COURS SUR LES SOCIETES DE NEGOCE DE MATIERES PREMIERES

Yves SIMON

CHAPITRE 5

LE FINANCEMENT DU NEGOCE ET DES SOCIETES DE NEGOCE

- Les **besoins de financement** des sociétés de négoce sont très importants et **ne cessent de croître** pour deux raisons principales :
  - les **prix** des matières premières **et les volumes négociés augmentent sur le long terme**, première raison,
  - les **investissements logistiques et industriels** des sociétés de négoce sont **de plus en plus importants,** deuxième raison.
- Pour l'essentiel, les besoins de financement sont **exprimés en dollar**. Accessoirement, ils le sont en monnaie locale (euro, franc suisse, yen, renminbi, etc.).
- Ces ressources sont destinées à financer :
  - **les opérations commerciales** des sociétés de négoce,
  - **les besoins en fonds de roulement,**
  - **les investissements** logistiques, les infrastructures et les investissements industriels des sociétés de négoce.

1. Le financement des opérations commerciales des sociétés de négoce

- La **plupart des financements dédiés aux activités commerciales** des sociétés de négoce sont des **crédits à court terme** dont la maturité est égale ou inférieure à un an.
- Pour certaines opérations qui s'étalent dans le temps, les sociétés de négoce recourent à des financements à moyen terme.
- 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 premiers (**les crédits transactionnels) financent les flux physiques de matières premières et les opérations commerciales** (au sens strict du terme).

∗ Les seconds (**les lignes de crédit renouvelables)** financent **les besoins de trésorerie** de la société de négoce**, l'augmentation du fonds de roulement, les dépôts de garantie et les appels de marge** (*initial margin* et *margin call*) **induits par les opérations sur les marchés dérivés**.

∗ **Les crédits transactionnels et les lignes de crédit renouvelables ne comblent pas 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.

1.1. Le crédit transactionnel

∗ Le crédit transactionnel a pour objet de **financer au coup par coup les opérations commerciales de la société de négoce** (la banque finance un flux de matières premières physiques).

∗ Retenons la situation la plus simple : celle dans laquelle un négociant vend à une société industrielle une cargaison de matières premières (5 000 tonnes d'aluminium, 10 000 tonnes de soja, un méthanier de GNL, etc.).

∗ **Deux cas** sont à considérer, car la transaction commerciale peut se conclure par :
  - un **paiement comptant**, ou par
  - un **paiement différé à l'échéance d'un crédit** accordé par la société de négoce à l'acheteur des matières premières.

∗ Un **crédit transactionnel comprend quasi systématiquement une lettre de crédit (*letter of credit,* L/C).** Font **exception** à cette pratique les **transactions entre deux contreparties ayant une parfaite confiance réciproque** (une filiale avec sa maison mère ou deux filiales d'un même groupe ; autre exemple, deux grandes sociétés pétrolières).

∗ Le **règlement d'une transaction commerciale** internationale bénéficiant d'une L/C s'effectue par :
  - **un chèque ou un virement** dans le cas d'un **paiement comptant**,

- **une traite** ou une remise documentaire **quand la société de négoce accorde un crédit** à l'acheteur des matières premières.

1.1.1. Transaction commerciale avec paiement comptant

∗ Prenons l'exemple d'une **coopérative agricole qui achète 10 000 tonnes de soja.**

∗ La transaction commerciale prévoit que **l'acheteur demandera à sa banque d'émettre une lettre de crédit (L/C) au bénéfice de la société de négoce.**

∗ **La L/C est une garantie** émise par la banque de l'acheteur des matières premières au bénéfice du vendeur. Cette garantie est émise sur la demande de l'acheteur de matières premières (le donneur d'ordre).

∗ **La L/C n'est pas un instrument de paiement, mais une garantie.**

∗ La L/C **supprime le risque de non-paiement** lié à une transaction commerciale internationale.

∗ La L/C garantit au vendeur des matières premières (la société de négoce) qu'il sera payé s'il remplit toutes les conditions prévues et insérées dans la L/C.

∗ La L/C garantit à l'acheteur que les matières premières ne seront payées que si le vendeur remplit toutes les conditions exigées et insérées dans la L/C.

∗ La L/C garantit à la société de négoce qu'en cas de non-paiement, la banque de l'acheteur lui paiera le montant impayé.

∗ **La demande d'ouverture de la L/C mentionne un certain nombre de documents** qui devront être présentés par l'acheteur pour qu'il puisse prendre livraison des matières premières.

∗ Les **documents requis peuvent être nombreux. Mentionnons :**

- **la facture commerciale,**
- **le certificat d'origine,**
- **le certificat d'inspection,**
- **le connaissement / la lettre de voiture / ou tout autre document de transport.**

- **L'acheteur** des matières premières **établit le contenu de la L/C avec la banque** dont il est (très généralement et naturellement) un de ses clients.
- Bien évidemment, la banque qui émet la L/C s'engage à ne transmettre les documents à l'acheteur (afin qu'il puisse prendre possession des matières premières) que s'il a effectué le paiement de la facture à la banque.
- Avant de débloquer le paiement au profit de la société de négoce, la banque émettrice s'assure que toutes les conditions prévues dans la L/C ont bien été satisfaites par le vendeur des matières premières.
- La banque verse le montant de la transaction commerciale à la société de négoce contre la remise des documents prévus dans la demande d'ouverture de la L/C.
- **Par la garantie irrévocable que fournit la L/C, la banque s'engage à payer la société de négoce à première demande si l'acheteur des matières premières (le donneur d'ordre) est défaillant et n'honore pas son paiement.** La garantie de la L/C est mise en jeu par le négociant. Pour ce faire, il doit :
  - apporter la preuve du non-respect des engagements de paiement pris par l'acheteur des matières premières,
  - présenter les documents mentionnés dans la demande d'ouverture de la L/C :
    - facture,
    - certificat d'origine,
    - connaissement, lettre de voiture, tout autre document de transport, etc.
    - documents établissant que la société de négoce a bien réalisé les conditions prévues par le contrat commercial.
- Pour éviter tout risque politique et protéger le négociant contre le défaut de la banque émettrice de la L/C, **cette garantie peut être confirmée** par une banque du pays de la société de négoce ou par une banque internationale.

1.1.2. Transaction commerciale avec crédit bancaire

- **Etant assurée d'être payée** si elle remplit toutes les exigences enregistrées dans la L/C, **la société de négoce peut accorder un crédit** (de 1 à 3 mois pour donner un ordre de grandeur) à l'acheteur des matières premières afin de lui donner un délai de paiement pour qu'il puisse

utiliser et revendre sous forme de produits finis ou semi finis les matières premières achetées au négociant (l'acheteur des matières premières peut également les revendre en l'état). Ce crédit permet enfin d'assurer le financement du transport des matières premières (de 5 jours à 3 semaines pour donner un ordre de grandeur).

∗ Précisons, bien évidemment, que le crédit accordé par la société de négoce doit être conforme aux conditions énoncées dans la L/C.

∗ **La société de négoce finance le crédit accordé à l'acheteur des matières premières** (dont le coût a été intégré au prix de vente des matières premières) **en tirant sur la ligne de crédit dédiée aux financements transactionnels qu'elle possède auprès d'une banque** (dans le cadre d'une relation bilatérale entre le négociant et la banque), cette dernière étant très souvent membre **d'un syndicat bancaire**.

1.1.3. La dématérialisation de la lettre de crédit

∗ Le recours aux **lettres de crédit réduit considérablement les risques** (en particulier les risques de non-paiement) entre la société de négoce et l'acheteur des matières premières, mais cette procédure n'est pas sans inconvénients. **Elle est lourde sur le plan administratif** et reposait jusque récemment sur des **documents papiers qui pouvaient être falsifiés**.

∗ Des progrès significatifs dans la simplification et la sécurité ont été obtenus avec la **mise en œuvre des blockchains (technologie des « registres distribués** »).

∗ Autre initiative, Intercontinental Exchange (ICE) a mis en place un **connaissement électronique** dénommé « ICE Cargo Does Local Law. » (Cette initiative a reçu l'approbation de l'International Group of Protection & Indemnity Clubs (IGP&I), une association qui couvre 90 % du transport par voie maritime). **Ce connaissement électronique remplace les documents papier par des documents électroniques**.

∗ La dématérialisation de la lettre de crédit se place dans le cadre général des efforts entrepris en vue de digitaliser le *trade finance* afin de simplifier les opérations commerciales et financières internationales.

∗ Mentionnons à cet effet :

- les travaux et les publications de la Commission des Nations Unies pour le droit commercial international (CNUDEI),

- le rapport « Accélérer la digitalisation des activités de financement du commerce international » remis le 29 juin 2023 à Bruno Le Maire (à l'époque, ministre des Finances), Eric Dupond - Moretti (à l'époque, ministre de la Justice) et Olivier Becht (à l'époque, ministre chargé du Commerce Extérieur),
- le document « Panorama des solutions favorisant la digitalisation du Trade Finance » publié par la Banque Publique d'Investissement (bpi) et Paris Europlace ; document auquel le lecteur peut se reporter.

Encadré

Les travaux et les publications de la CNUDEI

- La Commission des Nations Unies pour le droit commercial international (CNUDEI) a été créée par une résolution de l'Assemblée des Nations Unies du 17 décembre 1966.
- Cette Commission a pour mandat de contribuer à l'harmonisation et à la modernisation du droit commercial international.
- Cette Commission élabore des instruments et propose de bonnes pratiques dans les domaines :
  - des contrats internationaux,
  - des transports internationaux,
  - des paiements internationaux,
  - du commerce électronique.

Encadré

Les travaux et les publications de la CNUDEI

- La Commission des Nations Unies pour le droit commercial international (CNUDEI) a été créée par une résolution de l'Assemblée des Nations Unies du 17 décembre 1966.
- Cette Commission a pour mandat de contribuer à l'harmonisation et à la modernisation du droit commercial international.

- Cette Commission élabore des instruments et propose de bonnes pratiques dans les domaines :
    - des contrats internationaux,
    - des transports internationaux,
    - des paiements internationaux,
    - du commerce électronique.

1.1.4. Conclusion sur le crédit transactionnel

∗ **Pour la banque**, la **décision de financer** la transaction commerciale de la société de négoce par un crédit transactionnel **ne dépend pas** :

- **de la surface financière de** la société de négoce,
- de la qualité de **son rating**,
- du **montant de ses fonds propres**,

mais

- de **la garantie (sûreté) offerte par les matières premières** que le crédit finance,
- de **la compétence** (et du savoir-faire) de la société de négoce (dirigeants, cadres supérieurs et traders),

dans un cadre juridique de plus en plus sécurisé…, mais le savoir-faire et l'audace des fraudeurs n'ont pas de limites.

1.2. La ligne de crédit renouvelable - Revolving credit facility

∗ **Les *revolving credit facilities* (RCF) sont la deuxième source** importante **de financement à court terme** auxquelles recourent les sociétés de négoce.

∗ Les sociétés de négoce peuvent avoir besoin d'**accéder très rapidement à d'importants montants de liquidité pour faire face à des difficultés imprévues ou pour tirer profit d'opportunités.**

∗ Ces liquidités doivent être **librement, facilement** et **immédiatement mobilisables** (par exemple pour répondre à des appels de marge)

1.2.1. La définition des lignes de crédit renouvelables

- Une **ligne de crédit renouvelable est un financement accordé par une banque à une société de négoce pour une durée déterminée (1, 2 ou 3 ans, très rarement au-delà).**
- Les **RCF sont des crédits « en blanc.** »
- En général, les RCF ne sont pas sécurisées.
- Les RCF sont généralement **non révocables (non committed)**, ce qui est le souhait de l'emprunteur. Elles peuvent être révocables lorsque les banques anticipent une dégradation du crédit de l'emprunteur ou quand elles craignent de rencontrer des difficultés pour accéder au dollar (ce qui fut le cas en 2010/2012 lors de la crise de liquidité à laquelle furent confrontées les banques européennes).
- **Les RCF** accordées aux grandes sociétés de négoce comprennent **plusieurs tranches** ayant chacune une échéance propre (1 an, 2 ans, parfois 3 ; il y eut dans le passé une échéance de 5 ans, mais tel n'est plus le cas depuis plusieurs décennies). **Quand il y a plusieurs tranches, la plus volumineuse est toujours la tranche ayant une échéance d'un an.**
- Ces financements sont libellés en **dollar** (ce n'est pas une obligation, mais pour les sociétés de négoce, c'est en dollar) **avec parfois un complément en monnaie locale** (remnibi, yen, euro, dollar de Singapour, etc.).
- Un **financement en monnaie locale** permet d'obtenir parfois un **taux inférieur à celui du marché** après avoir procédé à un **swap Monnaie locale / Dollar américain**.

1.2.2. Le fonctionnement des lignes de crédit renouvelables

- La ligne de crédit permet au négociant de **tirer sur cette facilité** à hauteur du montant qui lui a été attribué… et de **reconstituer tout ou partie de la facilité** en remboursant totalement ou partiellement le tirage initial.
- Prenons **un exemple simpliste** :
  - t J'ai une ligne de crédit de 10 000.
  - t + 10 Je tire une somme de 4 000. Le solde de la ligne de crédit est de 6 000
    Je paie le coût de financement sur 4 000.

- T + 30 Je rembourse une somme de 3 000. Le solde de la ligne de crédit est 9 000
- Je paie le coût de financement sur 1 000.
- T + 50 Je tire une somme de 8 000. Le solde de la ligne de crédit est 1 000, etc.

∗ **A l'échéance du crédit, l'emprunteur doit rembourser la banque**, ce qu'il fait en puisant dans sa trésorerie ou en renégociant une nouvelle ligne de crédit (la renégociation est bien évidemment la pratique habituelle).

1.2.3. La finalité des lignes de crédit renouvelables

∗ Les RCF ont pour **objectif** de :

- **satisfaire les besoins généraux** des sociétés de négoce,
  - **besoins commerciaux** (augmentation du besoin en fonds de roulement)
  - **besoins financiers** (paiement des dépôts de garantie et des appels de marge).
- **refinancer les lignes de crédit** précédemment accordées par le syndicat bancaire.

∗ **Fondamentalement, les RCF sont destinées à financer des activités de court terme, mais dans le passé elles ont parfois financé des investissements à moyen terme (3 à 5 ans).** Quand tel est le cas, il est indispensable d'avoir des RCF à 3 et 5 ans renouvelables (mais, soyons clair, **il n'est pas du tout souhaitable de financer des investissements par des RCF**).

∗ **Les RCF permettent aux directeurs financiers des sociétés de négoce d'avoir une grande latitude quant à l'usage des fonds**. Ils peuvent les utiliser pour financer des investissements (ce qui n'est pas souhaitable), pour accorder des lignes de crédit à de plus petites sociétés de négoce, à des sociétés pétrolières ou minières, voire des Etats qui concèdent en retour à la société de négoce un accès à des ressources minières ou pétrolières, etc. Il ne faut jamais oublier que les RCF sont des crédits en blanc.

