

## **Glencore**

Glencore est un acteur majeur des marchés de matières premières. Connue dans le monde entier, cette société est très souvent présentée comme la référence par excellence du négociant. En fait, ses activités de négoce ont contribué à 21,9 % de son Ebitda sur la période 2012/2019. Sous l'habit du négociant, Glencore est devenu en 2013 une importante société minière contrôlée et gérée par des traders.

Présente dans 50 pays, cette société négocie plus de 90 matières premières et dispose de 150 sites industriels et miniers. Les activités liées au négoce regroupent environ 4 000 employés ; celles associées à l'exploitation et à la production de métaux plus de 145 000. En 2019, Glencore a dégagé un Ebitda de 11,6 milliards de dollars.

### **1. De 1974 à mai 2013, l'émergence et le développement d'une grande société de négoce**

Créée en 1994, Glencore a pour origine l'émergence en 1974 d'une société dénommée Marc Rich + Co.

#### **1.1. Les débuts de Marc Rich**

La vie professionnelle de Marc Rich a débuté en 1954 avec son engagement au bureau de New York de Philipp Brothers (Phibro). En 1964, il fut promu directeur de la filiale espagnole de Phibro, une responsabilité qu'il a quittée pour rejoindre le quartier général de Philipp Brothers à Zoug. C'est en Espagne qu'il s'était initié au négoce du pétrole en compagnie de Pinkus Green qui était, lui, implanté à Zoug.

Furieux d'avoir obtenu de son employeur un bonus de 2 millions de dollars alors qu'il en demandait 10, il quitte Phibro avec Pinkus Green et crée March Rich + Co en 1974, une société qu'il implante à Zoug, le canton suisse où Philip Brothers avait son siège social.

#### **1.2. Le développement de Marc Rich + Co**

A l'origine, Marc Rich négociait du pétrole, des métaux (ferreux et non ferreux) et des minerais. Très rapidement, il est devenu un acteur majeur du marché de l'or noir (à l'époque, un marché de toute petite taille par rapport à ce que nous connaissons aujourd'hui). Marc Rich fut l'opérateur qui a le plus contribué au développement du négoce du pétrole et des produits

issus de son raffinage. Marc Rich + Co est devenu le plus important négociant de matières premières de l'époque.

En 1981, Marc Rich a débuté le négoce du charbon, l'un des produits les plus traités aujourd'hui par Glencore. La même année, il a acquis Granaria, un négociant de céréales néerlandais, ce qui lui a permis de négocier l'énergie, les métaux et les produits agricoles. Beaucoup plus tard, en 2012, Glencore prendra le contrôle de Viterra, un négociant canadien de matières premières agricoles disposant de fortes implantations au Canada et en Australie. Le regroupement des activités de Granaria et de Viterra donnera naissance à Glencore Agri.

En 1987, Marc Rich + Co a acquis 27 % de la fonderie d'aluminium de Mount Valley implantée aux Etats Unis et 65 % d'une mine péruvienne de zinc et de plomb. Cette date marque une rupture. Jusqu'alors, Marc Rich + Co était un « pur négociant ». En dehors des actifs logistiques indispensables aux opérations commerciales, cette société n'avait pas d'actifs industriels ou miniers. Ces deux opérations financières sont toujours revendiquées sur le site de Glencore. Elles marquent le début de « l'intégration verticale » du négociant (une expression de Marc Rich lui-même).

### **1.3. Les ennuis de Marc Rich avec la Justice américaine**

Parallèlement à ses activités de négoce, et à cause de certaines d'entre elles, Marc Rich fut exposé à de sérieux ennuis avec la Justice américaine (Department of Justice). En avril 1982, un grand jury l'a poursuivi pour évasion fiscale. L'enquête initiale fut étendue et en 1983 il fut inculpé par Rudy Giuliani, à l'époque procureur fédéral du district sud de New York, sur la base de 65 chefs d'accusation dont ceux de fraude fiscale et de viol de l'embargo imposé par les Etats-Unis à l'encontre de l'Iran. Cet embargo faisait suite à la crise des 53 otages retenus du 4 novembre 1979 au 20 janvier 1981 au sein de l'ambassade américaine par des « étudiants » iraniens. Marc Rich avait effectivement acheté du pétrole iranien bon marché qu'il avait revendu avec une marge très confortable à des raffineurs américains et européens. Il a réussi à fuir les Etats-Unis avant d'être arrêté et s'est réfugié en Suisse (les Autorités helvétique n'ont jamais répondu aux demandes d'extradition des Etats Unis). Cet épisode est demeuré dans la mémoire collective américaine comme une tache indélébile. Devenu l'avocat de Donald Trump, Giuliani n'a certainement pas soufflé à l'oreille du Président américain de s'opposer à l'enquête diligentée en 2018 par le Ministère de la Justice à l'encontre de Glencore.

Le 20 janvier 2001, le dernier jour de sa présidence, Bill Clinton a signé un décret amnistiant Marc Rich qui retrouvait ainsi le droit de se rendre à nouveau aux Etats-Unis (mais il n'y est jamais retourné). Il fut révélé plus tard que sa femme avait versé une grosse donation (on a parlé d'un million de dollars) au parti démocrate pour le financement de la campagne électorale de Bill Clinton (« There is no free lunch »), et plusieurs dons de moindre importance à des fondations démocrates et républicaines. Ce décret fut très critiqué lors de sa publication et considéré comme immoral par l'opinion publique américaine (toutes couches de la population confondues) lorsque furent connues les raisons qui avaient conduit à le signer.

#### **1.4. La création et le développement de Glencore**

En 1993, Marc Rich initie une « importante opération financière » avec pour objectif le « contrôle » du marché du zinc. A cette époque (et longtemps après) beaucoup ont parlé d'un squeeze. C'est possible. Si squeeze il y eût, il a échoué et Marc Rich + Co aurait perdu 170 millions de dollars dans cette opération. Ce fiasco a conduit les principaux traders qui lui étaient proches (les « Rich boys » dont faisait partie Ivan Glasenberg) à lui demander de se mettre à l'écart (ce qui accrédirait bien l'hypothèse d'un squeeze).

