

## **Gunvor**

Créé en mai 2000, Gunvor est une société de négoce enregistrée à Amsterdam dont l'unique objectif à sa création était de faciliter les exportations du pétrole produit en Russie. Les deux principaux actionnaires de Gunvor étaient Gennady Timchenko, un ami du Président Poutine, et Torbjörn Törnqvist, un homme d'affaires suédois. À la suite de l'invasion de la Crimée, les sanctions imposées à la Russie par les Etats-Unis et les pays occidentaux ont conduit Timchenko à vendre à Törnqvist les 49,3 % du capital de Gunvor qu'il détenait. Törnqvist possédait alors 87 % des actions de la société de négoce. La vente des actions de Timchenko fut effective le 19 mars 2014, la veille du jour où devaient s'appliquer les sanctions qui auraient eu pour conséquence la très probable disparition de Gunvor. Dans les mois qui ont suivi, Torbjörn Törnqvist a revendu une partie de ses titres, car en mai 2018 le site de la société de négoce précisait qu'il possédait 64 % du capital. Le 31/12/2019, Torbjörn Törnqvist détenait 80,01 % du capital de Gunvor. Le 31/12/2020, à la suite du rachat des actions détenues par des employés actionnaires qui avaient quitté Gunvor en 2020, le pourcentage était remonté à 86,9 % (Zhdannikov, 26 janvier 2021).

Depuis 2020, le comité exécutif de Gunvor comprend 11 membres, tous actionnaires de la société de négoce. Le nombre était auparavant de 7. La croissance des activités de Gunvor aux Etats Unis (la filiale américaine regroupait 120 employés en décembre 2020) et dans le négoce du GNL justifiait la promotion et la présence au comité exécutif des principaux responsables de ces deux activités.

### **1. Le développement des activités de Gunvor**

A l'origine, en mai 2000, Gunvor achetait et vendait un seul produit, avait une seule implantation et ne disposait pas d'actifs industriels. Les choses ont beaucoup changé.

Depuis juin 2003, le quartier général de Gunvor est à Genève. Des bureaux sont implantés à Singapour (novembre 2007), Nassau aux Bahamas (février 2011 ; il sera fermé en 2018), Dubaï (août 2011), Shanghai (mai 2014), Houston et Stamford aux Etats Unis (2017), Londres et Berlin (2019). En 2020, environ 1600 employés travaillaient pour Gunvor.

L'extension géographique de ce négociant s'est accompagnée d'une volonté de diversifier les matières premières négociées. Le succès ne fut pas toujours au rendez-vous. Le pétrole est la matière première de référence suivie des produits pétroliers, mais le gaz naturel

liquéfié (GNL) prend de plus en plus d'importance. En 2019/2020, Gunvor était l'un des plus actifs négociants indépendants opérant dans le GNL (En 2022, il est très probablement le plus actif). Ayant le souhait de devenir un négociant dans l'énergie et pas uniquement dans le pétrole, Gunvor négocie du charbon et, comme nous le verrons *infra*, a investi dans des actifs charbonniers. Ouvert en décembre 2013, le desk dédié au négoce des métaux fut rapidement fermé. Le seul trader sur les produits agricoles (il n'opérait pas sur le physique) a vu, lui aussi, son desk être fermé.

Centré sur le pétrole et les produits pétroliers, le volume des opérations de négoce de Gunvor ne cesse de croître, et ce de manière régulière.

### **Volume des opérations de négoce**

- 2010 : 104 millions de tonnes,
- 2012 : 130 millions de tonnes,
- 2013 : 131 millions de tonnes,
- 2014 : 137 millions de tonnes,
- 2015 : 180 millions de tonnes,
- 2016 : 153 millions de tonnes\*
- 2017 : 184 millions de tonnes,
- 2018 : 184 millions de tonnes,
- 2019 : 198 millions de tonnes,
- 2020 : 191 millions de tonnes,
- 2021 : 240 millions de tonnes,

\*A compter de 2016, le tonnage ne prend plus en compte le négoce des certificats carbone, ce que faisaient les chiffres antérieurs. En intégrant le volume de ces certificats, le chiffre de 2016 serait 187 millions de tonnes.

