres sont des « bonds cash-settled only »).

### **34. Les sociétés de négoce font de la gestion de risque et du financement d'opérations de négoce pour le compte de tiers**

- \* Dans un article publié par Global Trade Review le 17/08/2016, Jean-François Lambert (un très fin connaisseur du monde du négoce) affirmait que « Very large trading houses such as Cargill, Bunge, Dreyfus, ADM (...) have built structured finance teams internally. The rôle of these teams is to support the physical traders in offering financial solutions adding value to commercial propositions (...). This is a very large business for them and one where their financial engineering skills are at par or above commercial banks. »

### **35. Le négoce des matières premières financières (paper trading) vs le négoce des matières premières physiques**