Poursuivi par la justice américaine, interdit de séjour aux Etats Unis, mis sur la touche par ses principaux « compagnons de route », Marc Rich finit par jeter l'éponge. Il abandonne en 1993 le négoce des matières premières et cède la société qu'il avait créée à ses principaux lieutenants. La vente a pris la forme d'un management buy out (MBO) de 600 millions de dollars. La société Marc Rich + Co fut renommée Glencore en novembre 1994. Son premier CEO fut Willy Strothotte. L'unanimité ne s'étant pas faite entre les « héritiers » sur les conditions de la succession, une minorité d'entre eux conduite par Claude Dauphin et Eric de Turckheim n'a pas intégré Glencore. Ils ont décidé de fonder Trafigura et de repartir de zéro.

L'éviction de Marc Rich de la société qu'il avait créée est un scénario assez proche de ce que l'on appelle dans d'autres sphères un « putsch », un « pronunciamento » ou une « exfiltration ». C'est selon. Après ce MBO, Marc Rich a voulu créer une nouvelle société de négoce. Son échec l'a conduit à la vendre à un oligarque russe. Il s'est alors définitivement retiré du négoce des matières premières. Marc Rich est décédé le 23 juin 2013. Le 27, il fut inhumé dans le jardin d'un kibboutz israélien.

Parmi les opérations marquantes de Glencore, mentionnons les investissements en 1995 et 2000 que furent les participations au capital de Prodeco (une grosse mine de charbon localisée en Colombie) et de Mopani (une mine de cuivre en Zambie).

En 2002, Willy Strothotte a cédé la direction générale de Glencore à Ivan Glasenberg, sous la direction duquel la société s'est développée en prenant d'importantes participations dans des sociétés minières ou métallurgiques et, souvent, le contrôle de ces sociétés. En 2011, environ 55 000 personnes travaillaient au sein de la nébuleuse de sociétés contrôlées par Glencore.

### **1.5. L'introduction en bourse de Glencore**

Afin de bien signaler aux investisseurs (et à tous ceux qui pouvaient être intéressés ou concernés) la volonté de Glasenberg d'introduire Glencore en bourse, la société de négoce a émis en décembre 2009 des obligations convertibles en actions. Initialement prévue à 1,5 milliard de dollars, cette émission privée fut revue à la hausse et a permis à Glencore de lever 2,3 milliards de dollars.

Les investisseurs retenus par Glencore étaient First Reserve, une société américaine de private equity (elle a investi 800 millions de dollars), Government of Singapore Investment (GIC, le fonds souverain a acheté des titres pour 600 millions de dollars), BlackRock, une importante société américaine de gestion d'actifs et Zijin Mining Group, le troisième producteur chinois de cuivre. Javier Blas dans un article d'avril 2011 mentionnait la présence de trois autres investisseurs : Fidelity, une importante société américaine de gestion d'actifs, Capital Group, une société de private equity et, à titre personnel, Nathaniel Rothschild.

Le 24 mai 2011, Glencore fut introduit en bourse à Londres et Hong Kong. L'opération s'est faite au prix de 530 pence l'action. Le cours le plus élevé de Glencore (556 pence) fut atteint dans les jours qui ont suivi l'IPO. Par la suite, l'action s'est toujours négociée en dessous du prix d'introduction pour descendre à 68 pence le 28 septembre 2015 (le cours le plus bas jamais atteint). Le prix a stagné aux environs de 70 pence jusqu'en janvier 2016 (71,2 pence le 20 janvier 2016). Le 20 novembre 2018, le cours de clôture était 295,90 pence. Cette évolution du cours boursier pourrait laisser penser que Glencore était sur évaluée lors de son introduction en bourse. Elle l'était probablement, mais cette surévaluation n'était pas due au hasard, car elle a facilité la prise de contrôle de Xstrata. Deux ans après avoir été introduite en bourse, l'action Glencore fut retirée de la cote de Hong Kong sur la demande de ses dirigeants, vu la faiblesse des transactions, celles-ci s'étant concentrées à Londres. Pour internationaliser le marché boursier de Glencore, ses dirigeants ont introduit les actions de cette société au Johannesburg Stock Exchange à compter du 13 novembre 2013.

L'introduction en bourse (IPO) de Glencore fut celle de tous les superlatifs.

. Le prospectus d'introduction faisait 1637 pages.

. Le jour de l'introduction en bourse, les cinq plus importants dirigeants et/ou traders de Glencore détenaient 37,7 % de son capital (Encadré 1). Pour le moins bien loti des 485 autres employés actionnaires, la valeur des actions qui lui furent attribuées était proche d'un million de dollars.

. 1,14 milliard d'actions furent vendues lors de l'IPO, ce qui a rapporté environ 10 milliards de dollars à Glencore.

. Au cours de 530 pence l'action, la valorisation de Glencore était de 59,2 milliards de dollars.

. Pour la rémunération de leurs conseils et la prise ferme des titres introduits en bourse, le syndicat bancaire (Encadré 2) qui gérait l'IPO anticipait une rémunération de 200/300 millions de dollars dont plus de 50 % reviendraient aux trois coordinateurs. Cerise sur le gâteau, le classement des league tables de 2011 ne pouvait qu'être très favorable aux banques qui participaient au syndicat, car cette IPO était anticipée comme la plus importante de l'année (et elle le fut).