### **Volume négocié de matières premières**

- 2020 : 2,7 millions b/d équivalent pétrole,

### **Volume négocié de GNL**

- 2019 : 16 millions de tonnes,

La diversification concerne également les marchés et les sources d'approvisionnement en pétrole. En 2009, la moitié du brut négocié par Gunvor provenait de Russie. En 2015, la société de négoce était opérationnelle dans 100 pays et s'approvisionnait dans 35 d'entre eux alors que la Russie était en 2000 la seule source d'approvisionnement et le pétrole la seule matière première négociée.

## **2. Le financement de Gunvor**

Le volume et la composition des financements d'une société de négoce sont très souvent les meilleurs indicateurs de son développement. Voyons ce qu'il en est pour Gunvor.

La première facilité bancaire renouvelable (revolving credit facility, RCF) d'un montant de 370 millions de dollars fut obtenue par la société de négoce en 2008.

En 2013, Gunvor a procédé à sa première émission obligataire. Son objectif était de lever 300 millions de dollars, mais le livre d'ordres s'étant élevé à 2,75 milliards de dollars, le montant de l'émission fut relevé à 500 millions. Il s'agissait de titres à 5 ans ayant un coupon de 5,875 %. Ils étaient cotés sur le marché boursier de Singapour. Crédit Suisse, Goldman Sachs, ING et Société Générale étaient conjointement teneurs du livre de cette émission.

En 2017, deux RCF d'un montant cumulé de 2,525 milliards de dollars lui furent accordées, des financements auxquels il faut ajouter trois borrowing base facilities (BBF) d'un montant de 1,665 milliard de dollars : 340 millions (accordés en mai) pour le financement des stocks de pétrole et des opérations effectuées au Petroterminal de Panama (voir le paragraphe 3 de cette monographie) ; 450 millions (obtenus en juillet) pour le financement des actifs circulants de la raffinerie d'Ingolstadt et 875 millions (accordés en novembre) pour le financement des opérations courantes de Gunvor aux Etats-Unis et au Canada.

En 2020, Gunvor a emprunté 3,59 milliards de dollars et 750 millions d'euros, pour l'essentiel, à partir de borrowing based facilities (voir l'annexe 1).

En 2021, Gunvor a emprunté 5,892 milliards de dollars et l'équivalent de 236 millions de dollars en yen. Les financements obtenus et rendus publics par Gunvor sont détaillés et regroupés ci-joint.

## Les financements de Gunvor en 2021

### 21 juin 2021

- En avril 2021, Gunvor souhaitait refinancer la RCF de 450 millions de dollars obtenue le 22 juin 2020 (cette facilité avait pour objet de financer le besoin en fond de roulement et les besoins généraux de financement de Gunvor en Asie).
- En avril 2021, la demande de Gunvor portait sur 450 millions de dollars.
- La RCF demandée par Gunvor fut sursouscrite à hauteur de 85 %, ce qui a permis à la société de négoce d'obtenir 830 millions de dollars,
- Cette facilité à un an d'échéance bénéficiait d'une option donnant à Gunvor la possibilité de renouveler la RCF aux mêmes conditions pour une période de 12 mois (extension option).
- Le syndicat bancaire regroupait 25 banques.

### 8 juillet 2021

- Gunvor a obtenu une facilité bancaire de 872,5 millions de dollars.
- Cette facilité avait l'originalité d'être un financement qui n'apparaissait pas au bilan de Gunvor (« an off balance sheet instrument facility »).
- La demande initiale de Gunvor était de 600 millions de dollars, mais l'offre des partenaires bancaires de Gunvor a fait apparaître une sursouscription de 45 %, ce qui a permis à Gunvor d'obtenir un financement de 872,5 millions de dollars.
- Avant de prendre connaissance de cette opération financière, le rédacteur de cette monographie:
  - . ignorait qu'il était possible de monter une transaction de cette nature, sauf à considérer qu'il s'agissait d'une "opération privée,"
  - . ne comprend pas très bien, s'il s'agit d'une opération privée, pourquoi elle fut rendue publique par un communiqué de presse de l'emprunteur,
  - . ne comprend pas très bien pourquoi une banque (ou un syndicat bancaire) accepte de ne pas faire apparaître au bilan de l'emprunteur un financement auquel elle (il) contribue,
  - . ne comprend pas très bien pourquoi un emprunteur rend public par un communiqué de presse un financement qui n'apparaît pas à son bilan.