1.2.4. Les garanties associées aux lignes de crédit renouvelables

- **En général, les RCF ne sont pas sécurisées, mais elles peuvent l'être** lorsque la situation financière de l'emprunteur se détériore. **Quand tel est le cas,** les banques peuvent :
  - demander un versement de **collatéral**,
  - imposer des **conditions pour l'utilisation des RCF**,
  - exiger une **prime de risque plus ou moins élevée**,

  ce qui renchérit le coût de financement.
- Quand la situation financière de l'emprunteur n'est pas excellente et pourrait se détériorer, les **banques peuvent lui imposer des covenants**.
- Les covenants sont des **conditions intégrées dans le contrat de prêt** qui imposent à l'emprunteur des engagements qu'il doit respecter. Pour l'essentiel, ces engagements sont des **ratios financiers** : **Dettes / Fonds propres ; Dettes / Ebitda,** etc. En cas de rupture (non-respect) d'un covenant, l'emprunteur doit rembourser son emprunt (déchéance du terme).
- Pour renforcer leur sécurité, les **sociétés de négoce peuvent obtenir des banques que les RCF soient confirmées** (mais tel est rarement le cas).

1.2.5. Le coût des lignes de crédit renouvelables

- **Le coût d'une RCF est fonction du taux d'intérêt sur le marché monétaire international**. A ce taux s'ajoute un ***spread*** **de crédit** qui est fonction du risque de l'emprunteur tel qu'analysé par la banque (ou le syndicat bancaire) qui finance la société de négoce. **Le coût concerne uniquement la fraction de la RCF qui a été tirée**.
- **Quand la ligne de crédit n'est pas utilisée**, la société de négoce s'acquitte d'une très faible **commission (0,125 % ; 0,10 %)** sur la fraction de la ligne de crédit non utilisée.

1.2.6. Exemples

- Les lignes de crédit sont très médiatisées. La plupart des sociétés de négoce n'hésitent pas à fournir des informations concernant cette modalité de financement.
- 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. Cette opération est ancienne, mais, à notre connaissance, le chiffre de 17,34 milliards de dollars n'a pas été dépassé. Le **montant** des RCF **est aujourd'hui (en 2026) plus faible**, car les sociétés de négoce accèdent à des financements qui ne leur étaient pas proposés en 2013.

- **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*)
    - **Option de pouvoir transformer la ligne de crédit renouvelable en crédit bancaire** (*term loan*)
- **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 successfuly 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 très 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 du développement 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 : 2,50 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 2025 : 2,30 milliards de dollars + accordion de 900 millions de dollars.

. 1 380 millions de dollars à 3 ans d'échéance,

. 920 millions de dollars à 1 an d'échéance.

Juin 2026 : 2,30 milliards de dollars + accordion de 900 millions de dollars.

. 1 380 millions de dollars à 3 ans d'échéance,

. 920 millions de dollars à 1 an d'échéance.

✱ Les montants obtenus par les sociétés de négoce dépassent très largement les capacités d'une banque. **Seuls d'importants syndicats bancaires** sont en mesure de lever des sommes aussi importantes. Les développements qui suivent schématisent le déroulement et le montage d'une RCF.

- Les **banques arrangeuses** de la RCF sont choisies par la société de négoce.
- Le **directeur financier** de la société de négoce indique aux banques arrangeuses le montant et la structuration de la RCF qu'il souhaite obtenir.
- Les **chefs de file** (une autre dénomination pour les banques arrangeuses) constituent le syndicat bancaire en invitant des banques à participer à la RCF (la société de négoce a son mot à dire, quoique …).
- **Chaque banque** précise le montant qu'elle souhaite prêter et les conditions du prêt. En règle générale, la somme des souhaits est supérieure au montant de la proposition initiale de la société de négoce.
- La **négociation** conduite par les banques chefs de file avec la société de négoce et les autres banques membres du syndicat aboutit à un **compromis** sur le **montant** et les **conditions financières** (taux de la RCF ; *spread* au-dessus du Libor ; structure de la RCF ; etc.).
- La **structure** (et l'évolution depuis l'année précédente) **du bilan de la société de négoce** (poids relatif de l'endettement comparé au montant des fonds propres) et leur **appréciation du risque assumé par la société de négoce** sont des facteurs pris en compte par les banques chefs de file pour **déterminer le montant et les taux d'intérêt des différentes tranches de la RCF**.
- *In fine*, **la société de négoce donne son accord**. Un communiqué de presse (toujours enthousiaste) est alors diffusé par la société de négoce.
- **Dans la vraie réalité**, la négociation et la détermination des conditions de la RCF peuvent être **infiniment plus complexes et difficiles** que ce qui est

mentionné dans les lignes qui précèdent (en **particulier lorsque la situation financière de la société de négoce n'est pas excellente** ou **s'est détériorée** depuis le précédent renouvellement annuel de la RCF).

- Les **RCF étant renouvelées chaque année**, le **syndicat est de fait reconduit (**pour 80/90 % de ses membres), ce qui facilite les négociations, surtout si la situation financière du négociant ne s'est pas détériorée (ou s'est améliorée).

1.2.7. La ligne de crédit renouvelable *vs* le crédit transactionnel

∗ Pendant des décennies, le **crédit transactionnel** fut quasiment la **seule modalité retenue** pour financer des opérations de négoce. **La lourdeur de la procédure est l'inconvénient qui lui est souvent reproché.**

∗ Pour éviter cette lourdeur, si l'acheteur et le vendeur d'une cargaison de matières premières ont une grande confiance réciproque, **la société de négoce peut abandonner le crédit transactionnel et recourir au tirage d'une ligne de crédit renouvelable.**

∗ Dans ce cas, la société de négoce finance la transaction commerciale en tirant sur une ligne de crédit dédiée, une modalité de financement beaucoup **plus souple et plus simple** qu'un crédit transactionnel, mais une modalité qui offre beaucoup moins de garantie.

∗ Autre avantage, le **coût de financement d'une ligne de crédit renouvelable est inférieur à celui du crédit transactionnel**, car la documentation est quasi inexistante. Par ailleurs, les frais administratifs (et la méticulosité) associés à la lettre de crédit sont éliminés.

∗ **L'inconvénient pour la société de négoce est de ne plus être protégée si sa contrepartie (l'acheteur des matières premières) fait défaut.**

∗ Cette évolution dans le financement des transactions commerciales s'est accentuée avec la mise en application des mesures imposées aux banques par les règlementations de **Bâle 2,5 et Bâle 3**.

∗ **Pour conclure cette discussion,** nous renvoyons le lecteur (la lectrice) aux **articles de Wass (2019, 2020, 2021)** dans lesquels ce spécialiste constate et explique pourquoi le crédit transactionnel a été en partie remplacé par les tirages sur des lignes de crédit renouvelables.

∗ **Le financement par une ligne de crédit** renouvelable est une procédure plus simple à mettre en œuvre, mais elle protège beaucoup moins bien le prêteur contre la fraude et le risque de crédit.

1.2.8. Les financements bénéficiant de la garantie d'une agence de crédit à l'exportation

∗ En 2023 et 2024 sont apparus des financements bénéficiant d'une garantie accordée par une agence de crédit à l'exportation.

∗ Trafigura a bénéficié à trois reprises d'un financement garanti par les agences de crédit de l'Allemagne de l'Italie et de l'Arabie Saoudite.

∗ La première opération d'un montant de 800 millions de dollars a été montée par la Société Générale et syndiquée par 7 banques internationales. Trafigura bénéficiait de la garantie de Sace, l'agence crédit italienne. Ce financement permettait la fourniture de 500 000 tonnes de métaux non ferreux stratégiques (cuivre, nickel, palladium, terres rares, etc.).

∗ La deuxième opération fut un prêt quadriennal destiné à financer l'approvisionnement de l'Allemagne dans des matières premières indispensables à son économie (en l'occurrence du GNL). Ce prêt de 3 milliards de dollars fut organisé et souscrit par Deutsche Bank avec le concours de 25 autres banques. Ce prêt était garanti par Euler Hermès Aktiengesellschaft au titre de la sécurité de l'approvisionnement de l'Allemagne.

∗ La troisième opération fut une garantie de 800 millions de dollars accordée par Saudi Export-Import Bank en janvier 2026. Cette garantie visait à protéger les prépaiements négociés et signés par l'Arabie Saoudite avec des société minières. Une première garantie de 500 millions avait été signée par Saudi Export-Import Bank en 2023., un montant accru à 700 millions de dollars en 2025.

∗ Trafigura ne fut pas la seule société de négoce à bénéficier de cette modalité de financement.

1.2.9. Le financement du négoce des matières premières en 2026

1.2.9.1. La taille du marché

- 55,36 milliards de dollars en 2025
- 59,70 milliards de dollars en 2026
- 81,45 milliards de dollars en 2030

1.2.9.2. La croissance du marché

- Ce marché est évalué croître à un taux de 8,1% entre 2026 et 2030

1.2.9.3. Les principaux acteurs du marché

- Industrial and Commercial Bank of China
- JP Morgan Chase
- HSBC
- Banco Santander
- Wells Fargo
- China Construction Bank
- Agricultural Bank of China
- UBS
- Citigroup
- Toronto-Dominion Bank
- BNP Paribas
- ING
- UniCredit
- Sumitono Mitsui Banking Corporation
- Mitsubishi UFJ Financial Group
- Royal Bank of Canada

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

∗ Lorsqu'il réalise une **transaction commerciale** (achat ou vente) le négociant est exposé à un **risque de prix** dont il se protège par une transaction sur un marché dérivé (marché de **contrats à terme** ; beaucoup plus rarement un marché d'**options** ; de plus en plus souvent un marché de **produits dérivés négociés de gré à gré**).

1.3.1. La couverture du négociant contre le risque de prix

- Retenons le cas le plus simple. Le *trader* achète ou vend des matières premières. Il se protège contre le **risque de baisse** des prix par une **vente de contrats à terme**. Il se protège contre le **risque de hausse** par un **achat de contrats**.
- En fait, la société de négoce **ne couvre pas systématiquement le risque de prix** associé à toute opération commerciale, et ce pour **deux raisons** :
  - La **première** est que le trader a des **anticipations** quant à l'évolution des prix, ce qui influence sa décision de se couvrir ou pas.
  - La **seconde** est que le *trader* gère pour chaque matière première un **stock de physique** et une **position nette sur les marchés dérivés** (la différence entre les positions acheteuse et vendeuse) **ce qui réduit** très sensiblement **le coût** de la couverture et **le montant des dépôts de garantie** et des **appels de marge (voir le chapitre 6)**.

1.3.2. Le dépôt de garantie - Initial margin

- Prenons la situation la plus simple. Pour se couvrir contre le risque de prix, le négociant achète ou vend des contrats à terme, ce qui lui impose de déposer auprès de son courtier (qui le reverse à la chambre de compensation) un **dépôt de garantie (*initial margin*)** représentant de **2 à 15 %** (pour donner un ordre de grandeur) de la valeur de la position ouverte. (Quand la société de négoce est elle-même membre de la chambre de compensation, elle ne passe pas par l'intermédiaire d'un courtier).
- Lorsque les prix des matières premières sont très élevés et, surtout, connaissent de très fortes fluctuations, ou des hausses (baisses) importantes sur une courte période, les chambres de compensation accroissent le montant des dépôts de garantie. **En 2022**, consécutivement à l'invasion de l'Ukraine par la Russie et à la hausse des prix de nombreuses matières premières qui s'en est suivie, **les dépôts de garantie exigés par certaines chambres de compensation** pour des **positions sur le gaz, le GNL, le pétrole, l'électricité** ont atteint le chiffre de **60 %/ 80 %** (avec parfois un effet rétroactif sur des positions plus anciennes pour lesquelles la chambre de compensation n'avait exigé que 5 ou 10 % de la valeur de la transaction). **Avec des dépôts de garantie de cette ampleur, les sociétés de négoce** ont dû

renoncer à prendre de nouvelles transactions commerciales et, pour certaines d'entre elles, ont dû **réduire le volume de leurs positions** sur les marchés à terme.

1.3.3. Les appels de marges - Margin call

- **Toute variation des prix défavorable** (une hausse si le négociant tient une position courte ; une baisse s'il a une position longue) induit un **appel de marge** (*margin call*) qui (théoriquement) doit être payé dans les 24 heures (parfois, en période de très forte volatilité, c'est moins de 24 heures).
- Bien évidemment, les sociétés de négoce connaissent leurs positions et anticipent les appels de marge. Par ailleurs les chambres de compensation dialoguent avec les sociétés de négoce et ne les prennent pas par surprise.
- En **période de forte volatilité des prix**, les sociétés de négoce détenant d'**importantes positions** sur les marchés dérivés peuvent être contraintes d'**apporter à la chambre de compensation des sommes très élevées** (plusieurs centaines de millions de dollars, voire plus selon le montant de la position ouverte détenue sur le ou les marchés à terme) **dans les 12 ou 24 heures** qui suivent.

1.3.4. Comment faire face au financement des appels de marge ?

- La possibilité d'**être confrontés à devoir régler de volumineux appels de marge** dans un très bref délai **impose aux négociants d'avoir à leur disposition d'importantes lignes de crédit (***revolving credit facilities*), **si possible garanties** par les banques.
- **Faute d'avoir** à leur disposition **ces lignes de crédit, les négociants réduisent** d'eux-mêmes une fraction de **leur position ouverte**.
- **Faute de réduire leur position**, la **chambre de compensation** procéderait elle-même à **une liquidation d'office et immédiate** de tout ou partie de la position ouverte.

1.3.5. 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 l'invasion de l'Ukraine et la hausse des prix des matières premières énergétiques, Trafigura fut appelé en marge** (les rumeurs ont parlé de plusieurs milliards de dollars) pour ses positions sur les marchés dérivés de l'énergie et des métaux.
- Trafigura n'était pas un cas unique. De nombreuses sociétés de négoce opérant dans l'énergie furent appelées en marge. Dans un article de l'hebdomadaire *Les Echos Week end*, du 21 mars 2025, Nicolas Rauline (le journaliste auteur de l'article) a mentionné une citation révélatrice de Jean Pierre Clamadieu, le Président d'Engie « Il y a eu certains soirs [pendant la crise de l'énergie de 2022] des appels de marge de plusieurs milliards d'euros pour garantir nos positions sur le marché du gaz. Il faut être solide pour prendre les bonnes décisions au bon moment. »
- Les deux sociétés (Trafigura et Engie) ont l'une et l'autre répondu aux appels de marge auxquelles elles étaient confrontées.
- **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**.
- Dans un article de *Bloomberg*, J. Farchy, D. Nair et J.H. Foerster ont révélé 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 probablement pas « fuité »).
- Les dirigeants de Trafigura ont également rappelé que la société de négoce avait 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 financements 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*.