### **Encadré 1**

#### **Les actionnaires salariés de Glencore**

##### **Ivan Glasenberg**

- Directeur général (chief executive officer - CEO) de Glencore au moment de l'IPO.
- L'introduction en bourse lui a permis d'obtenir 1,09 milliard d'actions, valorisées 9,5 milliards de dollars, ce qui représentait 15,8 % du capital de la société qu'il dirigeait.
- Ivan Glasenberg est arrivé chez Glencore en avril 1984 comme commercial (marketer) au département charbon en Afrique du Sud.
- En janvier 1990, il devint le responsable mondial du département charbon/coke, en charge du négoce et des opérations industrielles.
- Il fut nommé CEO de Glencore à compter de janvier 2002.

##### **Daniel Francisco Mate Badenes**

- L'introduction en bourse lui a permis d'obtenir 416,4 millions d'actions valorisées 3,6 milliards de dollars, soit 6 % du capital de Glencore.
- Badenes est entré au département des métaux du bureau de Madrid de Glencore en octobre 1988.

- En février 2000, il est nommé coresponsable mondial du département zinc-cuivre-plomb en charge du négoce et des activités industrielles, responsabilité qu'il occupait au moment de l'IPO.

#### **Aristotelis Mistakidis**

- Lors de l'IPO, il était coresponsable mondial du département zinc/cuivre/plomb.
- L'introduction en bourse lui a offert 411,8 millions d'actions valorisées 3,6 milliards de dollars, soit 6 % du capital de Glencore.
- Après six ans passés au service de Cargill, Mistakidis est arrivé chez Glencore en mars 1993 au département zinc/plomb (qui fusionne en février 2002 avec celui du cuivre). Il en est le coresponsable mondial en charge du négoce et des activités industrielles au moment de l'IPO.

#### **Tor Peterson**

- L'IPO lui a permis d'obtenir 366,3 millions d'actions valorisées 3,2 milliards de dollars, soit 5,3 % du capital de Glencore.
- Après cinq ans passés chez Phibro-Salomon, Tor Peterson est arrivé chez Glencore en janvier 1992 comme marketer au département charbon/coke qu'il n'a plus jamais quitté.
- En janvier 2002, il est nommé responsable mondial du département charbon/coke en charge du négoce et des activités industrielles à la place d'Ivan Glasenberg nommé CEO.

#### **Alex Beard**

- L'introduction en bourse lui a permis d'acquérir 320,5 millions d'actions valorisées 2,76 milliards de dollars, ce qui lui assurait 4,6 % du capital de Glencore.
- Après cinq ans passés au département pétrole de BP, il est arrivé chez Glencore en mai 1995.
- Il est nommé directeur du département pétrole en septembre 2007. Il est en charge de toutes les activités (négoce, shipping, exploration et production) liées au pétrole et aux produits pétroliers, responsabilité qu'il occupait le jour de l'IPO.

#### **Steven Kalmin**

- Au moment de l'IPO, il était le directeur financier de Glencore (chief financial officer).
- L'introduction en bourse lui a permis de recevoir 70,7 millions d'actions valorisées 600 millions de dollars, ce qui représentait 1 % du capital de Glencore.

- En septembre 1999, il est entré chez Glencore au bureau de Sydney au sein de l'unité en charge des activités industrielles dans le charbon.
- Il est muté à Baar, au siège de Glencore en octobre 2003. Il prend la responsabilité de la direction financière du groupe en juin 2005.

*Source* : Glencore

## **Encadré 2**

### **Le syndicat bancaire retenu pour l'introduction en bourse de Glencore**

- Le syndicat qui a accompagné et facilité l'introduction en bourse de Glencore comprenait huit grandes institutions financières américaines et européennes et une petite boutique dont la présence était justifiée par la compétence de l'un de ses banquiers dans le secteur des matières premières :
  - Citigroup, Morgan Stanley et Crédit Suisse étaient coordinateurs globaux (global co-ordinators),
  - Bank of America Merrill Lynch et BNP Paribas étaient teneurs du livre associés (joint bookrunners),
  - Barclays, Société Générale, UBS et Liberum Capital étaient co-teneurs du livre (co-bookrunners).
- Le syndicat était imposant, mais il y avait de grands absents. La banque Goldman Sachs était furieuse de ne pas avoir été invitée. Les dirigeants l'ont fait savoir et malgré une très ferme insistance auprès de Glasenberg lui-même, ils n'ont pas réussi à intégrer le syndicat bancaire. J.P. Morgan et Deutsche Bank étaient deux autres absents de marque (en 2011, la banque allemande était membre du club très fermé des grandes banques d'investissement internationales, ce qui n'est plus vraiment le cas en 2020). La raison était limpide. L'une et l'autre avaient été les banques conseil de Xstrata lors de l'introduction en bourse de la société minière en 2002, et Glasenberg ne semblait pas avoir gardé un bon souvenir de cet épisode. Il avait en ligne de mire la société minière dont Glencore détenait 34 % du capital (ce qui fut vérifié, quelques mois plus tard). Si Xstrata conservait les banques conseil de son IPO, il n'était pas utile de leur confier tous les secrets de Glencore.
- Liberum Capital était une petite banque d'affaires créée et détenue par ses fondateurs. Parmi eux figurait Michael Rawlison. Il avait une excellente connaissance des sociétés minières pour en avoir conseillé plusieurs dans leurs projets de fusion et d'introduction en bourse.

## 1.6. L'acquisition de Xstrata par Glencore

En février 2012, furent rendues publiques les négociations entre Glencore et Xstrata (Encadré 3), un groupe minier coté depuis 2002 au London Stock Exchange en vue d'une « fusion entre égaux » au moyen d'un échange d'actions. Pour une présentation de Xstrata, le lecteur peut se reporter à l'encadré 1.12., page 89 de **Négoce et négociants de matières premières**.