### **30 septembre 2021**

- Gunvor a émis des notes à 5 ans d'échéance au taux de 6,25 % pour un montant de 300 millions de dollars.
- Ces notes garanties (« unconditionally and irrevocably ») par Gunvor sont négociées sur le Global Exchange Market of the Irish Stock Exchange (Euronext Dublin).
- L'émission de ces notes a permis à Gunvor de diversifier ses sources de financement et d'allonger la maturité moyenne de son endettement.

### **4 novembre 2021**

- Gunvor a renouvelé une BBF dont l'objet était de financer les activités de la filiale américaine de Gunvor.
- Le montant de cette BBF s'élevait à 1,33 milliard de dollars auquel il faut ajouter un accordion de 500 millions 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).
- Dans le syndicat de 16 banques internationales figuraient Rabobank, ING Capital, Natixis, Société Générale, Crédit Agricole, Sumitomo Mitsui Banking Corporation, Mitsubishi UFG Bank, etc.
- Accordée pour la première fois en octobre 2016, la BBF finançant la filiale américaine de Gunvor fut régulièrement renouvelée. Son montant a connu une progression régulière :
  - . 3 octobre 2016 : 500 millions de dollars,
  - . 7 novembre 2017 : 875 millions de dollars,
  - . 29 novembre 2018 : 1 000 millions de dollars,
  - . 6 novembre 2019 : 1 100 millions de dollars,
  - . 23 novembre 2020 : 1 100 millions + accordion de 500 millions de dollars,
  - . 4 novembre 2021 : 1 330 millions + accordion de 500 millions de dollars.

## **17 novembre 2021**

- Gunvor a refinancé une RCF destinée au financement de ses activités européennes. Elle avait été obtenue en novembre 2020 (une tranche d'un an de 1 050 millions de dollars) et en 2018 (une tranche à trois ans d'échéance de 380 millions de dollars).
- La RCF de 2021 avait deux tranches.
  - . La tranche A ayant une échéance d'un an atteignait 1 175 millions de dollars et bénéficiait de trois options donnant à Gunvor la possibilité de la renouveler aux mêmes conditions pour trois fois un an (extension option).
  - . La tranche B de 280 millions de dollars avait une échéance de trois ans. Elle bénéficiait elle également d'une option donnant la possibilité de la renouveler aux mêmes conditions pour un an.
  - . En complément à ces deux tranches, Gunvor avait obtenu un accord de 400 millions de dollars

## **16 décembre 2021**

- Gunvor a négocié et obtenu une nouvelle BBF dédiée au financement des besoins induits par les activités de négoce dans le GNL (y compris les activités liées au shipping).
- Le montant de cette BBF était de 1 135 millions de dollars.

## **28 décembre 2021**

- Gunvor a procédé à un emprunt de 27 milliards de yen (environ 236 millions de dollars) ayant une échéance de 3 ans. Cette opération était la première opération "samourai" réalisée par Gunvor sur le marché domestique japonais.
- Le coût de financement de cet emprunt est lié au Tokyo Overnight Average Rate (TONA, le taux d'emprunt pratiquement sans risque du marché monétaire japonais. Le TONA est le taux qui a remplacé le Libor JPY).
- Ce crédit a été syndiqué par 14 banques japonaises.

## **En résumé : de 2008 à 2021**

- Les volumes annuels de financement de Gunvor n'ont cessé de croître régulièrement

- Les modalités de financement se sont diversifiées. Gunvor a eu recours à des revolving credit facilities, des borrowing based facilities, des facilités bancaires non enregistrées dans son bilan (off balance sheet facilities), des emprunts bancaires à moyen terme, des émissions obligataires. La société de négoce a également bénéficié d'accordion.
- Gunvor s'est financé en dollar, en euro et en yen.