1.4. La base de prêt

- En anglais, **on parle de *Borrowing base facility* (BBF).**
- **Spécifiquement américaines** à l'origine, les **BBF sont de plus en plus souvent proposées par des banques et utilisées par des emprunteurs en dehors des Etats-Unis.**

1.4.1. Définition

- La BBF est une **facilité bancaire** qui met des ressources à la disposition d'une société de négoce ayant des **besoins de financement induits par un accroissement de ses actifs circulants et de son besoin en fonds de roulement**.
- La **durée** d'une BBF est généralement **d'un an (parfois deux).** Elle est **renouvelable**.
- Quand le montant de la facilité est élevé, **le crédit est syndiqué**.
- Le **coût de la BBF est fonction du taux du marché monétaire**.

1.4.2. La garantie du prêteur

- **La BBF est garantie par le portefeuille d'actifs qu'elle finance**. Ce portefeuille comprend, pour l'essentiel, **les stocks** de matières premières, les **crédits clients,** mais également les

créances financières et les **autres créances** détenues par la société de négoce. Ce portefeuille est gagé au profit de la banque (ou du syndicat bancaire) qui accorde la BBF.

- Pour valoriser précisément cette garantie, **chacun des actifs est amputé d'une décote** (***hair cut***) dont le montant varie avec le risque qui lui est attaché.
- C'est **la valeur de la garantie (stocks et créances) qui détermine le montant de la facilité**.
- Cette **valeur est régulièrement réévaluée** (semaine, quinzaine, mois, etc.).
- Quand la **valeur de la garantie diminue** par ce que les créances clients ou les stocks se réduisent, le **montant de la facilité est ajusté à la baisse**. Inversement, **quand la valeur de la garantie s'accroît** (par ce que les créances client ou les stocks augmentent), **le crédit est accru à due proportion de l'accroissement de valeur de la garantie.**
- Si la banque a confiance en lui, c'est **l'emprunteur qui détermine la valeur de la garantie** (et par conséquent, le montant de la BBF), mais **le risque est élevé** pour la banque ou le syndicat bancaire que la BBF soit supérieure à la valeur des garanties **quand l'emprunteur est confronté à des difficultés financières**.
- **Généralement, et naturellement, c'est la banque (ou le syndicat bancaire) qui se charge de suivre l'évolution de la garantie** (et par conséquent le montant du financement). Elle fait appel dans ce cas à une **société agréée** pour le faire. La banque peut également vérifier (ou faire vérifier) la qualité et la solidité des créances financées par la BBF. Il faut bien avoir conscience que **ces vérifications sont coûteuses**, ce qui explique qu'elles sont peu fréquentes.

1.4.3. Conclusion

- La **BBF ne finance pas les flux commerciaux, mais les actifs circulants** de la société de négoce.
- La **BBF** est plus **souple** et **flexible** que les crédits transactionnels. Elle est moins lourde en charge administrative.
- La BBF est un financement apprécié par les banques, car elle est peu consommatrice de fonds propres.

1.5. Le financement des stocks

- Quand il achète des matières premières, le *trader* n'a pas nécessairement une contrepartie à qui il pourrait les revendre. Par conséquent, il doit les stocker.
- Lorsqu'il est sollicité par un acheteur, il est souhaitable que le même *trader* réponde immédiatement à la demande de ce client, ce qui exige la présence de stocks.
- De ce fait, **les stocks sont un poste important du bilan des sociétés de négoce**. Ils leur permettent de **faire face aux fluctuations de l'offre et de la demande**.
- Pour les sociétés de négoce qui font du **blending,** les **stocks sont indispensables**.
- Troisième et dernier intérêt, les stocks permettent aux traders de la société de négoce de mettre en œuvre des **opérations de *cash & carry* et de *reverse cash & carry***.

1.5.1. Le principe et le schéma simplifié du financement des stocks

- Lorsqu'un négociant détient ou achète des matières premières qui ne sont pas immédiatement vendues, le **stock** ainsi constitué **doit être financé**.
- Pour alléger le coût du crédit et réduire le risque du prêteur, **le crédit accordé par la banque est** quasi systématiquement **garanti par le nantissement des stocks** de la société de négoce **au profit du prêteur** qui accorde le financement.
- **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.

1.5.2. Le financement d'un stock de matières premières : le « commodity repo » ; le « sale and repo financing »

∗ Cette modalité de financement est une **adaptation aux matières premières du repurchase agreement (repo),** une pratique très utilisée pour le financement des portefeuilles obligataires et de titres financiers à revenu fixe.

∗ Appliquée aux matières premières, cette modalité de financement est souvent dénommée « **commodity repo. »**

∗ **Cette technique de financement conduit la société de négoce à :**

- **vendre au prix comptant un stock de matières premières à un investisseur institutionnel,**
- **s'engager simultanément à lui racheter ce stock dans 1 mois, 3 mois, 6 mois, etc.**

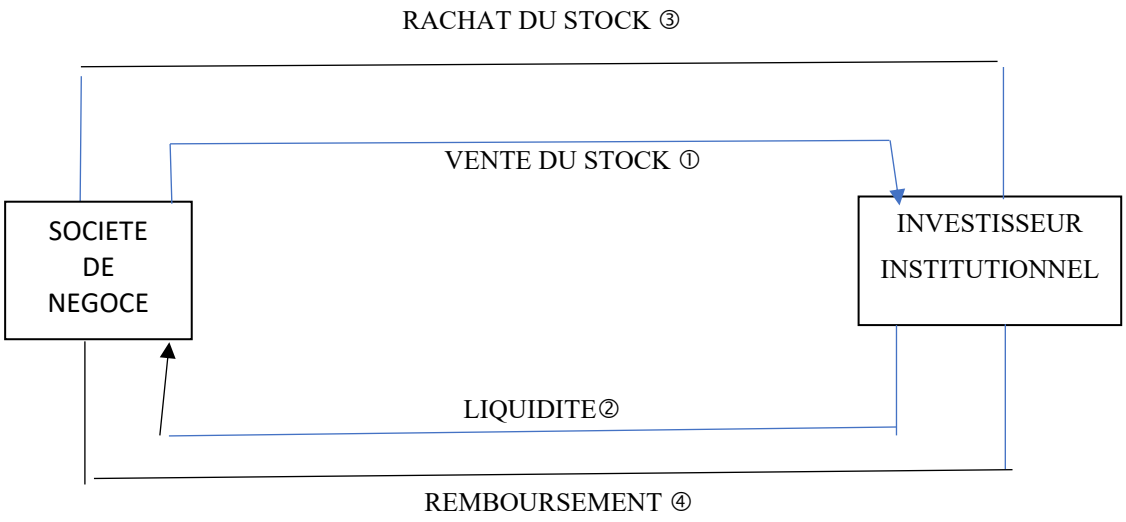
∗ **Le prix auquel le négociant rachète le stock** de matières premières (c'est en quelque sorte un prix à terme ; *forward price*) **est égal au prix au comptant auquel est ajouté le prix du stockage** des matières premières pendant la durée du repo (1 mois, 3 mois, 6 mois, etc.).

∗ **Le prix du stockage inclut le taux d'intérêt spécifique à l'échéance du rachat, le coût de stockage, les frais d'assurance et la marge bénéficiaire de la banque**.

∗ Le commodity repo permet à la société de négoce d'obtenir (d'un investisseur institutionnel) des liquidités pour une durée bien déterminée en échange de la vente d'un stock de matières premières avec l'engagement de racheter le stock ultérieurement et de rendre les liquidités.

∗ Le prix auquel la société de négoce rachète le stock de matières premières est supérieur au prix auquel elle l'avait vendu. La différence représente le **coût du financement** acquitté par la société de négoce. Ce coût est le **taux du commodity repo**.

Commodity Repo



- Autre manière de raisonner, le ***commodity repo*** **est un prêt accordé par un investisseur** institutionnel qui est **garanti par un stock de matières premières** (le stock servant de collatéral).
- Autre manière de raisonner, le ***commodity repo*** est équivalent à une **transaction sur le marché au comptant** (*cash*) associée à une **transaction sur le marché à terme** (*forward*).
- Il arrive parfois que l'**« investisseur institutionnel » est une société de négoce** disposant de lignes de crédit inutilisées.
- Cette pratique peut sembler étonnante, voire curieuse, mais il faut savoir qu'une ligne de crédit accordée par une banque ou un syndicat bancaire est utilisée de manière **discrétionnaire** par le bénéficiaire (en l'occurrence, la société de négoce).

1.5.3. Le financement des opérations de « tolling »

- Plusieurs réalités différentes sont regroupées sous le terme de « tolling ». Nous retiendrons la plus simple.

1.5.3.1. La définition du « tolling agreement »

- Prenons **l'exemple du sucre**.
- Le tolling agreement est un **accord (contrat) par lequel un négociant détenteur d'un stock de sucre roux demande à un industriel de le raffiner pour obtenir du sucre blanc**, ce deuxième stock demeurant la propriété du négociant.
- **L'industriel (le raffineur de sucre) est un « façonnier » ou un « sous-traitant »** rémunéré par le négociant. **L'opération peut être ponctuelle,** mais **elle est souvent renouvelée** sur une base hebdomadaire, mensuelle, etc. pour un volume et une rémunération préalablement déterminée.
- Le *tolling* permet à la société de négoce d'accroître la valeur ajoutée de ses transactions commerciales.
- Dans cette optique de la création de valeur, il est possible pour la société de négoce de procéder elle-même à l'opération de *tolling*.
- **Autre exemple**. Après avoir obtenu des **concentrés de métaux** à partir de minerai, un accord de *tolling* (ou un accord comparable au *tolling*) permet au propriétaire d'une **mine de cuivre** (et de n'importe quel autre métal) d'obtenir des **cathodes de cuivre**, lesquelles peuvent faire l'objet d'un second accord pour être transformées en **cuivre raffiné à 99 %.**

1.5.3.2. Le rôle de la banque

- Dans une opération de tolling, **la banque du négociant est sollicitée pour financer le stockage des matières premières pendant la durée du façonnage**. Une ligne de crédit dédiée est généralement utilisée à cet effet.
- Pour se protéger, la banque prend une **garantie sur les stocks** qu'elle finance.

1.6. Les financements non bancaires

- Les **institutions financières non bancaires** (IFNB ; Non Bank Financial Institutions, NBFI en anglais) regroupent un **ensemble disparate d'institutions financières**. Leur place et leur importance ne cessent de croître dans le financement des activités économiques…, et le financement de sociétés de négoce (en l'occurrence, les petites sociétés de négoce).

- Les principales IFNB sont les fonds de capital-risque (*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 factoring, les sociétés de financement, les family offices, etc.
- Confrontées à l'asséchement des financements bancaires, **les petites et moyennes sociétés de négoce** (petites par la taille) ont cherché à diversifier leurs financements. Elles **se sont tournées vers les IFNB, les fonds d'investissement** dédiés au financement des opérations commerciales **et les grandes sociétés de négoce** (qui accèdent beaucoup plus facilement à des financements bancaires et peuvent, de ce fait, prêter leurs ressources pour financer des stocks ou des créances commerciales ; voir le paragraphe 152).
- Le **factoring** et les financements proposés par **les fonds d'investissement** sont deux modalités de financement non bancaire qui sont utilisées (ou l'ont été dans le passé) par les sociétés de négoce.

1.6.1. Le factoring

- L'objet du **factoring** est de financer des créances commerciales.
- Cette modalité de financement est **anecdotique**. Elle est **peu utilisée** par les grandes sociétés de négoce.
- Pour illustrer, mentionnons **un programme de 225 millions de dollars mis en place en juillet 2013 par Gunvor** pour financer les créances de la raffinerie d'Ingolstadt (détenue à cette époque par la société de négoce) qui générait un chiffre d'affaires annuel de 4 milliards d'euros.
- Le **factoring offre plusieurs avantages.**
  - le montage est relativement **simple**,
  - l'obtention des liquidités est **rapide**,
  - le **coût du financement** ne dépend pas du risque associé au détenteur des créances commerciales, mais du **risque des créances** qui sont financées,
  - le factoring contribue à la **diversification des sources de financement**.

1.6.2. Les financements proposés par les fonds d'investissement

- Les réglementations consécutives aux **crises financières de 2008/2012** (les exigences concernant le montant des capitaux propres et la réglementation de Bâle de manière générale) **ont réduit la capacité et la volonté des banques de financer les opérations commerciales des sociétés de négoce.** Dans un article de novembre 2019, S. Wass précisait que **50 millions de dollars** était le **seuil** à partir duquel les grandes banques commerciales (Citigroup, BNP Paribas, etc.) acceptaient de financer les opérations commerciales de sociétés de négoce pour lesquelles le risque était maitrisé (mais pas supprimé).
- Les **petits négociants furent les plus touchés,** car les banques ont réservé leurs financements aux grandes sociétés de négoce qui présentent moins de risque.
- Les **problèmes** de financement furent **accentués** en 2020/2021 avec le **reflux puis le retrait des grandes banques européennes** (BNP Paribas, ABN Amro, et d'autres) consécutivement aux pertes qu'elles avaient subi à la suite des défauts de plusieurs négociants localisés en Asie du Sud Est et au Moyen Orient.
- Pour BNP Paribas, le retrait fut justifié par la pénalité de 9 milliards de dollars versée au ministère américain de la Justice.
- **En 2022**, la formidable hausse et l'extrême volatilité des prix de nombreuses matières premières (énergie et métaux pour l'essentiel) ont saturé les lignes de crédit de nombreux négociants et plus spécialement celles des petites et moyennes sociétés de négoce. **Les fonds d'investissement et les hedge funds** furent pour elles une **bouée de sauvetage**.
- Les **informations chiffrées**, sérieuses, précises et récurrentes sur le financement des sociétés de négoce par les fonds d'investissement **sont quasi inexistantes**. Il faut donc être très prudent.

1.6.2.1. L'émergence des fonds d'investissement spécialisés dans le financement des sociétés de négoce

- **Le retrait des établissements de crédit a facilité le développement des fonds d'investissement ayant pour objectif de financer des petites sociétés de négoce** et de remédier à leur manque de ressources.
- L'émergence des fonds d'investissement dédiés au financement du négoce n'est pas le seul fruit des difficultés financières des années 2008/2012. **Ces fonds sont également nés d'une réflexion des sociétés de gestion d'actifs**. Les dirigeants de ces sociétés ont observé que des investisseurs étaient à la recherche de placements procurant un rendement :
  - supérieur à celui des marchés monétaires et obligataires,
  - ayant une faible volatilité,
  - décorrélé du rendement des marchés d'actions.
- Ces fonds ne sont pas tous apparus pendant ou après les crises de 2008/2012, car **les difficultés financières des petites sociétés de négoce préexistaient à ces crises.**

1.6.2.2. Le modèle économique des fonds d'investissement dédiés au financement des sociétés de négoce

- Ce modèle est simple.
- **Les fonds d'investissement** contribuent par leurs prêts au **financement des opérations** commerciales des sociétés de négoce. Ils en **sont rémunérés par un taux fixe ou un taux variable adossé au Libor** (1 mois ; 3 mois ; 6 mois, etc.) **auquel s'ajoute une prime de risque** variant de 2 à 6 % (pour donner un ordre de grandeur).
- Cette prime est fonction du **risque associé à l'opération commerciale** qui est financée, d'une part, **et à la société de négoce,** d'autre part.
- N'étant pas soumis à la réglementation de Bâle, et toutes choses égales par ailleurs, les fonds d'investissement peuvent financer des opérations qui sont rentables pour eux, mais ne le sont pas pour des banques.
- **Les ressources des fonds d'investissement proviennent d'investisseurs** (family *offices*, petites banques dédiées à la gestion de fortune, fonds de pension, sociétés d'assurance, gestionnaires de fortune, autres investisseurs institutionnels, etc.) **rémunérés par un taux d'intérêt supérieur à ce que proposent les différents compartiments des marchés**

monétaires et obligataires (5,5 % à 6,5 % dans les années 2020/2021 pour donner un ordre de grandeur).