Les discussions furent longues, difficiles, émaillées de soubresauts et d'incidents. La fusion fut définitivement conclue le 2 mai 2013. Ivan Glasenberg et Mike Davis, les directeurs généraux respectifs de Glencore et Xstrata étaient de fortes personnalités, originaires l'un et l'autre d'Afrique du Sud, avec des égo dont aucun des deux pouvait trouver place, seul, dans le grand amphithéâtre de la Sorbonne. Leurs relations étaient très complexes, car Glencore possédait 34 % du capital de Xstrata depuis 1990. Par ailleurs, Glasenberg avait œuvré pour faire venir Davis à la tête de Xstrata. Les négociations entre les deux sociétés furent conclues après avoir obtenu l'accord des Autorités de la concurrence de l'Afrique du Sud, de l'Union européenne et de la Chine, ce qui ne fut pas une promenade de santé. Glencore a dû céder des actifs dans le cuivre et le zinc.

La Chine a exigé que Glencore se sépare de Las Bambas, l'une des plus grandes mines de cuivre du monde qui appartenait à Xstrata. Elle devait produire 400 000 tonnes par an avec une durée de vie minimum prévue de 20 ans (en 2013, elle n'était pas encore en exploitation). Le 13 avril 2014 (avec effet au 31 juillet 2014), Las Bambas fut vendue à un consortium chinois comprenant MMG (une filiale de la société publique China Minmetals) pour 62,5 %, Guoxin (une société d'investissement publique chinoise) pour 22,5 % et CITIC Metal (une filiale de CITIC, un conglomérat financier public chinois) pour 15 %. La transaction s'est faite au prix de 5,85 milliards de dollars auquel se sont ajoutés 400 millions de dollars que Glencore avait investi en 2014 pour le développement de Las Bambas.

Au terme des négociations entre Glencore et Xstrata, les actionnaires de Xstrata ont obtenu 3,05 actions de Glencore en échange d'un titre de leur société. Le prix d'achat de Xstrata est ressorti à 44,6 milliards de dollars. La « fusion entre égaux » s'est révélée être une absorption de Xstrata par Glencore. Ce fut à l'époque la plus grosse acquisition jamais réalisée dans le secteur minier. GlencoreXstrata fut cotée à Londres à compter du 3 mai et à Hong Kong à compter du 6 mai. Ivan Glasenberg l'a toujours nié, mais il est apparu à plusieurs observateurs et analystes financiers que Xstrata était surévalué, une surévaluation d'autant plus difficile à justifier que se profilait en mai 2013 une baisse du prix des métaux



industriels (et la fin du super cycle des matières premières, que peu d'acteurs et d'observateurs avaient anticipée).

Au lendemain de l'achat de Xstrata, Glencore est demeuré le très grand négociant intégré par l'amont qu'il était avant, mais il est également devenu une compagnie minière, l'une des plus importantes dans le monde avec Rio Tinto, Anglo American, BHP Billinton et Vale.

De tout temps, les négociants ont affirmé qu'ils étaient indifférents aux fluctuations des prix des matières premières qu'ils négociaient. Que les prix soient élevés ou faibles, leur métier n'en était pas affecté. L'expérience et l'observation ont cependant montré qu'il est plus facile d'obtenir de bons résultats en période de hausse des prix, car les stocks de matières premières se valorisent. L'optimum pour les négociants est que les prix s'élèvent et fluctuent car, dans un tel environnement, ils peuvent faire des arbitrages (physiques et papier) et initier des prises de risque sur les dérivés de matières premières.

Comme la suite de l'histoire allait cruellement le montrer, si les sociétés de négoce sont relativement indifférentes au niveau des prix des matières premières qu'elles négocient, tel n'est pas vraiment le cas d'une société minière.

## **2. De mai 2013 à nos jours, la consolidation d'un groupe minier mondial**

Glencore et Xstrata ont fusionné en mai 2013 pour devenir quelques mois durant GlencoreXstrata, une dénomination abandonnée en mars 2014 pour retrouver celle de Glencore. Cette importante et difficile fusion définitivement bouclée, Ivan Glasenberg et le management de Glencore furent confrontés à une redoutable crise financière.

### **2.1. La crise de la dette de Glencore**

Dans les semaines qui ont suivi l'achat de Xstrata, certains analystes financiers ont « reproché » à la nouvelle entité d'avoir un endettement très important et, ce qui revient presque au même, un effet de levier trop élevé.

Ivan Glasenberg était parfaitement conscient de la nécessité de réduire l'endettement de Glencore ou, à tout le moins, de le contenir. En septembre 2013 (la fusion a été finalisée en mai) 2 000 emplois avaient déjà été supprimés chez Xstrata et le nombre d'employés travaillant à son quartier général avait été réduit de 45 %.

GlencoreXstrata est allé beaucoup plus loin en décidant en septembre 2013 de :

- réaliser en 2014 des économies de coût à hauteur de 1,4 milliard de dollars dont 576 millions pour la division charbon, la chute des prix de cette énergie ayant induit une forte contraction des marges,
- réduire les dépenses d'investissement pour 2015 de 12 %,
- suspendre 44 des 88 projets miniers du portefeuille de Xstrata (« Glencore also might unload undeveloped Xstrata 'green field' assets such a copper project in Papua New Guinea that would cost 5.6 billion dollars to complete » ; citation de Glasenberg dans le *Wall Street Journal* du 11 septembre 2013).

L'inquiétude des investisseurs est montée d'un cran quand fut connue la proposition du CEO de Glencore, refusée par Rio Tinto en octobre 2014, de fusionner les deux sociétés minières. Les critiques des analystes financiers et les craintes des investisseurs se sont amplifiées au quatrième trimestre 2014 et au premier semestre 2015 avec la baisse du cours boursier de Glencore. Le bilan et la situation de Glencore avaient été profondément modifiés par la fusion avec Xstrata, mais depuis cette fusion la situation du groupe ne s'était pas dégradée. Depuis mai 2013, en revanche, la conjoncture dans le secteur des métaux avait beaucoup évolué : la chute des cours était impressionnante et Glencore fut plus touchée que les autres sociétés minières.

