

## COURS SUR LES SOCIETES DE NEGOCE DE MATIERES PREMIERES

Yves SIMON

### CHAPITRE 6

#### LES SOCIETES DE NEGOCE ET LA GESTION DES RISQUES

- \* La gestion des risques est une préoccupation essentielle de toute société de négoce.
- \* Cette gestion s'effectue à **trois niveaux hiérarchiques** :
  - le **niveau individuel** (celui du trader)
  - le **niveau du business** :
    - les desks de négociation des matières premières : pétrole, cuivre, soja, café, etc.
    - les départements opérationnels de la société de négoce (shipping, finance, technologie, information, etc.)
  - le **niveau de la société de négoce**
- \* Dans la gestion des risques, **le rôle du conseil d'administration est essentiel**. C'est lui qui :
  - détermine le niveau de risque approprié pour la société de négoce,
  - contrôle régulièrement le respect de ce niveau,
  - adapte le niveau du risque en fonction de la conjoncture économique et géopolitique au sein de laquelle évolue la société de négoce,
  - « donne le ton » pour l'ensemble de la société de négoce.
- \* Dans les grandes sociétés de négoce, la **gestion des risques est mise en œuvre par des comités** qui intègrent pour les plus importants :
  - un membre du conseil d'administration,
  - les cadres senior des différentes activités de la société de négoce,
  - les opérationnels senior de la société de négoce (head ou co-head des desks de matières premières).
- \* Ces comités sont très souvent présidés par :
  - un membre du conseil d'administration,
  - le chief executive officer (CEO),
  - le chief operational officer (COO)
  - le chief financial officer (CFO).

## PREMIERE PARTIE : L'ANALYSE DES RISQUES

- \* L'analyse révèle la présence de 9 risques auxquels sont exposées les sociétés de négoce.

### 1. Les risques financiers

- \* Les **risques financiers** regroupent les pertes potentielles induites par les fluctuations des prix des actifs auxquels recourent les sociétés de négoce.
- \* Ces risques sont relativement **faciles à gérer** en ayant recours aux marchés dérivés.
- \* La **difficulté** est de déterminer correctement l'**assiette** (le volume ou le montant) des actifs financiers

#### 11. Le risque de prix des matières premières

- \* Les traders étant **confrontés de plein fouet** au **risque de variation du prix des matières premières** qu'ils négocient, la **gestion de ce risque est un élément essentiel** de l'arsenal mis en place par les sociétés de négoce pour faire face aux risques auxquels elles sont exposées.
- \* Pour se couvrir contre le risque de prix, **les traders opèrent sur des marchés dérivés**. Deux types de marchés doivent être distingués.
- \* Les **marchés boursiers** où se négocient les **contrats à terme (futures)** ont émergé en Europe et aux Etats Unis dans la seconde moitié du XIXème siècle. Plus récemment, les bourses ont introduit des **options négociables adossées à des contrats à terme**.
- \* Les **instruments de couverture négociés de gré à gré** (les contrats forward, les swaps, les options et la panoplie des produits optionnels) ont progressivement émergé dans le dernier quart du XXème siècle.
- \* Dans les développements qui suivent, nous prendrons l'exemple d'une couverture par les contrats à terme négociés sur un marché boursier.
- \* **En se couvrant avec des contrats à terme**, le négociant n'est plus exposé au risque de variation des prix (**flat price risk**), mais il demeure confronté au risque de base (**basis risk**).