- 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 %,**
  - 2021 3,31 %,

1.6.2.3. Les contributions des fonds d'investissement dédiés au financement des sociétés de négoce

- Les fonds d'investissement apportent une **aide ponctuelle**, **mais parfois cruciale**, aux petites sociétés de négoce **en** leur **finançant** totalement ou partiellement **des opérations commerciales de taille réduite.**
- Ils peuvent également apporter aux sociétés de négoce le **collatéral** exigé par la banque qui assure le financement d'une opération commerciale.
- Les fonds d'investissement peuvent **participer à un crédit syndiqué**.
- Autre contribution, ces fonds peuvent **acheter des créances commerciales** sur le marché secondaire et **refinancer des crédits accordés par des banques**.

1.6.2.4. Le coût du financement

∗ La rémunération des investisseurs (qui confient leurs ressources à des sociétés de gestion d'actifs) étant naturellement supérieure à celle exigée par les banques qui financent les opérations commerciales des sociétés de négoce, il faut s'attendre à ce que **le coût de financement proposé par les fonds d'investissement** soit **élevé,** ce qui peut dissuader les sociétés de négoce d'avoir recours à leurs services. Si tel était le cas, les sociétés de négoce seraient dans un cercle vicieux. Pour le briser et maintenir leur activité, les petites/moyennes sociétés de négoce sont contraintes d'accepter une hausse du coût de financement de leurs activités commerciales. **L'alternative serait l'arrêt de leur activité**.

1.6.2.5. Quelques noms parmi d'autres

∗ La liste ci-jointe n'est pas exhaustive. Les données chiffrées ne sont pas toujours actualisées. Plusieurs fonds d'investissement parfois de taille modeste et/ou récemment créés peuvent avoir échappé à notre attention.

Encadré

- **Alteia Connecting Capital** (Voir **Barak Fund Management**) est présent dans 30 pays en Afrique et au Moyen Orient. Il a sous gestion un milliard de dollars. Il procure du *trade finance* et des financements à court, moyen et long terme.

- **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). Artis Finance offre des financements « Mid-Market Trade Receivables Finance (MTRF) » à des sociétés (en particulier des sociétés de négoce) ayant un chiffre d'affaires supérieur ou égal à 100 millions de dollars avec des fonds propres supérieurs à 5 millions de dollars localisées au Royaume Uni, dans la Zone euro, en Suisse, à Singapour et à Hong Kong. Artis Finance offre également des financements à des sociétés ayant un chiffre d'affaires supérieur ou égal à 1 milliard de dollars et un bon track record au niveau de la gouvernance et de la compliance. Ces financements sont des facilités de crédit (credit facilities) ou des prêts à court terme/moyen terme (term loans).

- **Barak Fund Management** a été restructuré à la suite d'un MBO au début de 2023 et renommé **Alteia Connecting Capital**. Ce fonds avait été créé à l'Ile 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**. Créé au troisième trimestre 2017, les activités de ce fonds ont débuté en 2018.

- **EFA Group**. Créée 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. En 2020, le montant était de 500 millions de dollars.

- Créé 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.

- Créé en 2013 et implanté au Royaume Uni, **Kimura Capital** a débuté le financement des opérations de négoce en 2015. Dès cette époque furent financées des petites (très petites, parfois) sociétés de négoce. Depuis 2022, les contreparties de Kimura sont des sociétés de taille moyenne ayant une capitalisation respectable.

- **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 Capital 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. Ce fonds 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**.
SCCF raise bilateral credit facilities and private placements for larger commodity players in various forms (Pre-Export Financing (PXF) ; Transactional ; Infrastructure and Asset Financing ; Borrowing Base Financing ; Reserve Based Lending).
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.

- Implanté à Londres, **Riverrock European Capital Partners** a été créé en 2009. Ce fonds a des bureaux à Paris, Madrid et Milan.

- **Trade Flow Capital Management** est un fonds 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.

Encadré

- **Alteia Connecting Capital** (Voir **Barak Fund Management**) est présent dans 30 pays en Afrique et au Moyen Orient. Il a sous gestion un milliard de dollars. Il procure du trade finance et des financements à court, moyen et long terme.

- **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). Artis Finance offre des financements « Mid-Market Trade Receivables Finance (MTRF) » à des sociétés (en particulier des sociétés de négoce) ayant un chiffre d'affaires supérieur ou égal à 100 millions de dollars avec des fonds propres supérieurs à 5 millions de dollars localisées au Royaume Uni, dans la Zone euro, en Suisse, à Singapour et à Hong Kong. Artis Finance offre également des financements à des sociétés ayant un chiffre d'affaires supérieur ou égal à 1 milliard de dollars et un bon track record au niveau de la

gouvernance et de la compliance. Ces financements sont des facilités de crédit (credit facilities) ou des prêts à court terme/moyen terme (term loans).

- **Barak Fund Management** a été restructuré à la suite d'un MBO au début de 2023 et renommé **Alteia Connecting Capital**. Ce fonds avait été créé à l'Ile 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**. Créé au troisième trimestre 2017, les activités de ce fonds ont débuté en 2018.

- **EFA Group**. Créée 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. En 2020, le montant était de 500 millions de dollars.

- Créé 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.

- Créé en 2013 et implanté au Royaume Uni, **Kimura Capital** a débuté le financement des opérations de négoce en 2015. Dès cette époque furent financées des petites (très petites, parfois) sociétés de négoce. Depuis 2022, les contreparties de Kimura sont des sociétés de taille moyenne ayant une capitalisation respectable.

- **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 Capital 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. Ce fonds 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**.

SCCF raise bilateral credit facilities and private placements for larger commodity players in various forms (Pre-Export Financing (PXF) ; Transactional ; Infrastructure and Asset Financing ; Borrowing Base Financing ; Reserve Based Lending).

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.

- Implanté à Londres, **Riverrock European Capital Partners** a été créé en 2009. Ce fonds a des bureaux à Paris, Madrid et Milan.

- **Trade Flow Capital Management** est un fonds 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.

1.6.2.6. Conclusion

∗ Le retrait des grandes banques commerciales et les difficultés que pose le financement des petits négociants offrent aux fonds d’investissement l’opportunité de combler partiellement les besoins de financement des sociétés de négoce.

∗ **Ces fonds ne peuvent avoir le rôle des banques commerciales spécialisées dans le financement du négoce.** Ils apportent des **financements ponctuels** ou **spécialisés** (dont le coût est relativement élevé), mais ils ne peuvent combler les milliards de dollars que les banques (européennes, pour l’essentiel) ne financent plus.

∗ En 2016/2017, les interventions des fonds d’investissement dans le financement du négoce des matières premières étaient estimées à environ **20 milliards de dollars.** Elles sont aujourd’hui (2022/2023) estimées à **50 milliards de dollars**…, mais ces chiffres sont controversés.

∗ En novembre 2022, le CEO d’Artis Finance expliquait à Reuters “In the immediate term, we have $ 2.5-3.0 billion dollars’ worth of transactions in the pipeline with traders and corporate in the commodities space.”

∗ La contribution des fonds d’investissement au financement du négoce des matières premières ne règle qu’une partie des difficultés associées au retrait des grandes banques commerciales, car les **fonds dédiés au commodity trade finance** sont **peu nombreux** et leurs **ressources limitées.**

∗ **Ce qui est vrai des fonds d’investissement** dédiés au financement des sociétés de négoce **l’est également de certains hedge funds** (qui sont parfois rangés parmi les fonds d’investissement). Depuis 2020/2021, ils auraient contribué au financement de certaines sociétés de négoce en leur accordant des liquidités pour faire face aux dépôts de garantie

(*initial margin*) et appels de marge (*margin call*) induits par la hausse et la volatilité des prix des matières premières (gaz, GNL, électricité, pétrole, certains métaux, entre autres).

1.7. Les opérations de titrisation

∗ La **titrisation de créances commerciales**, d'une part, la **titrisation de stocks de matières premières**, d'autre part, sont deux modalités de financement auxquelles ont eu recours certaines sociétés de négoce.

1.7.1. La titrisation des créances commerciales

∗ Nous allons nous appuyer sur **l'exemple de Trafigura.**

∗ La titrisation des créances commerciales de Trafigura ne présente pas d'originalités par rapport au modèle standard initié et développé aux Etats Unis, puis dans le reste du monde, depuis de nombreuses décennies.

1.7.1.1. La qualité des créances commerciales

∗ Le succès des titrisations de Trafigura est en grande partie dû à la **qualité des créances servant de support** et de garantie aux émissions de produits titrisés (asset backed securities).

∗ Ces créances ont une **échéance moyenne d'un mois.**

∗ **Les créances commerciales de Trafigura sont de bonne/très bonne qualité**, car les contreparties commerciales de la société de négoce (raffineurs, producteurs de pétrole, sociétés minières, entreprises métallurgiques, sociétés de raffinage de métaux, etc.) sont des entités qui présentent un **faible risque de défaut**.

∗ En mars 2018, le **taux de défaut** évalué par la Chambre de Commerce Internationale sur des créances de cette nature évoluait de **0,03 % à 0,24 % selon le type de créances**. Les chiffres sont anciens, mais il n'y a aucune raison qu'ils aient évolués.

1.7.1.2. Trafigura Securitisation Finance

∗ Le programme de Trafigura fut initié en novembre 2004 avec la mise en place d'un **véhicule de titrisation de droit irlandais dénommé Trafigura Securitisation Finance.**

1.7.1.3. Le principe de la titrisation des créances commerciales

∗ **Le principe est simple**.

∗ **Le véhicule de titrisation achète les créances détenues par Trafigura et les finance par l'émission de notes à moyen terme** (titres ayant 3 à 5 ans d'échéance) dont la rémunération est souvent adossée sur le Libor un mois ou un taux comparable.

∗ Garanties par des créances de très bonne qualité, **ces notes sont achetées par des investisseurs institutionnels**.

1.7.1.4. Le rôle des agences de notation

∗ Les agences de notation jouent un **rôle important** car elles déterminent les notes attribuées aux différentes tranches émises par le véhicule de titrisation.

1.7.1.5. Les caractéristiques des émissions de produits titrisés adossés à des créances commerciales de Trafigura

∗ Les émissions de produits titrisés de Trafigura ont en commun 5 caractéristiques.

- Le montant des émissions varie de **300 à 500 millions de dollars**.
- Environ 90 % des émissions sont **notées AAA/Aaa**.
- Les **titres à moyen terme** (3/5 ans) émis par le véhicule de titrisation **sont adossés à des créances à court terme** (ayant une échéance de 1 à 3 mois).
- La **rémunération** des titres à moyen terme est souvent **adossée au Libor 1 mois** auquel est adjoint un **spread de crédit** qui est fonction du risque des créances servant de support à l'émission et du risque de l'émetteur.

- Le **nombre d'investisseurs est relativement faible**, ce qui implique que chacun d'entre eux prend en moyenne un « ticket » relativement important.

∗ Les caractéristiques spécifiques des différentes émissions de produits titrisés de Trafigura sont reproduites ci-joint.

- **Novembre 2004** ; notes à moyen terme ; 325 millions $
  . 300 millions $; AAA
  . 25 millions $; BBB
- **Juin 2007** ; notes ayant une échéance de 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 ayant une échéance de 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 de 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 ayant une échéance de 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
  . SMBC, Citi et Société Générale étaient chefs de file conjoints
  . Natixis, Mizuho et Mitsubisishi UFJ étaient co-managers.
- **Mai 2024** ; notes ayant une échéance de 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.

- **Juin 2026** ; notes ayant une échéance de 3 ans ; 500 millions $
  . Emission annoncée le 29 mai et mise à prix le 1er juin.
  . 465 millions $; classe A à taux fixe notée AAA/Aaa ;

  . 35 millions $; classe B à taux fixe notée BBB/Baa2.

  . 20 investisseurs

  . Les banques qui ont réalisé le montage financier étaient

  Mizuho, MUFG, SMBC et Société Générale

1.7.1.6. Le marché des émissions

∗ Depuis juin 2007, les émissions de Trafigura sont réalisées sur le **marché financier américain** dans un compartiment **réservé aux emprunteurs non-résidents**. La première émission (celle de 2004) était un placement privé.

1.7.1.7. L'évolution de la prime de risque liée aux émissions de Trafigura

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

1.7.2. La titrisation des stocks de matières premières

∗ Titriser des stocks de matières premières est plus original et novateur que titriser des créances commerciales.

∗ Nous retiendrons l'opération réalisée par Trafigura en novembre 2017.

1.7.2.1. La finalité de la titrisation des stocks de matières premières

∗ Cette titrisation a pour **objectif de financer les stocks de matières premières** au même titre que le programme initié en novembre 2004 avant permis (et permet toujours) de financer les créances commerciales de la société de négoce.

1.7.2.2. Trafigura Commodity Finance, le véhicule de titrisation de Trafigura

∗ Dénommé **Trafigura Commodity Finance** (TCF), le véhicule dédié à la titrisation des stocks de matières premières est enregistré et localisé à Singapour.

∗ Ce véhicule de titrisation n'a **aucun lien juridique avec Trafigura.**

∗ *Ex post*, il ne semble pas que le véhicule de titrisation ait demandé une notation ou, s'il l'a fait, la note proposée devait être inférieure aux espoirs de Trafigura et, de ce fait, ne fut pas rendue publique.

1.7.2.3. Le montage de l'opération de titrisation

∗ L'opération de titrisation est basée sur le principe du commodity purchase agreement, une transaction comparable à un **commodity repo** (voir plus haut le paragraphe 152).

∗ Trafigura vend à Trafigura Commodity Finance (TCF) 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,
- Mizuho Bank,
- Natixis,
- Oversea Chinese Banking,
- The Bank of Tokyo Mitsubishi UFJ,
- Westpac.

∗ Le montant de l'émission atteint **470 millions de dollars.**

∗ **TCF est assuré de pouvoir revendre les stocks** de matières premières, car l'opération de titrisation est basée sur le **repo signé par Trafigura** en novembre 2017.

∗ **Trafigura** s'est réservé une **option** lui permettant de **racheter par anticipation les stocks** vendus à TCF. Cette option est importante car, de manière inopinée, Trafigura peut avoir besoin de ces stocks pour ses activités commerciales.