La chute des prix avait pour origine la baisse de l'activité économique en Chine (une explication à laquelle tout le monde adhérait) et un excès d'offre de métaux par les grandes sociétés minières (un argument développé dès septembre 2013 par Ivan Glasenberg, mais ni repris, ni validé par les autres sociétés minières). Les résultats financiers de Glencore pour le premier semestre 2015 furent mauvais :

- l'Ebitda avait baissé de 29 % par rapport à celui du premier semestre 2014 pour s'établir à 4,6 milliards de dollars,
- le bénéfice net atteignait 882 millions.

Le management n'est pas resté inerte face à cette dégradation de la situation financière, car il était vital pour Glencore de conserver une note investment grade. La situation devenant délicate aux yeux des agences de notation, de nouvelles décisions furent prises.

- En août 2015, Glencore a fermé Eland, la mine sud-africaine qui produisait du platine et annoncé la vente, pour 290 millions de dollars, d'actifs hérités de Xstrata jugés peu intéressants et hors de son cœur de cible.
- Glencore avait investi 8,6 milliards de dollars en 2014. Les investissements programmés pour 2015 étaient de 6,5 à 6,8 milliards de dollars (en baisse par

rapport à ceux de 2014 pour éviter de peser sur le niveau de l'endettement). Au cours de l'année 2015, Glencore a décidé de les réduire à 6 milliards et de les plafonner à 5 en 2016.

Seule lueur positive dans un contexte sombre, Harris Associates, un fonds d'investissement souvent considéré comme un hedge fund (gérant à l'époque environ 150 milliards de dollars) a acheté 4,5 % du capital de Glencore. David Herro, chief investment officer for international stocks de Harris Associates a justifié cette transaction en précisant que Glencore « at this price (nous sommes en août 2015) is substantially undervalued » et qu'Harris « had not invested in Glencore as activist shareholder; we've made the investment as long-term value investors ».

Le cours boursier de Glencore continuant de baisser parallèlement à la chute du prix des métaux, les grands actionnaires et les investisseurs de Glencore commencèrent à perdre confiance dans la capacité du management à pouvoir régler cette crise et à gérer un endettement de 29,5 milliards de dollars. Conséquence de ces critiques, le cours de l'action Glencore s'est effondré. Pour remédier à cette situation, Ivan Glasenberg a réitéré son souhait de voir les grandes sociétés minières réduire leur offre de métaux, la chute des prix étant beaucoup plus alimentée (à son avis) par un excès d'offre que par une insuffisance de la demande. Son appel n'a pas été entendu.

Glasenberg pensait qu'il fallait réduire l'offre pour stopper la spirale déflationniste du prix du cuivre, mais il était le seul mineur à vouloir le faire. Il le fit donc, seul, en arrêtant la production de Katanga Mining en République démocratique du Congo et de Mopani Copper Mines en Zambie. En fait, cette décision avait deux motivations. La première était de réduire l'offre de cuivre de 400 000 tonnes sur un horizon de 18 mois afin de rétablir l'équilibre entre l'offre et la demande. La seconde était de saisir l'opportunité de cet arrêt pour investir dans ces deux mines (880 millions de dollars pour Katanga) afin d'en accroître les capacités et d'abaisser les coûts directs d'exploitation qui étaient d'environ 2,50 dollars par livre de cuivre en 2015 à environ 1,65 dollar pour Katanga et 1,70 pour Mopani. Lorsqu'elles seraient remises en activité, ces investissements permettraient d'accroître le volume de la production et la rentabilité du cuivre produit. Cette décision courageuse eut trois conséquences. Elle n'a pas eu d'effet immédiat sur le prix du cuivre, mais elle en a, malgré tout, briser la spirale baissière. Elle a montré aux investisseurs la détermination des dirigeants de Glencore. Elle a enfin évité de brader des métaux à un prix qui dévalorisait les ressources de Glencore et affaiblissait son potentiel à long terme « Il est préférable de laisser le cuivre dans le sous-sol que de l'extraire pour le vendre à un prix ne correspondant pas à sa vraie valeur »,

Le doute sur la capacité de Glencore à sortir des difficultés s'est à nouveau manifesté avec la décision prise par Standard & Poor's et annoncée le 3 septembre 2015 de conserver la note BBB/A-2, mais de modifier de stable à négative sa perspective (outlook) sur la société. Pour justifier cette décision, S&P mettait l'accent sur l'impact de la baisse des prix des métaux "Lower current and projected commodity prices are resulting in weaker than expected cash flow leverage metrics for global mining company Glencore, despite reducing gross and adjusted debt and the diversification of the group's operation". Le 10 septembre 2015, Moody's a suivi Standard & Poor's en modifiant ses perspectives, tout en conservant la note.

Les commentateurs et les investisseurs se sont inquiétés du changement de perspective, mais pour Glencore, l'essentiel était sauvé. Une dégradation de la note aurait, en effet, placé la dette de Glencore en speculative grade, ce qui aurait renchéri le coût de son endettement. Le message des agences de notation était cependant parfaitement clair. Elles ne dégradaient pas, mais le changement de perspective était le dernier avertissement. Le CEO (Ivan Glasenberg) et le CFO (Steve Kalmin) ont parfaitement compris le message. Il fallait absolument restaurer la confiance et prendre des décisions drastiques.

Ivan Glasenberg a présenté le 7 septembre 2015 un plan visant à réduire la dette nette de Glencore de 10,2 milliards de dollars pour la stabiliser à 20 milliards à la fin décembre 2016. Six mesures furent annoncées pour atteindre cet objectif.