#### 111. La couverture contre le risque de baisse des prix ; une vision simpliste

- \* Très basiquement, quand **il achète des matières premières** pour lesquelles il n'a pas de contreparties à qui il pourrait les vendre, **le négociant (le trader) est exposé à un risque de baisse** des prix.
- \* Pour se protéger, le négociant **vend des contrats à terme**.
- \* Quand il trouvera une contrepartie à qui vendre les matières premières, il compensera sa position à terme par un achat de contrat.
  - **Si les cours ont baissé :**
    - le trader enregistre une perte sur les matières premières physiques,
    - mais cette perte est compensée par un gain sur le marché à terme.
  - **Si les cours ont augmenté :**
    - le trader enregistre un gain sur les matières premières physiques,
    - mais ce gain est compensé par une perte sur le marché à terme.
    - pour éviter d'enregistrer une perte sur le marché dérivé, le trader compense sa position à terme avant d'avoir trouvé une contrepartie, mais il se trouve de nouveau en risque.
- \* Bien évidemment, **si**, lors de l'achat des matières premières, **le négociant anticipe une hausse** des prix, **il n'est pas contraint de se couvrir**. S'il ne le fait pas, il accepte, ce faisant, de prendre une position spéculative... qu'il pourra couvrir si, contrairement à ses anticipations, les cours baissent au lieu de monter dans les minutes, les jours ou les semaines qui suivent.
- \* Quand il gère un risque de prix, le trader n'est jamais contraint de prendre des décisions systématiques et/ou obligatoires.

## 112. La réalité est plus subtile

- \* Un négociant **détient toujours des stocks** des matières premières qu'il négocie.
- \* **Dans les stocks**, au sens large du terme, sont intégrés les **engagements de livrer ou de recevoir** des matières premières physiques sur les marchés forward et les **positions acheteuses ou vendeuses sur les marchés dérivés**.
- \* De ce fait, les **matières premières qu'achète le trader** (et pour lesquelles il n'a pas d'acquéreur immédiat à qui les vendre) viennent **gonfler les stocks de physique** de la société de négoce.
- \* Le trader est donc confronté à un risque de prix sur un stock et pas à un risque sur un flux de matières premières. **C'est ce stock qui doit être couvert**, et pas la transaction individuelle.
- \* **Le trader ayant ses propres anticipations**, supposons qu'elles le conduisent à avoir une **position nette vendeuse**, une « position short » (**le trader anticipe une baisse du prix** des

matières premières). Acceptons que **sa position nette soit vendeuse de – 500**. Bien évidemment, le trader ne détermine pas seul le découvert de sa position vendeuse (- 500). Le montant qu'il propose doit être validé par le/les responsable(s) du desk ou de la société de négoce.

- \* **Revenons au point de départ** : le trader achète des matières premières physiques pour un montant de 100 et n'a pas de contreparties à qui il pourrait les vendre. Sa position nette est supposée vendeuse (short) de – 500.
- \* Il est dans ce cas **parfaitement raisonnable** pour le trader **de ne pas se couvrir** sur le marché à terme, ce qui réduit sa position short qui passe de – 500 à – 400.
- \* **Si le trader souhaite conserver une position short de – 500, il doit alors couvrir** son achat de 100 par une vente de contrats à terme à hauteur de 100.

### 113. La couverture contre le risque de hausse des prix

- \* Le trader est exposé à un **risque de hausse des prix quand il vend pour livraison en t + n des matières premières qu'il ne possède pas**, mais qui seront acquises dans les jours ou les semaines qui précèdent leur livraison.
- \* **Pour se couvrir** contre le risque de hausse des prix, **le trader achète des contrats à terme** qu'il revendra dans les jours ou semaines qui précèdent la livraison des matières premières physiques. La date précise de revente des contrats est déterminée par l'achat des matières premières physiques.
- \* Ce qui a été précédemment dit concernant la couverture contre le risque de baisse des prix s'applique à la protection contre le risque de hausse.

### 114. Le risque de base

- \* Grâce aux **opérations de couverture** (hedging, en anglais), le **trader réduit** (voire supprime en grande partie) son **exposition au risque de prix** des matières premières qu'il négocie. Le problème est que **la couverture n'est jamais parfaite**. Expliquons pourquoi.
- \* Lorsque la couverture est initiée, **le prix au comptant (le prix du physique) n'est jamais égal au prix à terme**. La différence entre les deux prix constitue la **base à l'ouverture** de la couverture.
- \* **Quand le trader ferme sa couverture** (on dit parfois qu'il la liquide), **il inverse sa position à terme**. Sauf circonstances exceptionnelles, le prix à terme n'est pas égal au prix au comptant.