∗ TCF et les **6 établissements financiers sont protégés par les stocks de pétrole et de métaux détenus par TCF dans les 12 implantations.** Dans chacune d'elles les stocks varient en fonction des achats et des ventes effectuées par Trafigura. Pour s'assurer que la valeur des stocks détenus est au minimum égale à 470 millions de dollars, **des inspections sont régulièrement effectuées par des sociétés assermentées** qui vérifient le volume et la valeur des stocks.

1.7.2.4. Trafigura Commodity Finance se protège contre le risque de prix

∗ Pour se couvrir, **TCF vend des contrats à terme adossés à du pétrole et des métaux** (mais d'autres instruments peuvent être utilisés).

∗ La couverture n'est jamais parfaite à cause du **risque de base**.

∗ **Ce risque auquel TCF est confronté est financé par un prêt subordonné de Trafigura** au véhicule de titrisation.

1.7.2.5. TCF se protège contre le risque de défaut de Trafigura

- Si Trafigura n'était plus en état de racheter les stocks détenus par TCF, **le véhicule de titrisation aurait la possibilité de les vendre**, ce qui le protège contre le risque de défaut (ou le risque de faillite) de Trafigura.

1.7.2.6. Conclusion

- Le résultat final de ce montage financier est simple et limpide : Trafigura ne possède plus dans son bilan des stocks pour un montant de 470 millions de dollars et n'a plus à les financer, mais la société de négoce peut les récupérer à tout instant si elle en a besoin.

1.7.3. Conclusion sur les opérations de titrisation de Trafigura

- Les opérations de titrisation permettent à Trafigura de **financer des créances commerciales et des stocks de matières premières**, deux postes importants à l'actif du bilan d'une société de négoce.
- Avec ces opérations de titrisation, **le financement des stocks de matières premières et des créances commerciales n'est pas assuré par les banques. Il est pris en charge par des investisseurs qui achètent des instruments financiers titrisés.**
- Comme précédemment mentionné, les titrisations de Trafigura adossées à des créances commerciales sont régulièrement renouvelées tous les 3 ans. En revanche, et à notre connaissance, la titrisation de novembre 2017 adossée aux stocks de matières premières de Trafigura n'a pas été renouvelée.

1.7.4. Un regard sur le passé

- Trafigura est la société de négoce qui a le plus eu recours à la titrisation, mais elle ne fut pas l'initiatrice de ces montages financiers.

- **En collaboration avec ING, Vitol avait créé en 1999 un véhicule de titrisation**. Plusieurs émissions sont très brièvement évoquées dans quelques documents publiés à cette époque par les agences de notation, mais nous n'avons pas trouvé d'informations précises à leur sujet.
- **En juin 2000, Glencore** avait procédé à une **émission de 700 millions de dollars** bénéficiant de la **note AAA** de Standard & Poor's.
- Dans son **rapport annuel 2004**, **Glencore mentionne une émission de 750 millions de dollars de commercial paper** (billets de trésorerie) **adossée à des stocks de métaux**. **Noté A1/P1 par Standard & Poor's et Moody's,** le programme **a débuté en août 2003**. Durand les 5 derniers mois de l'année, les émissions ont atteint 750 millions. Pour l'année 2004, la moyenne des émissions fut de 727 millions de dollars (évoluant selon les mois de 570 à 750 millions de dollars).
- Toujours dans le **rapport 2004, Glencore** mentionne un **programme de 1 200 millions de** dollars de **notes à 5 ans** et de **billets de trésorerie notés A1/P1** par Standard & Poor's et Moody's. Pour les **années 2003 et 2004**, l'encours des **émissions fut de 1 200 millions** de dollars dont **700 pour des notes à 5 ans**.

1.8. Les financements structurés et le financement du négoce des matières premières

- Les activités commerciales des sociétés de négoce ne se limitent pas à l'achat et à la vente de matières premières avec des contreparties situées dans des pays dénués de risques politiques et bénéficiant d'un système financier de grande qualité.
- Dans la réalité, **de nombreuses transactions commerciales** :
  - sont **complexes**,
  - impliquent souvent des **quantités** largement **supérieures à une banale transaction commerciale**, et
  - présentent de **nombreux risques**.
- **Les financements structurés ne sont pas des financements standardisés.** Ce **sont des montages *ad hoc*** qui permettent aux négociants d'acheter des matières premières dans des contextes géopolitiques risqués tout en protégeant les intérêts des vendeurs de matières premières.

∗ La difficulté avec les financements structurés est qu'**il n'y en a pas deux qui sont identiques**. Il est de ce fait difficile, voire impossible, d'en faire une présentation générale.

∗ Les deux grandes catégories de financements structurés sont :

- le **prépaiement d'un producteur** de matières premières,
- .le **préfinancement des exportations** de matières premières.

1.8.1. Le prépaiement d'un producteur de matières premières

∗ Prenons un **exemple simplifié**.

∗ Une (petite) **société minière** évoluant dans un pays émergent a trouvé ou acquis un gisement de **cobalt** (**lithium**), mais elle n'a **pas le financement** requis pour exploiter le gisement.

∗ A la même époque, une **société de négoce souhaiterait acquérir du cobalt (lithium**).

∗ La société minière n'étant pas en mesure d'exploiter le gisement de cobalt (lithium) que le **négociant** souhaiterait acquérir, ce dernier lui **propose d'en financer l'exploitation par un prépaiement.**

1.8.1.1. La définition du prépaiement

∗ Le prépaiement est un **financement accordé par un négociant ou un syndicat bancaire à un producteur** de matières premières **pour rendre possible** l'extraction (ou **la production**) **des matières premières qu'il s'engage à livrer au négociant**.

∗ Deux cas de figure sont envisageables.

- **Première hypothèse** : **le négociant est en mesure de financer ce prépaiement** (il puise dans sa trésorerie, ou **il emprunte sous son propre nom** auprès d'une banque ou d'un syndicat bancaire).
- **Deuxième hypothèse** : **le prépaiement dépasse les capacités et les possibilités de la société de négoce**. **Elle doit**, pour ce faire, **constituer un syndicat bancaire** lequel devient une pièce maîtresse du montage financier.

∗ Les sociétés de négoce n'hésitent pas à proposer et à financer (ou faire financer par un syndicat bancaire) des fournisseurs importants de matières premières pour s'assurer des approvisionnements stratégiques.

1.8.1.2. Le prépaiement associé au financement de l'achat de TNK-BP par Rosneft

∗ Entreprise publique cotée en bourse (*sic*), **Rosneft** était **en 2012 la plus importante société russe** selon le critère de la taille.

∗ **En novembre 2012**, **Rosneft** était parvenu à un **accord avec les actionnaires de TNK-BP** pour leur acheter le troisième producteur russe de pétrole.

∗ TNK-BP était contrôlé à :
- **50 % par British Petroleum**,
- **50 % par un consortium** regroupant les intérêts de **4 milliardaires russes.**

∗ **Valorisés 28 milliards de dollars**, les **50 % détenus par le consortium de milliardaires** furent **payés comptant** par Rosneft.

∗ **Valorisés 28 milliards** de dollars, les **50 % de BP** ont donné lieu :
- à un **paiement comptant de 17,5 milliards de dollars**,
- au versement d'un bloc d'actions représentant **12,8 % du capital de Rosneft.**

∗ Le problème de Rosneft était de trouver des financements pour honorer les engagements pris avec BP et le consortium de milliardaires.

∗ **Pour contribuer aux 28 + 17,5 milliards de dollars**, Rosneft a puisé dans sa trésorerie et obtenu un **crédit bancaire de 16,8 milliards de dollars** :
- un **prêt relais** de **2 ans** de **12,7 milliards de dollars,**
- un **prêt à 5 ans** de **4,1 milliards de dollars**.

∗ Rosneft pourrait également avoir emprunté en rouble auprès de banques russes ou sur le marché obligataire russe (Cette remarque est une simple hypothèse).

∗ Le **prêt relais fut remboursé** :
- en décembre 2014 (**7 milliards de dollars**),
- en février 2015 (**6,9 milliards de dollars**).

- **Rosneft a signé le 24/12/2012** un accord commercial (***offtake***) **avec Glencore et Vitol** qui est devenu **opérationnel au premier semestre 2013**. Cet accord prévoyait que :
  - **Rosneft livrerait 67 millions de tonnes** de Rebco (Russian export blend crude oil) aux deux sociétés de négoce pendant une période de 5 ans :
    - **46,9 millions de tonnes pour Glencore**,
    - **20,1 millions de tonnes pour Vitol.**
  - **Ces livraisons** étaient **conditionnées à un paiement anticipé** de plusieurs milliards de dollars au **bénéfice de Rosneft**.
- Fin janvier 2013, **Glencore et Vitol** ont demandé à plusieurs banques de mettre en place un **crédit bancaire** (susceptible d'atteindre 10 milliards de dollars) **destiné au prépaiement des 67 millions de tonnes de pétrole** livrés par Rosneft.
- Le **montage financier** prévoyait la création de **2 SPV (*special purpose vehicule*) destinés à recevoir et à gérer les flux commerciaux et financiers de Glencore et de Vitol.**
- Ces 2 SPV furent les emprunteurs et les bénéficiaires du crédit bancaire.
- Le **crédit bancaire accordé aux 2 SPV** était **garanti par les contrats commerciaux signés** par **Glencore, Vitol et Rosneft** qui prévoyaient la livraison sur 5 ans de 67 millions de tonnes de Rebco.
- Le **contrat fut signé en mars 2013.**
  - **Le** montant du **crédit s'élevait à 8,232 milliards de dollars**.
  - Le **ticket moyen** pour chaque banque du syndicat était de **300 millions de dollars.**
  - **Citigroup** avait un **ticket de 500 millions de dollars**.
- Dans les mois qui ont suivi, un **accord identique** fut **signé par Rosneft avec Trafigura** :
  - **livraison de 10,11 millions de tonnes**,
  - **prépaiement de 1,5 milliards de dollars**.

1.8.2. Le préfinancement des exportations de matières premières

- **Le préfinancement des exportations fournit un financement à un exportateur de matières premières** qui a prouvé (ou qui est en mesure de prouver) sa capacité à exporter les matières premières qu'il produit ou qu'il achète pour les exporter.
- Ce **préfinancement est souvent initié par une société de négoce** qui sert d'intermédiaire entre l'exportateur et l'acheteur des matières premières (Dans le cadre des pays ayant un

régime économique centralisé, le **préfinancement est initié par une entité publique en charge** de la production et/ou **de l'exportation des matières premières**).

- **Le préfinancement des exportations se concrétise par une ligne de crédit** accordée par **une banque** (ou, plus généralement, **un syndicat bancaire**) à une institution en charge de l'exportation de matières premières.
- Ce financement fournit à son bénéficiaire les ressources lui permettant d'acheter les matières premières qui sont exportées par la société de négoce (ou l'entité publique du pays du producteur) qui est à l'origine de ce préfinancement.
- **Les préfinancements d'exportations permettent de financer** :
  - les **besoins en fonds de roulement** (*working capital*) induits par la production et l'exportation des matières premières.
  - les **dépenses en capital** (investissements) induites par la production et l'exportation des matières premières,

1.8.2.1. Un premier exemple : Sucres et Denrées

- En juillet 2015, la filiale en Côte d'Ivoire du groupe Sucres & Denrées a obtenu une facilité de crédit de 100 millions d'euros de la Banque Africaine de Développement.
- Cette ligne de crédit de deux ans a permis à la filiale de Sucre et Denrées de préfinancer ses fournisseurs de fèves de cacao et de soutenir les coopératives locales.

1.8.2.2. Un deuxième exemple : Ghana Cocoa Board

- **Créé en 1947, Ghana Cocoa Board (Cocobod)** est un organisme public responsable de la collecte et de la commercialisation de la récolte du deuxième exportateur mondial de cacao.
- La **mission principale** de Cocobod est de **commercialiser le cacao produit au Ghana**. Pour ce faire, l'**organisme public ghanéen achète aux producteurs les fèves de cacao et les revend aux sociétés de négoce internationales**. Les fèves sont généralement transformées sur place en poudre et en beurre de cacao par des **industriels locaux dont font partie les filiales industrielles des sociétés de négoce**, ce qui accroît la valeur ajoutée du cacao au bénéfice du Ghana.

- La **seconde mission** de Cocobod est de **promouvoir la production du cacao ghanéen** et de financer, pour ce faire, des **infrastructures,** des **investissements logistiques** et une amélioration des conditions de production du cacao.
- Pour acheter aux producteurs les fèves de cacao, **Cocobod bénéficie chaque année depuis 1992 d'une ligne de crédit d'un an destinée à préfinancer les exportations de cacao**. Ce crédit est fourni par un syndicat bancaire regroupant une vingtaine de banques internationales.
- **Le versement** des fonds est effectué en **plusieurs tranches** (un exemple, pour la ligne de crédit de **2022/2023, il y avait deux tranches** ; la première de 790 millions de dollars ; la seconde de 340 millions de dollars).
- **Le remboursement** de l'emprunt de l'année t est effectué par Cocobod en **plusieurs tranches**, la dernière devant précéder la mise en œuvre de la nouvelle ligne de crédit destinée à préfinancer les exportations de cacao de l'année t + 1.
- **A notre connaissance, les préfinancements de Cocobod n'ont jamais connu d'incidents**.
- La sécurité de ces crédits vient des sûretés exigées par les prêteurs et acceptées par l'emprunteur.
  - La ligne de financement est **garantie par les créances que détient Cocobod** sur les acheteurs internationaux de cacao.
  - Les banques ont exigé que les débiteurs des créances détenues par Cocobod soient localisés dans les pays développés (une exigence abandonnée en 2009/2010).
  - Les **créances apportées en garantie représentent 110 % de la ligne de crédit** accordée à Cocobod.
  - Les contrats commerciaux de Cocobod sont établis selon les normes et les exigences des Associations professionnelles des marchands de cacao de Londres et de New York (des contrats juridiquement sécurisés et internationalement reconnus).
  - Les contrats commerciaux signés par Cocobod sont à **prix fixes** et **libellés dans une devise internationale convertible**.
- L'historique ci-joint des préfinancements de Cocobod comprend de nombreux « blancs », car les informations sont difficiles à rassembler.
- Pour l'année 2007/2008 (une année pour laquelle les plus importantes informations sont disponibles), le montant de la ligne de crédit était de **900 millions de dollars** ; le **nombre**

de participants au syndicat bancaire était de **24** ; et le ***spread*** **de crédit au-dessus du Libor était de 16 bps** (la plus faible jamais observée).

1993/1994	140 millions de dollars		
1997/1998	275 millions de dollars		
1998/1999	320 millions de dollars	24 banques	
2007/2008	**900 millions de dollars**	**24 banques**	**16 bps**
2009/2010	1 200 millions de dollars	33 banques	
2010/2011	1 500 millions de dollars	28 banques	
2011/2012	**2 000 millions de dollars**		
2012/2013	**1 500 millions de dollars**		**175 bps**
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
2016/2017	**1 800 millions de dollars**	**24 banques**	**67,5 bps**
2017/2018	1 300 millions de dollars	25 banques	
2018/2019	**1 300 millions de dollars**	**21 banques**	**62,5 bps**
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 deuxième facilité à 3 ans d'échéance**.