### **3. Les actifs logistiques de Gunvor**

Etant à sa création un négociant dont l'objectif était l'écoulement du pétrole russe, ses actifs logistiques et d'infrastructure étaient très ciblés. Gunvor possédait 50 % de Novorossiysk Fuel Oil Terminal et 50 % de Neuskaya Pipeline Company. Opérationnel à compter de 2011, Gunvor détenait 100 % d'Ust-Luga Oil Products Terminal, un terminal pétrolier de 30 millions de tonnes annuelles avec des capacités de stockage de 960 000 m<sup>3</sup>. Construit par Gunvor, ce terminal était accessible aux tankers de 300 000 tonnes de port en lourd.

La diversification des approvisionnements et le développement international de Gunvor ont réduit l'utilité et l'intérêt de ces infrastructures, ce qui a conduit la société de négoce à les céder. En juillet 2015, Gunvor a vendu 74 % du capital d'Ust-Luga Oil Products Terminal et conservé le solde de 26 %. Les 50 % de Neuskaya Pipeling Company furent cédés en novembre 2015 et les 50 % de Novorossiysk Fuel Oil Terminal furent vendus en mars 2016.

Ces ventes ont adapté le portefeuille des actifs logistiques à la nouvelle ventilation des activités de Gunvor et permis d'investir dans de nouvelles infrastructures. Mentionnons la construction d'un terminal pétrolier en Indonésie (géré par une coentreprise entre Gunvor et Oiltanking GmbH) qui est opérationnel depuis juin 2016 avec des capacités de stockage de 730 000 m<sup>3</sup>. Gunvor possède également un intérêt minoritaire au capital de Petroterminal de Panama dont les principaux actifs sont des capacités de stockage (9 millions de barils) et un pipeline reliant les océans Atlantique et Pacifique dont la capacité de transport est de 600 000 barils/jour.

#### **4. Les actifs industriels et le développement vers l'aval de Gunvor**

Gunvor s'est développée en aval par l'achat de trois raffineries chacune détenue à 100 % par l'entremise d'une filiale.

- En mars 2012, la société de négoce a acquis une unité de raffinage de 107 500 barils/jour implantée à Anvers qui appartenait à Petroplus (une société française mise en faillite). Cette raffinerie dispose de capacités de stockage de 1,1 millions de m<sup>3</sup>.

- Gunvor Refinery Ingolstadt est une unité de 110 000 barils/jour achetée en mai 2012, toujours à la suite de la faillite de Petroplus. Elle alimente l'Allemagne du Sud et l'Autriche. Elle est approvisionnée par un pipeline de 750 kilomètres venant de Trieste. Gunvor a acquis en décembre 2012 une participation de 9 % au capital de la société qui gère le pipeline afin de sécuriser l'approvisionnement de cette raffinerie.

- Gunvor Petroleum Rotterdam est une raffinerie de 88 000 barils/jour implantée à Rotterdam. Elle a été achetée à Koweit Petroleum International en février 2016.

#### **5. Le développement de Gunvor en amont de ses activités de négoce**

Gunvor s'est peu développé en amont. Deux opérations sont à retenir. En 2009, le négociant a acquis un intérêt minoritaire dans l'exploration du pétrole en mer Caspienne. Deuxième opération, Gunvor a investi dans des mines de charbon en Afrique du Sud, en Russie (Kolmar coal mine à Yakutia) et en Amérique. En octobre 2011, la filiale américaine de Gunvor a acquis pour 400 millions de dollars le tiers du capital de Signal Peak Energy, une mine de charbon ayant des réserves de 431 millions de tonnes et une production annuelle de 13 millions de tonnes. Cet investissement permet à Gunvor de négocier la production de charbon de la mine.

#### **6. Les performances économiques et financières de Gunvor**

Les dirigeants de Gunvor sont très discrets sur les performances de la société qu'ils dirigent.

Le chiffre d'affaires annuel est très régulièrement publié, mais cet indicateur n'est guère significatif, car il est étroitement dépendant du prix des matières premières qui sont négociées.