- La plus symbolique fut l'annonce d'une émission de nouvelles actions pour un montant de 2,5 milliards de dollars. Pour marquer la volonté des dirigeants de Glencore d'atteindre leur objectif, le CEO, le CFO, de nombreux cadres supérieurs actionnaires de la société, ainsi que des membres du conseil d'administration ont acheté 22 % de cette émission, ce qui représentait un investissement de 550 millions de dollars. Les 78 % restant furent souscrits par Morgan Stanley et Citi. Concrétisée le 16 septembre, cette émission s'est traduite par la création de 1 307 794 600 actions vendues 125 pence l'unité (on se souvient que l'introduction en bourse de Glencore s'était faite au prix de 530 pence).

- Le dividende prévu pour 2015 (environ 1,5 milliard de dollars) et le dividende intermédiaire de 2016 (environ 800 millions de dollars) furent supprimés ce qui a permis d'économiser 2,4 milliards de dollars.

- Glencore s'est engagé à vendre des actifs à hauteur de 2 milliards de dollars.

- Le montant des prêts à long terme accordés par Glencore devait être réduit de 800 millions de dollars.

- Le montant des investissements initialement prévu serait réduit à hauteur de 500 millions de dollars.

- Le montant des actifs circulants devait être réduit de 1,5 milliards de dollars.

Le plan fut bien accueilli. La satisfaction des investisseurs s'est traduite par une hausse immédiate du cours boursier de Glencore de 8 %, mais cet enthousiasme fut de courte durée. Dans les jours qui ont suivi, les chiffres relatifs à la croissance chinoise ont révélé le « marasme » économique du pays (comparé au taux de croissance des économies européennes à la même époque, le marasme était relatif). Le plus dur était cependant à venir. Le 28 septembre 2015, Investec, un bureau d'analyse spécialisé dans les matières premières, a publié une note particulièrement sévère à l'encontre de Glencore affirmant en substance que si les prix des métaux ne se relevaient pas, la valeur des actions de Glencore pouvait devenir nulle. Venant d'analystes respectés, cette note eut un effet ravageur. Le titre de Glencore a chuté de 29 % en un jour pour toucher un plus bas historique de 68,62 pence.

Dans les semaines et les mois qui ont suivi ce cataclysme, les dirigeants de Glencore ont mis en œuvre et complété les mesures présentées en septembre 2015. Retenons les plus significatives.

1. Le 9 octobre 2015, Glencore a annoncé une réduction de l'extraction de zinc de 500 000 tonnes, ce qui représentait le tiers de sa production et 4 % de l'offre mondiale. La production de plomb était quant à elle réduite de 100 000 tonnes. Ces mesures complétaient celle annoncée pour le cuivre africain et poursuivaient les mêmes objectifs. La conséquence immédiate fut une hausse de 12 % du prix du zinc et de 6 % du prix du plomb (un métal dont le prix suit de près celui du zinc).

2. Le 3 novembre 2015, est signé avec Silver Wheaton un accord de streaming adossé à la production d'argent de la mine Antamina (localisée au Pérou) dont Glencore possédait 33,75 % du capital. Cette transaction a conduit Silver Wheaton à faire un paiement anticipé de 900 millions de dollars au bénéfice de Glencore. Sur les accords de streaming, le lecteur peut se reporter au paragraphe 2.1.5. du chapitre 3, page 207 de **Négoce et négociants de matières premières**.

3. Le 10 février 2016, un deuxième accord de streaming signé avec Franco-Nevada a permis à Glencore de recevoir 500 millions de dollars.

4. Le 6 avril 2016, Glencore a vendu 40 % de sa division Agricole à un fonds de pension (Canada Pension Plan Investment Board) pour 2,5 milliards de dollars.

5. Le 9 juin 2016, Glencore a cédé 9,99 % de sa division Agricole à un deuxième fonds de pension canadien (British Columbia Investment Management) pour 625 millions de dollars.

6. Le 24 août 2016, Glencore a signé un accord avec Evolution Mining pour créer une coentreprise effectuant des accords de streaming, ce qui a permis à Glencore de recevoir 670 millions de dollars.

7. Le 1<sup>er</sup> décembre 2016, Glencore Rail (GRail) a été vendue pour 874 millions de dollars. Opérationnelle depuis 2010, cette société était la troisième plus importante entreprise de transport ferroviaire d’Australie. Elle assurait jusqu’au port australien de Newcastle le transport de 40 millions de tonnes de charbon extrait d’Hunter Valley, en Nouvelle Galles du Sud. Glencore ayant absolument besoin de transporter le charbon et Genesee & Wyoming, l’acquéreur de GRail, souhaitant assurer la rentabilité de son acquisition, la vente a été complétée par un accord commercial de 20 ans au terme duquel le nouveau propriétaire est assuré de transporter chaque année un minimum de 40 millions de tonnes de charbon produit par Glencore.

Le plan annoncé le 7 septembre 2015 visait à réduire l’endettement de Glencore et à reconfigurer le passif de son bilan (augmentation des fonds propres et réduction de la dette) pour conserver à tout prix la note Investment grade. Comme nous l’avons déjà noté, ce dernier point était crucial,

Fin 2016, Glencore avait réduit sa dette nette de 14,0 milliards de dollars et le net funding de 14,7, ce qui était supérieur aux objectifs annoncés le 7 septembre 2015. L’exécution des engagements pris a stabilisé le cours de l’action Glencore et l’évolution du prix des matières premières a très efficacement relayé les efforts d’Ivan Glasenberg.

Fin 2015/début 2016, les prix des métaux et des minerais sont repartis à la hausse. Un premier exemple : le cours du zinc au LME a grimpé de 60 % en 2016. Deuxième exemple : fin octobre 2016, le prix du charbon thermique avait augmenté de 80 % par rapport au cours du début janvier 2016 et celui du charbon à coke de 150 % (le charbon, le cuivre, le zinc et le pétrole sont les quatre matières premières stratégiques de Glencore). Cette hausse très (trop) brutale fut la cause d’une perte (collatérale) de 400 millions de dollars sur les opérations de couverture concernant le charbon<sup>1</sup>.