Mars 2012	200 millions de dollars	
Mars 2019	**300 millions de dollars**	**295 bps**

∗ Cette deuxième facilité avait pour objectif de **financer des investissements logistiques** et des programmes destinés à **améliorer la qualité** et la **quantité** de cacao produit par le Ghana.

- La **marge** (pour l'opération de mars 2019) était de **295 bps au-dessus du Libor** avec un possible réajustement à la baisse en fonction des objectifs sociaux et environnementaux atteints par Cocobod en 2022 comparés à ceux qu'il s'était engagé à atteindre en mars 2019.
- Cette **deuxième facilité** (à moyen terme) était, elle également, **garantie par des créances commerciales** (à court terme), **ce qui n'est pas très orthodoxe** sur un strict plan financier, et nous éloigne du *trade finance*.
- Le **syndicat bancaire** comprenait **8 banques** (Rabobank ; Crédit Agricole ; Natixis ; Société Générale ; MUFG Bank ; Ghana International Bank ; DZ Bank et Nedbank).

2. Le financement des sociétés de négoce

- **A compter de 2005**, le **développement des investissements logistiques et industriels** a fait émerger les premiers **problèmes de financement**, atténués, mais pas éliminés, par les co-entreprises et les partenariats mis en place par les sociétés de négoce.
- **Jusqu'en 2007/2008**, les **sociétés de négoce autofinançaient**, dans une large mesure, **leurs investissements, c**es derniers n'étant pas volumineux. Cet autofinancement impliquait une réduction des profits distribués.
- **Sous la pression de la baisse des marges commerciales**, les sociétés de négoce ont fait **évoluer leur *business model*** en développant des activités en amont et/ou en aval de leurs opérations commerciales. Cette évolution a fait émerger de **nouveaux besoins de financement** à moyen terme/long terme induits par des investissements dans :
  - **les infrastructures**,
  - **les actifs logistiques**,
  - **les activités industrielles en aval ou en amont des opérations commerciales des sociétés de négoce**.
- Les sociétés de négoce furent alors contraintes :
  - d'**émettre des emprunts** sur les marchés internationaux de capitaux,
  - de **recourir à des financements alternatifs** aux emprunts à moyen et à long terme,
  - d'**accroître leurs fonds propres.**

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

∗ Les besoins de financement à moyen terme/long terme des sociétés de négoce sont apparus avec les acquisitions d'actifs industriels et logistiques induits par leurs activités en amont et en aval de leurs opérations commerciales.

2.1.1. Les émissions obligataires sur les marchés financiers internationaux

∗ **Jusqu'en 2012**, les émissions obligataires étaient **peu nombreuses**. **Elles étaient privées** et ne faisaient pas appel public à l'épargne.

∗ **Depuis 2012**, la fréquence et le volume des émissions obligataires n'ont cessé de croître et les émissions publiques se sont développées au détriment des émissions privées.

2.1.1.1. Les premières émissions 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 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** au **taux de 7,625 %,** pour un montant de **500 millions de dollars,** une émission comparable à celle de Louis Dreyfus, également cotée à Singapour.

∗ **Par la suite**, les émissions obligataires se sont **diversifiées** (**Voir plus loin le paragraphe 2.1.1.3.**).

2.1.1.2. Les devises utilisées lors des émissions de titres obligataires

∗ Dans la très **grande majorité des émissions**, les titres obligataires étaient (et sont encore aujourd'hui) libellés en **dollar** américain. Les autres devises utilisées sont :

  – le dollar singapourien,

- l'euro,
- le franc suisse,
- le renminbi,
- le yen.

∗ **Les emprunts libellés dans une devise autre que le dollar** sont une **source de financement**, mais elles permettent également aux sociétés de négoce de **gérer le risque de change** auquel elles sont exposées du fait des actifs industriels et logistiques que leurs filiales ont acquis un peu partout dans le monde.

∗ En empruntant des devises locales et en les swapant en dollar, il est possible dans certaines situations de marché d'obtenir des financements à coût réduit.

2.1.1.3. Les titres obligataires émis par les sociétés de négoce

∗ Les sociétés de négoce ont émis des titres dans tous les compartiments du marché des capitaux :

- **obligations ordinaires,**
- **obligations hybrides et perpétuelles,**
- **euro medium term notes (EMTN),**
- **obligations convertibles,**
- **obligations domestiques d'émetteurs non-résidents (*panda bonds* en Chine).**

Encadré

Les émissions de panda bonds de Trafigura

- En **2018,** Trafigura a négocié et signé avec les Autorités chinoises un programme prévoyant l'émission sur le marché domestique chinois de **2 350 millions de renminbi (environ 337 millions de dollars)** de titres obligataires ayant **3 ans d'échéance** (les obligations émises sur le marché chinois par des emprunteurs non-résidents sont dénommées « ***panda bonds*** »).
- **Quatre tranches** furent émises

- La **première** de **500 millions de renminbi fut levée le 30 avril 2018**. Bank of China était *lead bookrunner* ; ICBC, *joint bookrunner* et Standard Chartered Bank simple *bookrunner*.
- La **deuxième** tranche d'un montant de **500 millions de renminbi fut émise le 4 juin 2018**.
- La **troisième** tranche avait un montant de **810 millions de renminbi**.
- La **dernière** tranche de **540 millions** fut levée le **22 mai 2019** avec une base d'investisseurs plus diversifiée que celles des trois premières tranches.

- Le **24 janvier 2025,** fut annoncée par Trafigura qu'une **deuxième émission de panda bonds** d'un montant de **1 500 millions de renminbi** (**205 millions de dollars**) et d'une échéance de 3 ans avait été validée par les Autorités chinoises. Treize investisseurs institutionnels chinois ont acquis les titres émis par Trafigura.
- Le total des émissions de Trafigura atteignant 3 850 millions de RMB, la société de négoce pourra encore émettre des titres à hauteur de 1 150 millions de RMB sur le marché domestique chinois.

2.1.2. Les crédits bancaires à moyen terme

∗ Ces crédits d'une grande banalité ne font pas l'objet d'une intense communication de la part des sociétés de négoce.

∗ Les **trois exemples** mentionnés ci-joint sont régulièrement demandés et obtenus par les sociétés de négoce :

- **crédit en dollar (1/5 ans)** souvent négociés et obtenus parallèlement aux RCF,
- **crédit à moyen terme en yen** sur le marché domestique japonais,
- **crédit à moyen terme en renminbi** sur les marchés *offshore* et domestique chinois.

2.1.3. Les prêts garantis par les réserves

∗ Ces prêts **(*Reserve based lending facility* (RBL), en anglais)** sont apparus au début des **années 1970** pour le **financement des activités pétrolières et gazières de petits exploitants** opérant dans le Texas. Ils se sont développés avec l'exploitation du pétrole en

Mer du Nord. Ils se sont généralisés au reste de la planète produisant des hydrocarbures, du gaz et des métaux.

- **Le montant des prêts** accordés par les banques **est fonction de la valeur actualisée des cash flows générés par la vente des réserves de gaz, de pétrole et de métaux qui vont être exploitées**. Cette valeur prend en compte :
    - les caractéristiques des réserves (volume anticipé, qualité des réserves, conditions d'exploitation, etc.),
    - les coûts d'exploitation,
    - les prix anticipés des matières premières produites ou extraites,
    - le taux d'actualisation retenu par la société pétrolière, gazière ou minière,
    - la politique de couverture contre le risque de prix retenue par les sociétés pétrolières, gazières et minières,
    - la fiscalité, etc.
- La **maturité des prêts** est généralement comprise **entre 5 et 8 ans**, parfois plus.
- Le montant des prêts garantis par les réserves s'échelonne **de 100 millions à plusieurs milliards de dollars**.
- Ces financements peuvent être structurés sous la forme **d'un prêt (*term loan*)** ou, plus généralement, **d'une facilité bancaire**.
- **Le remboursement** de ces prêts est assuré par le produit des ventes de pétrole, de gaz ou de métaux extraits par ces sociétés.
- Les financements adossés à des réserves permettent de **monétiser aujourd'hui les cash flows à venir** provenant d'actifs pétroliers, gaziers ou miniers.
- Avec la **lutte entreprise contre le réchauffement climatique**, les financements basés sur (et garantis par) les réserves de pétrole et de gaz perdent de leur importance. **Les banques** internationales **cessent**, en effet, **de financer de nouvelles opérations**.
- En **février 2012**, avec beaucoup de regret, BNP Paribas avait vendu à Wells Fargo son activité nord-américaine de financements adossés à des réserves d'hydrocarbures, mais la raison n'était pas liée à la lutte contre le réchauffement climatique comme il le fut mentionné par certains analystes.

∗ **En 2012, BNP Paribas**, comme toutes les banques européennes, **était confrontée à l'asséchement de ses ressources en dollar.** Cette vente à Wells Fargo d'un portefeuille de prêts portant sur des engagements **de 9,5 milliards de dollars** (**dont 3,9 avaient été tirés au 31/12/2011**) s'inscrivait dans le plan global d'adaptation du bilan de BNP Paribas et de réduction de ses besoins de financement en dollar américain.

∗ Conséquence de leur développement en amont, **certaines sociétés de négoce** possèdent (sous terre) des **réserves de matières premières** (métaux, pétrole, gaz, etc.).

∗ Sur le principe du prêt adossé à un gage, ces 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, cette société 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. [1acre = 0,45 hectare/1 hectare = 2,47 acres].

∗ Ces actifs ont permis à Castleton Commodities International d'accroître sa production de gaz de 320 MMcf (million cubic feet).

- 1 MMcf = 1 million cubic feet
  = 1 000MM Btu
- 1 Btu = British thermal unit
- 1 Btu = la quantité de chaleur requise pour augmenter la température d'une livre (poids) d'eau liquide de 1 degré Fahrenheit quand cette eau est à la température de 39 degré Fahrenheit.

∗ **Ces acquisitions furent financées par un prêt basé sur les réserves** (*Reserve based lending facility*).

2.2. Les financements alternatifs aux emprunts à moyen et à long terme

∗ Sont regroupés dans ce paragraphe le crédit-bail et les financements accordés par des sociétés financières rémunérées par des *royalties* ou des *streaming*.

2.2.1. Le crédit-bail (sale and lease back)

2.2.1.1. Les caractéristiques du crédit-bail

2.2.1.2. Les avantages pour le négociant

∗ En vendant certains actifs industriels ou logistiques, la société de négoce :
  - retrouve des liquidités pour procéder à de nouveaux investissements,
  - réduit son endettement.

∗ L'opération de *leasing* révèle que « **l'usage d'un actif peut être plus important que sa propriété**. »

2.2.1.3. Les avantages pour la société de *leasing*

∗ La location de longue durée d'un actif indispensable à l'activité d'un négociant permet à la société de *leasing* d'obtenir une bonne rentabilité et de stabiliser son chiffre d'affaires sur une longue période.

2.2.1.4. 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**.

∗ Cette transaction fut une excellente opération financière pour Trafigura, car en 2013 le prix des tankers était bas, et en 2016 il était relativement élevé.

∗ **Ces tankers sont gérés par le *desk Shipping* de Trafigura**.

∗ Toujours dans le domaine du *leasing*, **Trafigura** a annoncé le **1er 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** à cette commande, **cette société financière avait conclu un accord avec Trafigura** prévoyant que la société de négoce louerait ces navires (qui furent **livrés au quatrième trimestre 2018 et en 2019**) et bénéficierait d'une **option d'achat sur chacun d'eux**.

2.2.2. Le financement des sociétés de négoce par des sociétés financières rémunérées par des royalties et des streamings

∗ **A l'origine**, ces modalités de financement étaient **utilisées pour l'exploitation** (et dans certains cas l'exploration) des mines de **métaux précieux**.

∗ **Par extension**, l'opération de *streaming* et le paiement de *royalties* permettent de financer l'exploitation de gisements miniers produisant des **métaux industriels**.

∗ Les **sociétés financières pratiquant les *royalties* et les *streaming* financent les sociétés minières** (dans le cadre qui nous intéresse, les sociétés de négoce ayant une activité minière) **et reçoivent en échange :**

- **un pourcentage fixe du chiffre d'affaires** de la société minière variant de **1 à 3 %** (pour donner un ordre de grandeur) dans le cas de ***royalties***. ll est possible que le pourcentage ne s'applique pas au chiffre d'affaires, mais au **résultat opérationnel,** auquel cas le pourcentage n'est pas celui qui s'applique au chiffre d'affaires,
- **une quantité de métal** (variable selon les modalités retenues) dans le cas d'une **opération de *streaming*** ;

∗ Les financements **rémunérés par des *royalties*** (un pourcentage du chiffre d'affaires ou du résultat opérationnel de la société minière) ne présentent **aucune difficulté**. Les **financements rémunérés par** une quantité de matières premières (***streaming***) sont **plus complexes**.

2.2.2.1. Les spécificités d'un financement par une opération de streaming

∗ L'opération de *streaming* est une **transaction commerciale et financière fractionnée** et **différée** dans le temps.

∗ **Dans un *streaming* se rencontrent une entreprise minière et une société financière** :

- en contrepartie du financement qu'elle reçoit, **la société minière livre une certaine quantité de matières premières** à la société financière,
- **en contrepartie du financement initial qu'elle accorde, la société financière reçoit des matières premières** aux conditions qui ont été convenues dans le contrat de *streaming*, lequel prévoit un prix inférieur (parfois très inférieur) au prix du marché.

2.2.2.2. Les clauses essentielles d'un contrat de streaming

∗ Ces clauses sont au **nombre de quatre**.

∗ **Première clause.** La **quantité de métal livrée** par l'exploitant de la mine et acquise par la société financière peut être :

- mensuelle,
- trimestrielle,
- annuelle.

∗ **Deuxième clause.** La **durée de l'opération de *streaming*** est généralement longue, voire très longue :

- de 5 à 20 ans et plus,
- parfois jusqu'à l'épuisement de la mine.

∗ **Troisième clause.** Le **prix payé par la société financière** 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. A la signature du contrat de *streaming*, la société financière procède à un paiement comptant au bénéfice de la société minière**. Théoriquement, ce montant est égal à la valeur actualisée de la fraction non acquittée du prix du métal (respectivement 70 %, 50 %, 20 % pour reprendre les chiffres du précédent alinéa) multipliée par la quantité livrée lors de l'ensemble des livraisons. **Ce paiement initial permet à la société minière de débuter l'exploitation de la mine**.

∗ Par voie de conséquence, plus est élevé le paiement comptant versé lors de la signature du contrat de *streaming*, plus est faible le prix du métal acquitté à chaque livraison.

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

∗ En **novembre 2015**, Glencore était à la recherche de liquidité (**environ 10 milliards de dollars**) pour financer un plan de redressement **afin d'éviter une dégradation de sa note de crédit** par les agences de notation. Cette dégradation aurait été catastrophique, car Glencore serait devenue une société « ***non investment grade.*** »

∗ La finalité du contrat de *streaming* signé par Glencore avec Wheaton Precious Metals n'était pas de financer une nouvelle exploitation minière. L'objectif était plus modestement de **trouver un financement pour réduire la dette** de Glencore.