## **Chiffre d'affaires de Gunvor**

- 2010 : 65 milliards de dollars,
- 2012 : 93 milliards de dollars,
- 2013 : 91 milliards de dollars,
- 2014 : 88 milliards de dollars,
- 2015 : 64 milliards de dollars,
- 2016 : 47 milliards de dollars,
- 2017 : 63 milliards de dollars,
- 2018 : 87 milliards de dollars,
- 2019 : 75 milliards de dollars,
- 2020 : 50 milliards de dollars,
- 2021 : 135 milliards de dollars,

La croissance des volumes négociés est un critère plus intéressant et pertinent à observer que ne l'est l'évolution du chiffre d'affaires. Si la progression des volumes est régulière, comme il le fut précédemment mentionné, celle des profits l'est beaucoup moins. Sur la période 2010/2021, le montant annuel moyen des profits de Gunvor est tout proche de 400 millions de dollars, mais la volatilité est forte (267 millions de dollars en 2014 ; 1 250 millions en 2015 ; 160 millions en 2017 ; pertes (dont le montant n'a pas été communiqué en 2018) ; 435 millions en 2019 ; 320 millions de dollars en 2020 et 726 millions de dollars en 2021).

### **Ebitda**

- 2011 : 575 millions de dollars,
- 2012 : 719 millions de dollars,
- 2013 : 752 millions de dollars,
- 2014 : 860 millions de dollars,

### **Profit brut**

- 2020 : 1 660 millions de dollars,
- 2021 : 1 544 millions de dollars,

## **Profit net après impôt**

- 2010 : 300 millions de dollars (environ),
- 2011 : 400 millions de dollars (environ),
- 2012 : 301 millions de dollars,
- 2013 : 308 millions de dollars,
- 2014 : 267 millions de dollars,
- 2015 : 1 250 millions de dollars,
- 2016 : 315 millions de dollars,
- 2017 : 162 millions de dollars,
- 2018 : Pertes (montant non révélé),
- 2019 : 435 millions de dollars\*,
- 2020 : 320 millions de dollars,
- 2021 : 726 millions de dollars,

\* Le profit de 2019 publié le 2 juin 2020 (381 millions de dollars) fut par la suite revu à la hausse (435 millions de dollars), voir Julia Payne (may 2021).

Le profit de 1 250 millions de dollars pour l'année 2015 est tout à fait exceptionnel. Pour l'essentiel il n'est pas dû à des activités de négoce, mais aux plus-values induites par la vente précédemment mentionnée d'importantes infrastructures. Cette transformation du portefeuille d'actifs logistiques reflétait en 2015 une très nette évolution de la stratégie et des activités de Gunvor.

Le profit de 320 millions de dollars pour l'année 2020 a été amputé par des charges exceptionnelles de 340 millions de dollars liées à la mise en sommeil de la raffinerie d'Anvers et à la fermeture de deux unités de distillation de pétrole brut de la raffinerie de Rotterdam. Consécutivement à ces deux fermetures, la capacité de raffinage de Gunvor fut réduite à 110 000 b/j (ce qui correspond à celle d'Ingostadt). Comme pour l'année 2015, les résultats exceptionnels enregistrés en 2020 (en l'occurrence des pertes) reflètent une nouvelle évolution stratégique de Gunvor, à savoir l'abandon des activités en aval du négoce du pétrole.

## **7. Gunvor et la Justice**

En conclusion d'une enquête débutée à la fin de l'année 2011, Gunvor a été mis en cause en 2017 par la Justice suisse pour certaines activités internationales. La société de négoce fut pénalisée en octobre 2019 à hauteur de 94 millions de francs suisses pour avoir eu recours à la corruption dans ses activités en République du Congo et en Côte d'Ivoire. Le bureau du Procureur général de la Suisse précisait « The Geneva commodities trader has been convicted of failing to take all the organizational measures that were reasonable and necessary to prevent its employees and agents from bribing public officials in order to gain access to the petroleum markets in the Republic of Congo and Ivory Coast. »

Très « profil bas » devant cette pénalité, T. Tornquist a déclaré « I promised my employees, stakeholders and my family that we will never find ourselves in this position again. »

Bad luck ! En avril 2021, un ancien employé de Gunvor a plaidé coupable de corruption auprès de la Justice américaine qui avait porté plainte en août 2020. Cet employé a reconnu avoir versé (avec d'autres comparses) 22 millions de dollars de pots de vin à des fonctionnaires de l'Equateur pour obtenir des contrats de la société pétrolière équatorienne. Cette corruption a duré de 2012 à 2020. L'employé corrupteur avait travaillé pour Gunvor jusqu'en 2018. Quand il a juridiquement quitté Gunvor, il fut mandaté par son ancien employeur pour poursuivre ses activités commerciales illicites. Suite à cet incident, Gunvor s'est engagé à renoncer aux services d'« agents » travaillant pour le compte de la société de négoce.