1. Des dégâts collatéraux de même nature portant sur le charbon ont également touché Noble qui a enregistré en 2016 des pertes importantes sur ses couvertures dues aux distorsions entre les cours du physique et ceux des instruments de couverture.

En 2014/2015, la chute des prix des matières premières avait accentué les difficultés de Glencore dues au montant de son endettement et accéléré l'effondrement de son cours boursier. La hausse des prix en 2016 a eu l'exact effet inverse. L'inflexion des cours des métaux a beaucoup aidé Glencore. Toutes les mesures prises en 2015 (et pour certaines d'entre elles, en 2014) ont fait sentir leurs effets. Glencore était sauvé, mais le boulet était passé très près.

En 2014/2015, la chute des prix des matières premières avait accentué les difficultés de Glencore dues au montant de son endettement et accéléré l'effondrement de son cours boursier. La hausse des prix en 2016 a eu l'exact effet inverse. L'inflexion des cours des métaux a beaucoup aidé Glencore. Toutes les mesures prises en 2015 (et pour certaines d'entre elles, en 2014) ont fait sentir leurs effets. Glencore était sauvé, mais le boulet était passé très près.

Que ce soit pour l'année 2015 (une période de forte baisse des prix) ou pour l'année 2016 (une période de forte hausse), ce sont des phénomènes macroéconomiques externes sur lesquels les responsables d'entreprises ont peu de prise qui ont déterminé la valorisation de la division minière et industrielle de Glencore (et celle des autres sociétés minières). Avec la réduction de l'offre de cuivre, de zinc et de plomb, Glasenberg a cependant montré qu'il était possible d'agir. Il faut toutefois noter que la réduction de l'offre a stoppé la baisse du prix du cuivre sans le faire repartir à la hausse, le métal rouge n'ayant augmenté que de 2 % en 2016. Les fluctuations des prix des matières premières n'ont pas affecté, en revanche, la division négoce de Glencore, celle-ci étant moins soumise que la division industrielle et minière aux aléas macroéconomiques.

Les décisions prises par Glencore en 2014, 2015 et 2016 étaient courageuses. Elles étaient les bonnes, mais ce qui a été déterminant, ce fut la hausse du prix des métaux. Les mesures prises ont permis à Glencore de profiter (mieux que les autres sociétés minières) de la hausse des prix, ce que les résultats financiers de 2017 ont prouvé.

## **2.2. Glencore, l'intégration par l'amont**

Glencore est une société de négoce qui, très tôt, a acquis des actifs en amont de ses opérations commerciales (à l'époque où se sont produites les premières acquisitions, Marc Rich en était le dirigeant). Le lecteur peut se reporter au site Internet de Glencore et au paragraphe 3.2.2., page 86 de **Négoce et négociants de matières premières** pour bien

comprendre comment ce négociant s'est progressivement transformé en société minière, tout en développant d'importantes activités de négoce.

### **2.3. Glencore, l'intégration par l'aval**

Jusqu'en 2017, Glencore s'était tenu à l'écart des activités situées en aval de ses opérations de négoce, contrairement à Vitol et Trafigura. Glencore semble avoir évolué. En 2017, trois opérations significatives ont été réalisées au Mexique, en Afrique du Sud et au Brésil, des pays ayant un fort potentiel de développement. Le lecteur peut se reporter au paragraphe 2.1.3., page 80 de **Négoce et négociants de matières premières**.

### **2.4. Glencore, l'état des lieux**

Conséquence de son intégration par l'amont, Glencore est une société minière dont la production est bien diversifiée (Encadré 3). Cette diversification est amplifiée par son activité de négociant qui lui permet d'opérer massivement dans l'énergie (charbon et pétrole) et de façon beaucoup plus modeste dans les matières premières agricoles. Glencore bénéficie par ailleurs de coûts d'extraction et de production faibles (par rapport à ceux de ses concurrents) dans le cuivre, le zinc et le charbon.

#### **Encadré 3**

##### **Les activités de Glencore en 2019**

- Les métaux et minerais, l'énergie et les produits agricoles sont les trois segments (d'inégale importance) regroupant les activités de Glencore.
- Le cuivre est le métal le plus important. Cette activité a dégagé en 2019 (tous les chiffres de cet Encadré se réfèrent à l'année 2019) un Ebitda de 2 951 millions de dollars sur un total de 11,6 milliards pour l'ensemble du groupe. En 2019, Glencore a produit 1 371 000 tonnes de cuivre et en a négocié 4,1 millions.
- Le zinc et le plomb ont contribué à l'Ebitda de Glencore à hauteur de 1 775 millions de dollars. Glencore a produit 1 078 000 tonnes de zinc et 280 000 tonnes de plomb. Il a négocié 3,1 millions de tonnes de zinc et 1,1 million de tonnes de plomb.
- Le nickel a contribué à l'Ebitda de Glencore à hauteur de 626 millions de dollars. En 2017, Glencore a produit 121 000 tonnes de nickel et en a négocié 181 000 tonnes.
- Le cobalt est un métal sur lequel Glencore fonde de gros espoirs, car il est essentiel pour la fabrication des piles électriques (pour les voitures, les smartphones, les unités de stockage d'électricité, etc.). Glencore en a produit 46 000 tonnes et négocié 42 000.