∗ 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** (une mine de cuivre et de zinc à ciel ouvert au Pérou).

∗ Le chiffre de **33,75 %** n'était pas dû au hasard. Il correspondait à **l'intérêt qu'avait Glencore dans Antamina**. Les trois autres actionnaires étaient :

- BHP Billinton : 33,75 %
- Teck Resources : 22,50 %
- Mitsubishi : 10,00 % (un conglomérat japonais).

∗ Le contrat de *streaming* prévoyait que la quantité livrée par Glencore serait toutefois réduite à **22,50 %** quand la somme cumulée des premières livraisons atteindrait **140 millions d'onces**. Quand tel sera le cas, **Glencore conservera 11,25 %** de la production d'argent d'Antamina.

∗ A chaque livraison d'argent métal, Wheaton **Precious Metals devait verser 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 justifiée par la faiblesse du taux de 20 %.

∗ Si le taux avait été de 40 %, Glencore aurait obtenu une somme inférieure à 900 millions de dollar, ce qui n'était pas l'objectif recherché.

2.2.2.4. 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 la société canadienne Franco Nevada. Le *streaming* concernait Antapaccay, une très importante mine péruvienne à ciel ouvert détenue à 100 % par Glencore produisant du cuivre et à beaucoup plus petite échelle de l'or et de l'argent.

∗ **Glencore livrera à Franco Nevada** :

- 630 000 onces d'or et au-delà de 630 000 onces, 30 % de la production d'or,
- 10 000 000 onces d'argent métal et au-delà de 10 000 000 d'onces, 30 % de la production d'argent-métal.

∗ **Franco Nevada paiera** :

- 20 % du prix *spot* de l'or pour une production inférieure à 750 000 onces d'or
- 20 % du prix *spot* de l'argent métal pour une production inférieure à 12 800 000 onces d'argent métal
- 30 % du prix *spot* de l'or pour une production supérieure à 750 000 onces
- 30 % du prix *spot* de l'argent pour une production supérieure à 12 800 000 onces

∗ L'originalité de ce contrat de *streaming* réside dans la façon dont Franco Nevada a obtenu les 500 millions de dollars.

∗ **Les 500 millions ont été obtenus par l'émission de 11,5 millions d'actions au prix de 47,85 dollars** souscrites par un syndicat bancaire regroupant BMO Capital Markets, CIBC Capital Markets, RBC Capital Markets et Scotiabank.

2.2.2.5. Les deux finalités d'un contrat de streaming

∗ **Première finalité**, le vendeur souhaite exploiter une mine dans la durée, mais il **n'a pas les capitaux pour le faire**.

∗ **Deuxième finalité**, le vendeur est confronté à un **besoin de financement urgent et important**.

∗ Dans les contrats de *streaming* du 3 novembre 2015 et du 10 février 2016, **c'est la deuxième hypothèse qui justifiait les opérations de Glencore**.

2.3. L'augmentation des fonds propres

∗ A l'exception des filiales à 100 % de groupes industriels, **de très nombreuses sociétés de négoce furent créées par des « entrepreneurs »** dont les ressources n'étaient pas infinies.

∗ Tant que ses besoins de financement à moyen et long terme sont réduits, la société de négoce demeure :
  - privée (non cotée en bourse),
  - contrôlée par une famille (Cargill ; Louis Dreyfus, dans une certaine mesure).

∗ Quand la société de négoce est confrontée à des **problèmes de financement** qui ne peuvent être réglés :
  - par autofinancement,
  - par la famille,

  la recherche de fonds propres devient une nécessité.

∗ **L'introduction en bourse** et **l'élargissement de leur base capitalistique** sont **deux modalités** permettant aux sociétés de négoce **d'accroître le montant de leurs fonds propres**.

2.3.1. L'introduction en bourse

∗ Dans l'univers des sociétés de négoce, **l'introduction en bourse ne fait pas l'unanimité**.

2.3.1.1. Les arguments en faveur de l'introduction en bourse

∗ La cotation d'une société sur un marché boursier offre **quatre avantages**. Ils sont autant d'arguments en faveur de l'introduction en bourse (IPO). La cotation permet :

- **de valoriser la société** en temps réel,
- **de fournir des informations** multiples et régulièrement actualisées sur la société,
- **de faciliter les nouvelles émissions** d'actions (et de dettes), car les investisseurs (et les prêteurs) potentiels disposent (grâce à la cotation en bourse) d'informations précises, détaillées et actualisées sur la situation financière de la société,
- **d'acheter d'autres sociétés** par une simple augmentation de capital, ce qui **évite de « consommer du cash.** »

2.3.1.2. Les arguments en défaveur de l'introduction en bourse

∗ **Trois arguments** parmi d'autres sont mis en avant.

∗ **Premier argument**. Quand une société est cotée en bourse, **sa communication financière doit être complète, rigoureuse et vigilante** car toute erreur, tout oubli (volontaire ou involontaire) est tôt ou tard révélé par l'un ou l'autre des dizaines (voire centaines) d'**analystes financiers** qui suivent la société auxquels s'ajoutent les **journalistes financiers**, les **responsables politiques**, les **ONG** et les **journalistes d'investigation**.

- A titre d'exemple, depuis son entrée en bourse, il est murmuré que **Glencore serait suivi par plus de 200 analystes financiers** dans le monde.
- Les dirigeants des sociétés de négoce ne sont pas tous prêts (ni vraiment favorables) à se confronter à une telle exposition.
- **Deuxième argument.** La **volatilité du prix des matières premières** est le lot quotidien des sociétés de négoce, ce qui entraîne la **volatilité de leurs résultats financiers, ce que détestent de nombreux investisseurs,** en particulier les fonds de pension et de nombreux investisseurs institutionnels.
- **Troisième argument. La visibilité.** Quand une société (qu'elle soit industrielle, commerciale ou financière) est cotée en bourse, elle devient très visible. **Ne souhaitant pas l'être** (pour des raisons diverses et multiples), **certaines sociétés de négoce renoncent à s'introduire en bourse** sur la base de cet argument.

2.3.1.3. Le cas spécifique de Glencore

- En **mai 2011**, Ivan Glasenberg a concrétisé son projet **d'introduire Glencore en bourse**, une importante société de négoce dont il était le CEO.
- Il avait probablement en tête l'idée d'**absorber** quelques années **plus tard Xstrata**, une très importante société minière dont Glencore détenait environ 30 % du capital depuis plusieurs décennies.
- Effectivement, avec beaucoup de difficultés, **Glencore et Glasenberg ont absorbé Xstrata** dont les actionnaires ont été payés par l'émission d'actions de Glencore.
- Avec l'absorption de Xstrata, Glencore est, de fait, devenue une société minière dotée d'une importante activité de négoce (**Voir la Monographie de Glencore**) car, sur la période 2018/2022, **78 % de l'Ebitda de Glencore** et **65 % de son Ebit** étaient fournis par les activités minières et industrielles.
- Le parcours boursier de Glencore est intéressant à observer.
  - Au terme d'une longue préparation, les dirigeants de Glencore décident de s'introduire en bourse sur le London Stock Exchange. **En mai 2011, le cours d'introduction est fixé à 530 pence.**

- **Le marché gris a débuté le 19 mai 2011.**
- Le **lundi 24 mai**, le jour de l'introduction en bourse, le cours de Glencore a terminé 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, en fin de journée, le prix de l'action atteignait **530,1 pence**.
- Le **14 novembre 2022,** Glencore cotait **509,9 pence.**
- Le **7 février 2023**, Glencore cotait **547,90 pence**.
- Le **15 mars 2023**, Glencore cotait **412,00 pence.**
- Le **19 janvier 2024,** Glencore cotait **420,90 pence.**
- Le **3 février 2025,** Glencore cotait **342,10 pence**.
- Le **3 mars 2025**, Glencore cotait **236,90 pence**
- Le **20 novembre 2025**, Glencore cotait **349,05 pence**
- **Le 2 janvier 2026,** Glencore cotait **412,95 pence**
- **Le 13 novembre 2026, Glencore cotait 510, 30 pence**

∗ Nous laissons au lecteur le soin de décider si le parcours boursier de Glencore plaide en faveur d'une introduction en bourse. Il doit garder en mémoire que si elle ne s'était pas introduite en bourse, Glencore n'aurait pu absorber Xstrata et serait demeurée une importante société de négoce dotée d'une activité minière relativement réduite.

2.3.2. L'élargissement de la base capitalistique des sociétés de négoce

∗ **Comment élargir et renforcer les fonds propres d'une société de négoce** (non cotée en bourse) sans prendre le risque pour les actionnaires d'en perdre le contrôle ?

∗ **Pas vraiment facile.**

∗ Une réponse possible est de **se tourner vers des « investisseurs patients » ayant le long terme pour horizon et n'ayant pas l'envie de prendre le contrôle de la société de négoce**. Ces investisseurs potentiels sont :

- des **fonds souverains**,
- des **sociétés de *private equity*** et/ou des ***family offices*** de grandes fortunes privées,
- des **sociétés industrielles**.

2.3.2.1. La contribution des fonds souverains

∗ **Trois exemples** significatifs sont brièvement mentionnés.

2.3.2.1.1. 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 2026.

2.3.2.1.2. Temasek Holding

∗ **Temasek Holding** est un **fonds souverain** dont la contribution au financement du gouvernement de Singapour est très importante.

∗ **En 2024,** il était l'actionnaire de référence d'**Olam** et détenait 100 % de **Pavilion Energy.** (Voir les **Monographies d'Olam et de Pavillon Energy**)**.**

∗ En **novembre 2012,** Temasek possédait **16 % du capital d'Olam**.

∗ En **mars 2014**, après être venu au secours d'Olam qui avait été 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 détenait (en 2025) **51,8 % du capital** de la société de négoce. Le deuxième actionnaire était **Mitsubishi avec 14,6 % du capital**. Les deux actionnaires ont coopéré pour contrôler et

diriger Olam. Les autres actionnaires étaient Kewalraa Chanrai Group (7,0 % du capital), les autres investisseurs institutionnels et les investisseurs individuels (22,2 % du capital) et les managers d'Olam (4,4 %).

- Temasek a créé **Pavilion Energy en mai 2012.** Il en était l'unique actionnaire (**Voir la Monographie de Pavilion Energy**). Cette société était centrée sur le **négoce et la commercialisation du gaz naturel et du GNL**.
- **En 2024,** Temasek était l'actionnaire de référence d'**Olam (Voir la Monographie d'Olam)** et détenait 100 % de **Pavilion Energy.**
- Les résultats de Temasek pour l'année 2024 ne lui permettaient pas d'honorer ses engagements financiers à l'égard du gouvernement de Singapour. Pour y faire face, Temasek a vendu Pavilion Energy à Shell en juin 2024 pour un montant qui n'a pas été révélé (Cette vente ne tenait pas à de mauvais résultats financiers de la société de négoce, bien au contraire). Cette transaction a enforcé la position de *leader* mondial de Shell Trading dans le négoce du GNL.

2.3.2.1.3. 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. Cet accord entraînait la cession par le Groupe Louis Dreyfus de **45 % du capital de la société de négoce**. La participation d'ADQ n'était pas directe, mais, *in fine*, le chiffre de 45 % était bien réel.
- Le prix acquitté par ADQ n'a pas été révélé.
- Cette cession était accompagnée d'un accord commercial à long terme prévoyant la vente par Louis Dreyfus de matières premières agricoles aux Emirats Arabes Unis.

2.3.2.2. La contribution des fonds d'investissement, des sociétés de private equity et des family offices

- **Cinq exemples** sont brièvement mentionnés. Ils concernent **Cofco International**, **Freepoint Commodities, Castleton Commodities International, Traxys et Trailstone**. Ils reflètent l'intérêt que portent les sociétés de *private equity* et les fonds d'investissement au financement des sociétés de négoce.

2.3.2.2.1. 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 **(Voir la Monographie de Cofco International)**.
- **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.

2.3.2.2.2. 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 (**Voir la Monographie de Freepoint Commodities**).
- A cette époque, le financement de Stone Point Capital aurait atteint **plusieurs centaines de millions de dollars.** A notre connaissance, ce montant n'a pas été confirmé.

2.3.2.2.3. Trailstone/Riverstone

- En mai 2013, Riverstone, une société américaine de *private equity* spécialisée dans le financement des projets (dans les secteurs de l'énergie et de l'électricité) a fourni à Trailstone des fonds (entre 0,5 et 1 milliard de dollars ; le montant précis n'a pas été révélé) et obtenu de ce fait une participation (largement) majoritaire du capital de Trailstone, ce qui lui a assuré le contrôle de la société de négoce (Voir la **Monographie de Trailstone**).

2.3.2.2.4. Castleton Commodities International/Family offices

∗ Les *family offices* de :

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

ont contribué au capital de Castleton Commodities International dès la création de cette société de négoce en octobre 2012. Ils en sont aujourd'hui des actionnaires vigilants (**Voir la Monographie de Castleton Commodities International**).

2.3.2.2.5. Traxys/Fonds d'investissement/Private equity

∗ **En 2003**, en accord avec le management de la société de négoce qui contrôlait à cette époque le capital de Traxys, deux firmes de *private equity* (**Pegasus Capital Advisors** et **Kelso & Company**) ont pris une participation majoritaire du capital de Traxys, une société spécialisée dans le négoce des métaux.

∗ **En 2007**, avec l'accord de tous les actionnaires, le fonds d'investissement **Resource Capital Fund** est entré 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 (à l'époque, les trois actionnaires institutionnels de la société de négoce) 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.

2.3.2.2.6. IXM

Voir la Monographie de IXM

2.3.2.3. L'appel à un partenaire industriel ou financier - L'exemple de Mercuria

∗ **Au début des années 2010**, Marco Dunand (le CEO) et Daniel Jaeggi (le Président), les deux principaux actionnaires de Mercuria ont laissé entendre qu'ils pourraient (aimeraient) **vendre 10 à 20 % du capital de Mercuria à un partenaire industriel** (ou un partenaire financier ayant le contrôle d'activités industrielles) avec lequel la société de négoce pourrait conclure un partenariat en bonne et due forme.

∗ **Au début de l'année 2013**, Marco Dunand et Daniel Jaeggi (MD-DJ) étaient en discussion avancée avec **China's State Dev & Investment** en vue de vendre une participation au capital de Mercuria à la plus importante société d'investissement publique chinoise.

∗ **Les discussions furent suspendues** à la demande de MD-DJ, car les dirigeants de Mercuria souhaitaient concentrer leurs efforts sur l'éventuel achat de la division Matières Premières de J.P. Morgan dont les dirigeants avaient annoncé la mise en vente le 26 juillet 2013.

∗ **En 2014**, après avoir acquis la division Matières Premières de J.P. Morgan, **MD-DJ sont repartis à la recherche d'un nouveau partenaire**, China's State Dev & Investment n'ayant pas voulu reprendre les discussions (ce qui est compréhensible).