### **Annexe**

#### **Les financements de Gunvor en 2020**

**28 janvier 2020**

- Le montant de la borrowing-based facility obtenue par Gunvor était de 725 millions de dollars,
- Le taux d'intérêt était adossé à des critères de durabilité,
- Cette BBF permettait de refinancer une facilité obtenue en 2019.

## **18 juin 2020**

- La borrowing-based facility de 450 millions d'euros était destinée au financement de la raffinerie d'Ingolstadt,
- Le taux d'intérêt était adossé à des critères de durabilité,

## **13 novembre 2020**

- La RCF dont bénéficiait Gunvor atteignait 1 225 millions de dollars.
- Le montant initialement prévu (1 000 millions) fut relevé à la suite d'une très forte demande des établissements financiers composant le syndicat bancaire et participant au financement de Gunvor,
- La RCF obtenue le 13/11/2020 avait deux tranches :
  - La tranche A d'un montant de 1 005 millions de dollars avait une échéance de 364 jours et bénéficiait de 3 options de renouvellement de 364 jours,
  - La tranche B de 220 millions de dollars avait une échéance de 3 ans et bénéficiait d'une option de renouvellement de 364 jours.
- Cette RCF avait pour finalité de répondre aux besoins généraux de financement de Gunvor. Elle permettait de refinancer :
  - la tranche à 364 jours d'échéance de la RCF européenne obtenue en 2018 d'un montant de 1 165 millions de dollars,
  - la tranche à 3 ans d'échéance de la RCF européenne obtenue en 2017.
- Le syndicat bancaire était caractérisé par la très grande diversité géographique des banques le composant.

## **23 novembre 2020**

- Destinée à financer les activités de la filiale américaine de Gunvor, la troisième BBF de 1 100 millions de dollars bénéficiait d'un accordion de 500 millions susceptible d'être activé dans l'hypothèse d'une hausse importante des activités de Gunvor aux Etats Unis,
- Cette BBF était arrangée conjointement par Rabobank, ING, Natixis et Société Générale. Rabobank était également teneur du livre et agent administratif,
- Cette BBF permettait de refinancer une BBF de 1 100 millions de dollars obtenue en novembre 2019.

#### 4 décembre 2020

- D'un montant de 540 millions de dollars, la quatrième BBF était destinée au financement des stocks et du négoce du biofioul ainsi qu'aux activités des sites industriels (Gunvor en possède deux en Espagne) et des actifs facilitant les opérations de mélange (blending) localisés en Europe en Asie et aux Etats Unis.
- Credit Agricole et Rabobank étaient les arrangeurs mandatés et les teneurs du livre.

#### 21 décembre 2020

- Confronté aux réticences de plus en plus affirmées des établissements de crédit à accorder des financements dédiés au négoce des matières premières, Gunvor a mis en place en décembre 2020 un financement sécurisé original (300 millions d'euros) reposant sur la logique du repo. L'objectif de ce montage était d'apporter aux banques une plus grande sécurité pour le financement des activités européennes de Gunvor dans le GNL.

#### Sources documentaires

Gunvor : Site Internet ; Communiqués de presse.

Etienne R., « Nouvelle affaire de corruption liée à Gunvor, » *Le Temps*, 8 avril 2021.

Payne J., « Energy trader Gunvor posts record year after oil market turmoil, » *Reuters*, May 5, 2021.

Payne J., « Gunvor must pay \$ 95 million for Congo oil corruption : Swiss prosecutors, » *Reuters*, October 17, 2019.

Reuters Staff, « Gunvor to open London trading office, closes Bahamas, » *Reuters*, August 2, 2018.

Stempel J., Prentice C., « Former Gunvor employee pleads guilty in Petroecuador bribery case, » *Reuters*, April 6, 2021.

Volkov M., « Gunvor Group Employee Pleads Guilty to FCPA Scheme to Pay Bribes to Ecuadorian Government Officials, » April 13, 2021.

Zhdannikov D., « Gunvor founder raises stake, expands board, » *Reuters*, January 26, 2021.