- Parmi les autres métaux produits par Glencore, il faut mentionner le ferrochrome et les ferroalliages (1 438 000 tonnes). Ils ont délivré en 2019 un Ebitda de 246 millions de dollars. Le volume négocié en 2019 a atteint 9,5 millions de tonnes.
- Certains métaux et minerais sont négociés sans être produits par Glencore. Tel est le cas du minerai de fer (65,5 millions de tonnes) et de l'aluminium/alumine (11 millions de tonnes).
- Les activités dans l'énergie sont centrées sur le charbon et le pétrole
- Glencore possède 26 mines de charbon, situées pour l'essentiel en Australie, en Colombie et en Afrique du Sud. Elles ont produit 139,5 millions de tonnes en 2019 et délivré un Ebitda de 3 624 millions de dollars. Le montant du négoce fut de 93,5 millions de tonnes.
- En 2019, Glencore a produit 848 000 et négocié 2,1 millions onces d'or. Pour l'argent métal, la production est de 32 millions et le négoce de 68,3 millions d'onces.
- Le pétrole est fondamentalement une activité commerciale. En 2019, Glencore a négocié 973 millions de barils de pétrole et 779 millions de barils de produits pétroliers, ce qui représente une moyenne journalière de 7 millions de barils. Il est le deuxième/troisième négociant indépendant dans le monde après Vitol, en concurrence avec Trafigura. Glencore a une petite activité d'exploration et de production au Tchad, au Cameroun et en Guinée Equatoriale. En 2019, elle est à l'origine d'un Ebitda de 230 millions de dollars
- Comparées à celles des métaux et de l'énergie, les activités dans les matières premières agricoles sont faibles. Glencore négocie des céréales (blé, maïs, orge, sorgho, pour l'essentiel), des oléagineux (graines, huiles et tourteaux de soja et de colza), du biodiesel, du sucre et du coton. Le rapport de 2017 mentionnait 35 unités industrielles et de trituration, 246 unités de stockage et de manutention et 23 installations portuaires.

Glencore est présent dans les métaux, l'énergie et les produits agricoles. En étant à la fois un négociant et une société minière, il se différencie des autres grandes sociétés de négoce évoluant dans l'énergie et les métaux. La troisième spécificité est d'être coté en bourse, une exception parmi les négociants de métaux et de l'énergie.

## **Annexe**

Cette annexe comprend deux tableaux très instructifs

**Tableau 1**  
**Glencore. Evolution de l'Ebitda et de l'Ebit**

Année	Ebitda			Ebit		
	Négoce	Industriel	Total	Négoce	Industriel	Total
2019	2 637	8 964	11 601	2 366	1 785	4 151
2018	2 492	13 275	15 767	2 414	6 729	9 143
2017	3 224	11 538	14 762	2 919	5 540	8 459
2016	3 063	7 205	10 268	2 919	1 011	3 930
2015	2 660	6 034	8 694	2 464	(292)	2 172
2014	3 001	9 763	12 764	2 790	3 916	6 706
2013	2 599	10 472	13 071	2 356	5 078	7 434
2012	2 228	10 858	13 086	2 130	6 461	8 591
2011			6 464	1 911	3 487	5 398
2010			6 201	2 337	2 953	5 290
2009				1 591	1 716	3 307

*Unités* : Million de dollars.

*Source* : Rapports annuels.

### **Commentaires du tableau 1**

1. Sur la période 2012/2019, l'Ebitda annuel moyen de Glencore ressort à 12,502 milliards de dollars, ventilé en 2,738 milliards pour les activités de négoce (ce qui représente 21,9 % de l'Ebitda global) et 9,764 milliards pour les activités industrielles (soit 78,1 %).

2. L'Ebitda de Glencore a connu une très forte chute en 2015 à 8,694 milliards suivie d'une vigoureuse reprise pour atteindre 14,762 milliards en 2017. Il a de nouveau chuté en 2019. Cette évolution est due aux activités industrielles. La chute de l'Ebitda industriel en 2015 a duré trois ans contre un seul pour l'Ebitda général, ce qui met en lumière l'effet stabilisateur des activités de négoce.

3. L'Ebitda du négoce a progressé en passant de 2,228 milliards de dollars en 2012 à 3,224 milliards en 2017. Il a toutefois nettement baissé en 2018 et 2019 pour certainement se reprendre en 2020.

4. Les contributions relatives du négoce et des activités industrielles sont plus équilibrées pour l'Ebit. Sur la période 2012/2019, le négoce contribue pour 40,2 % au montant de l'Ebit et les activités industrielles pour 59,8 %.

**Tableau 2**  
**Glencore - Ventilation de l'Ebitda**

Année	Métaux et minerais			Energie		
	Négoce	Industriel	Total	Négoce	Industriel	Total
2019	1 169	5 555	6 724	1 515	3 854	5 369
2018	1 767	8 478	10 245	795	5 312	6 107
2017	2 029	8 281	10 310	1 054	3 599	4 653
2016	1 586	6 030	7 616	959	1 503	2 462
2015			5 310			3 095
2014			8 622			3 406
2013			8 846			4 044
2012			8 431			4 577
2011	1 247	2 122	3 369	724	571	1 295
2010	1 401	1 868	3 269	470	359	829
2009						

*Unités* : Million de dollars.

*Source* : Rapports annuels.

### Commentaires du tableau 2

Le tableau 2 compare le poids relatif du négoce et des activités industrielles de Glencore avant la fusion avec Xstrata (les années 2010 et 2011) et après la fusion (les années 2016 à 2019).

1. Avant la fusion, l'Ebitda moyen des métaux et minerais ressortait à 3,319 milliards de dollars. Il provenait pour 39,9 % des activités de négoce et pour 60,1 % des activités industrielles.

2. Pour l'énergie, l'Ebitda moyen en 2010/2011 ressortait à 1,062 milliard de dollars. Le négoce y contribuait pour 56,2 % ; les activités industrielles pour 43,8 %.

3. L'Ebitda moyen de la division métaux et minerais pour les années 2016/2019 ressort à 8,724 milliards de dollars. Il provient pour 18,8 % du négoce et pour 81,2 % des activités industrielles.

4. Pour les activités liées à l'énergie, l'Ebitda moyen des années 2016/2019 ressort à 4,648 milliards de dollars ; le négoce y a contribué pour 23,3 % et les activités industrielles pour 76,7 %.

### **Sources documentaires**

Cargill, Site Internet, Rapport annuel, Communiqués de presse