- Des conversations approfondies auraient été conduites par MD-DJ avec Blackstone, mais elles n'ont pas abouti à un accord.
- **Le 23 octobre 2015**, Andy Hofman ; un journaliste de Bloomberg a révélé que Mercuria était en discussion avancée avec **China National Chemical Corporation (ChemChina)**.
- L'annonce officielle de la vente à ChemChina de 12 % du capital de Mercuria est faite par un communiqué de Mercuria du **18 janvier 2016**.
- Niel Hume et David Sheppard révèlent dans un article du *Financial Times* du **15 avril 2018** que ChemChina allait accroître à 30 % sa participation au capital de Mercuria et que la société de négoce devrait prendre une participation de 30 % au capital de la filiale de raffinage du conglomérat chimique chinois.
- Un **bref communiqué de Mercuria** confirme, le même jour, l'information du *Financial Times* et annonce que **l'opération sera finalisée avant la fin de l'année 2018**.
- En fait, **cet « accord » ne s'est pas concrétisé**. Les difficultés sont probablement venues des Autorités chinoises qui n'approuvaient pas nécessairement toutes les initiatives (ni le comportement) du patron de ChemChina **[Voir la Monographie de Mercuria]**.
- En Chine, des négociations confidentielles en vue d'une fusion avec ChemChina avaient été initiées dès 2016 par Sinochem, un très important groupe pétrolier et chimique chinois.
- **Le CEO de ChemChina a démissionné en 2018**. L'a-t-il fait de son plein gré ? C'est peu probable, mais nous n'en avons pas la preuve.
- La **fusion de ChemChina avec Sinochem a été finalisée en 2021**.
- Un article de *Reuters* du **25 octobre 2022** a révélé que **ChemChina avait revendu à Mercuria les 12 % du capital de la société de négoce acquis en janvier 2016**. Le prix de la transaction n'a pas été mentionné.
- La récupération par Mercuria des 12 % de son capital traduisait « l'échec » du partenariat industriel conceptualisé et mis en œuvre par Marco Dunand et Daniel Jaeggi. L'origine de cet échec n'est probablement pas d'ordre stratégique ou financier. Très probablement, il faut y voir un « problème spécifiquement chinois ». Le dirigeant de ChemChina n'avait peut-être pas (ou n'avait plus) le profil adéquat aux yeux des responsables politiques chinois.
- « Echec » est un terme excessif. **S'il ne fut pas un échec**, le partenariat industriel entre ChemChina et Mercuria fut à tout le moins un « **succès relatif car temporaire** ».

∗ Mercuria est une société de négoce qui ne laisse pas indifférent et qui surprend (et qui semblerait aimer surprendre). Le **22 février 2023**, *Reuters* révélait que **CNIC Group** (un fonds public chinois créé à Hong Kong en mai 2012 et opérationnel depuis janvier 2013) **avait acquis** un peu moins de **5 % du capital de Mercuria**. En fait, c'est une filiale de CNIC Group, spécialisée dans les investissements relatifs à la transition énergétique, qui détient cette participation. La **valeur de la transaction** n'a pas été révélée, mais *Reuters* l'estimait au **minimum à 220 millions de dollars**. Révélée en février 2023, cette transaction fut réalisée au lendemain du rachat par Mercuria des 12 % du capital revendus par ChemChina. Cette transaction est cohérente avec la décision stratégique annoncée par Mercuria de consacrer 50 % de ses investissements à la transition énergétique et de développer ses activités de négoce dans l'énergie décarbonée **[Voir la Monographie de Mercuria]**.

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

∗ Pour les sociétés de négoce, la **finance est souvent un atout**. Elle est **parfois une source de difficultés**.

∗ Cinq exemples.

3.1. Les besoins de financement à long terme des sociétés de négoce ne cessent de croître

∗ Induits par leurs investissements logistiques et leurs activités industrielles en aval et en amont de leurs opérations commerciales, **les besoins de financement des sociétés de négoce ne cessent de croître**.

∗ Ces besoins contraignent les sociétés de négoce à **emprunter sur les marchés financiers internationaux**.

∗ A partir du moment où ils s'endettent, **les négociants doivent prendre en compte les exigences (légitimes) des prêteurs**, ce qui peut réduire (dans un premier temps) leurs marges de manœuvre et les conduire (dans un deuxième temps) à la catastrophe, comme l'a montré le **défaut de Noble en mars 2018**.

3.2. Les besoins de financement à court terme liés au financement du négoce sont élevés

∗ Les besoins de financement à court terme des sociétés de négoce sont d'une **double nature** :

- les besoins **directement liés au négoce** des matières premières : les crédits transactionnels,
- les besoins **liés à l'augmentation du fonds de roulement**, à la hausse des besoins de trésorerie, aux dépôts de garantie et aux appels de marge auxquels la société de négoce est confrontée.

∗ Les banques ayant su et pu répondre aux besoins des sociétés de négoce, les montants des crédits à court terme sont devenus colossaux.

∗ Ces besoins augmentent mécaniquement avec la hausse des prix des matières premières.

∗ **Depuis 2015/2016,** les sociétés de négoce s'efforcent de **contenir le montant de leurs crédits à court terme** (revolving credit facilities). Elles le font en **diversifiant leurs ressources** et en ayant recours à des **financements fournis par les marchés de capitaux** et les **établissements financiers non bancaires.**

∗ Confirmant les développements qui précèdent, on constate depuis le début des années 2050 une stabilisation, voire une légère réduction du montant des RCF demandées et obtenues par les grandes sociétés de négoce.

3.2.1. 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 et crédits transactionnels),** des hausses qui ne furent pas toujours facilement accordées. En 2025, la situation a retrouvé la situation qui prévalait avant 2022.

3.2.2. Les crédits transactionnels induisent pour les banques d'importants risques de crédit et 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 1er 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 (A cette date et dans les années antérieures, BNP Paribas était la banque la plus active dans le commodity trade finance (CTF).
- En août 2020, suite aux 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 judiciaires de l'année 2020 et, surtout, la pénalité de 8,9 milliards de dollars précédemment mentionnée).

3.3. Les sociétés de négoce recourent aux opportunités de l'ingénierie financière

∗ **Trois exemples** (mais il y en a beaucoup d'autres).

3.3.1. Les émissions obligataires

∗ Le premier exemple des opportunités offertes aux sociétés de négoce par l'ingénierie financière est celui des **emprunts internationaux** effectués par des grands négociants au début de la décennie 2010.

- **Louis Dreyfus** a émis en **septembre 2012** des obligations hybrides et perpétuelles cotées à Singapour.
- **Trafigura** a émis en **avril 2013** des obligations hybrides, perpétuelles et subordonnées (elles également cotées à Singapour).

∗ Dans la mesure où ces émissions sont assimilées à des fonds propres par la comptabilité internationale, elles ont permis aux deux sociétés de négoce d'**accroître leur capital sans introduire de nouveaux actionnaires.**

3.3.2. Les émissions de produits titrisés

∗ Les **opérations de titrisation** sont le deuxième exemple des opportunités offertes aux sociétés de négoce par l'ingénierie financière.

3.3.2.1. 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**.

∗ **A la même époque, Vitol a réalisé plusieurs émissions titrisées adossées elles également à des créances commerciales**.

∗ En **novembre 2004**, **Trafigura** a émis 325 millions de dollars adossés à des créances commerciales et, depuis cette date, se finance de manière récurrente avec des émissions garanties par des créances commerciales à court terme.

Les émissions de Trafigura	Montant des émissions
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

- En **septembre 2021**, **Traxys**, une société de négoce de moindre importance (comparée à Trafigura) a procédé à sa **première émission d'asset backed securities (ABS)**. Ces titres étaient **adossés aux créances commerciales des filiales américaines de Traxys**. Le programme était arrangé par la Société Générale. Les **titres émis par Traxys** ne furent pas mis sur le marché financier, mais **furent acquis par HSBC Continental Europe, ING Belgium, MUFG Bank et Société Générale**. **Il s'agissait d'un placement privé**, ce qui est compréhensible pour une première émission (ce qu'avait d'ailleurs fait Trafigura en novembre 2004). Les **titres émis par Traxys étaient libellés en euro et en dollar**.

3.3.2.2. 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 reprise par **Trafigura en novembre 2017** pour financer des stocks de pétrole et de métaux à hauteur de 470 millions de dollars.

3.3.3. 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** (Elle fut **complétée en septembre 2018** par une **seconde émission de 150 millions de dollars d'obligations convertibles fongibles** avec celles émises en mars 2018).

∗ Ces obligations convertibles furent exercées le 27 mars 2025, mais elles se conclurent par un **paiement en liquidité et non par une émission d'actions** (ces titres sont des « **bonds cash-settled only** »).

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

∗ **Cargill est l'exemple le plus souvent cité, mais cette société n'est pas la seule**.

∗ Ces activités sont le fait de **divisions ou d'entités internes aux sociétés de négoce**. Elles travaillent pour le compte de la société qui les abrite et pour le compte de tiers. Les sociétés de négoce sont discrètes sur ces activités.

∗ Dans certains documents publiés par ses soins, Olam faisait apparaître dans le passé la réalité d'opérations financières destinées à ses clients. Elle semble être aujourd'hui plus discrète

∗ Le CEO et le CFO de **Mercuria** ont mentionné que la société qu'ils dirigent combine des activités de négoce avec des **transactions financières au bénéfice de leurs clients et de leurs fournisseurs,** et en tire des revenus substantiels.

∗ Dans un article publié par *Global Trade Review* le 17/08/2016, Jean-François Lambert (un 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.»

3.5. Le négoce des matières premières financières (paper trading) vs le négoce des matières premières physiques

∗ Sur les marchés dérivés américains, **50 à 80 % des transactions** (le pourcentage varie selon les matières premières et les périodes d'observation) **sont le fait d'opérateurs financiers** (swap dealers, commodity trading advisors, hedge funds, fonds d'investissement, prop traders, investisseurs institutionnels, etc.).

- **Les transactions des opérateurs financiers surpassent largement celles des négociants et des professionnels qui achètent et vendent des matières premières**. Or les transactions des uns et des autres n'ont pas le même objectif.
  - **Les premiers** (les opérateurs financiers) cherchent un **profit financier**.
  - **Les seconds** (les négociants et les professionnels des matières premières physiques) cherchent à **couvrir des risques de prix** (sans négliger pour autant les profits financiers qu'induisent leurs opérations d'arbitrage et de spéculation).
- **Certains négociants et de nombreux professionnels** produisant, négociant, utilisant des matières premières physiques dénoncent l'impact des opérateurs financiers et **les accusent de réduire l'influence des facteurs fondamentaux** (offre, demande, niveau et variation des stocks, anticipations, etc.) dans la formation des prix des matières premières au profit de l'analyse technique (à base d'ordinateurs) et de variables financières.
- Conséquence de la place occupée par les acteurs financiers, le ***paper trading*** **et le négoce des matières premières financières prennent beaucoup d'importance**. Les innovations (le **trading algorithmique**, le **trading haute fréquence**, etc.) auxquelles recourent les opérateurs financiers démultiplient les transactions et le nombre de contrats négociés. **Les chiffres publiés par la Futures Industry Association sont impressionnants**. La comparaison avec les données du passé est révélatrice de l'influence que peuvent avoir les acteurs des marchés dérivés sur les prix à court terme des matières premières physiques.
- Les **sociétés de négoce elles-mêmes**, par le truchement de leurs *traders* pour compte propre (ils opèrent sur les marchés dérivés pour le compte du propriétaire) et de leurs *traders* opérant sur les matières premières physiques **contribuent au développement du négoce des matières premières financières**.

*

Bermingham F., "EFA takes over Galena commodity fund," *GTR Global Trade Review*, 0/11/2016.

BNP Paribas, « BNP Paribas CIB cède son activité nord-américaine de Reserve-Based Lending, » Communiqué de presse, 21/02/2012.

CFI Team, "Metal Royalty and Streams," *CFI*.

Chaturvedi H., “Trade Finance : An Expanding Opportunity for Institutional Investors,” Cambridge Associates, May 2018.

CISION PR Newswire Staff, “EFA Group Expand Beyond Commodities Trade Finance and Launches Supply Chain Finance Fund,” CISION PR Newswire, 3 July 2017.

Farchy J., Nair D., Foerster J.H., avec assistance de Hunter A., “Trafigura Seeks PE Funding as Commodity Triggers Margin Call,” *Bloomberg*, March 15, 2022.

Glencore Staff, “Streaming Transaction – Antapaccay, *Glencore News*, 10 February 2016.

GlobeNewswire Staff, “Franco Nevada Announces US$ 550 Million Bought Deal Financing,” *GlobeNewswire*, February 10, 2016.

GlobeNewswire Staff, “Franco Nevada to Acquire a Precious Metals Stream from Glencore for US$ 500 Million,” *GlobeNewswire*, February 10, 2016.

Haynes A., “Reserve-based Lending,” Norton Rose Fulbright, December 2017.

HC Insider, « Developping Commodity Talent in Banking : Then and Now, » *HC Insider*, 31 May 2022.

HC Insider, The future for commodity trade finance, *HC Insider*, 21 December 2020.

Howse A., “TXF The Commodity Trade Finance Industry Report 2022 : A sneak peek,” April 5, 2023.

Morlot B., “Reserve-Based Lending & Insurance” SCOR, May 2019.

Payne J., Desai P., Hobson P., “Investors expand footprint in commodity trade finance as bank retreat,” *Reuters*, November 15, 2022.

Payne J., « Explainer : How commodity trade finance works, » *Reuters*, August 12, 2020.

Public Eye Staff, « Financement du commerce démystifié - Les subtilités du financement du commerce des produits de base, » *Public Eye*, 2020.

Reuters Staff, “Trafigura raises $ 1.2 billion loan to meet soaring commodity prices,” *Reuters*, March 8, 2022.

Ross-McCall N., “Reserve-based lending facilities comparative study,” 10/08/2016.

Terazono E., “Carlyle and Louis Bacon invest in metals trader.” *Financial Times*, March 14, 2014.

TXF Intelligence, Simons + Simons, “Private credit and the trade finance opportunity,” 9 November 2021.

Wass S., “Funds see ‘strong business case’ for commodity trade finance amid bank’s retreat,” *S&P Global Market Intelligence*, 15 February 2021

Wass S., « ING to take commodity trade finance business ‘back to basics,’ say new head, » *S&P Global Market Intelligence*, 22 January 2021.

Wass S., « Hit by 40 % revenue slump, commodity trade finance faces bank retreat, reshaping, » *S&P Global Market Intelligence*, 14 August 2020.

Wass S., “Trade Finance funds grow as investors seek ‘recession-proof’ asset class,” S&P Global Market Intelligence, 4 November 2019.

Withers I., Jessop S., “NatWest to stop reserve-based lending for oil, gas projects,” *Reuters*, February 9, 2023.

Wragg E., “Kimura finances live metals shipment on MineHub,” *GTR Global Trade Review*, 01/12/2021.

Zacks Equity Research Staff, “Franco-Nevada to Buy Precious Metals Stream from Glencore,” *Zacks Equity Research,* February 16, 2016.