- \* La **base à la fermeture** de la couverture est égale à la différence entre le prix au comptant (le prix du physique) et le prix à terme.
- \* Sauf circonstances exceptionnelles (qui seraient dues au hasard) **la base à la fermeture n'est pas égale à la base à l'ouverture.**
- \* La **différence entre les deux bases reflète l'imperfection de la couverture. Cette imperfection peut être positive ou négative** (favorable ou défavorable).

### 115. Les composantes du risque de base

- \* La **base** (la différence entre le prix à terme et le prix au comptant) a **cinq composantes.**
- \* La **première** est liée à une différence dans la **qualité de la matière première physique négociée au comptant et la qualité de la matière première servant de sous-jacent au contrat à terme.**
- \* Prenons le cas du **maïs négocié à Chicago**. Le contrat à terme a pour sous-jacent le « **yellow corn # 2** ». L'opérateur en physique (le négociant, le producteur, la coopérative, etc.) peut acheter ou vendre une qualité de maïs qui n'est pas celle du contrat à terme, à savoir du « **yellow corn # 1** » ; du « **yellow corn # 3**, du « **yellow corn** » de médiocre qualité (due à de mauvaises conditions climatiques), etc.
- \* La **deuxième composante de la base** est liée aux **localisations** respectives du **marché à terme** et des **marchés où se négocient les produits physiques.**
- \* Conservons l'exemple du maïs. Le **marché à terme est à Chicago**. Le prix du physique, en revanche, ne sera pas le même selon que le maïs est négocié (et coté) dans le « **corn belt** » américain, dans le **Golfe du Mexique**, dans les **ports de la Côte Ouest américaine**, à **Rotterdam** ou dans les **ports d'importation chinois.**
- \* La **troisième composante** de la base est liée à **l'échéance des contrats à terme** :
  - il y a un minimum de **5 échéances liquides** pour le **maïs** coté à Chicago,
  - il y a un minimum de **10/12 échéances liquides** (elles sont mensuelles) pour le marché du pétrole américain (**West Texas Intermediate**)
- \* Dans le cas du **maïs**, il existe **au minimum une centaine de bases (4 x 5 x 5)**, toutes différentes les unes des autres (4 qualités de maïs ; 5 localisations où le physique est négocié ; 5 échéances de cotation à terme).
- \* La **quatrième composante** de la base est liée à la **courbure de la structure à terme des prix** du maïs. Il existe deux structures de prix possibles :
  - une structure en **contango** (le prix à terme est supérieur au prix du physique négocié sur le marché au comptant),
  - une structure en **backwardation** (le prix à terme est inférieur au prix du physique négocié sur le marché au comptant).

- \* La **dernière composante de la base** est liée aux **anticipations des acteurs** qui interviennent sur les marchés à terme, à savoir les **professionnels** qui opèrent sur le marché physique et, surtout, les nombreux **acteurs financiers** qui interviennent sur les marchés dérivés.
- \* Le **risque de base** est un risque résiduel. Il **n'est pas nécessairement négatif. Il arrive qu'il soit positif**. La gestion des bases est une activité importante des traders opérant dans une société de négoce.
- \* Pour bien appréhender la réalité de la couverture contre le risque de prix, il faut prendre en compte un **dernier élément : les anticipations**. Une étude publiée par *Market Voice* en septembre 2023 établissait que les sociétés américaines produisant du pétrole (certes, ce ne sont pas des sociétés de négoce, mais elles ont de plus en plus une politique rigoureuse de couverture contre le risque de baisse des prix) faisaient évoluer leur couverture en fonction de leurs anticipations de prix pour les deux prochaines années.

## 116. La théorie et la pratique

- \* **En théorie, la couverture contre le risque de prix s'impose, mais en pratique le coût de la couverture** (qui **n'est jamais négligeable**) et **l'appétit pour le risque des traders conduisent à des couvertures partielles ou imparfaites. Au niveau individuel, ce comportement des traders n'est pas dramatique, car les sociétés de négoce mettent en place des systèmes de gestion des risques prenant en compte toutes les positions (couvertes, non couvertes, plus ou moins couvertes) de tous les traders. L'ensemble de ces positions individuelles détermine la position nette de la société de négoce. C'est lorsque les limites établies au niveau de la société (ou celui d'un desk ou de l'ensemble des desks) sont atteintes que les responsables du négoce imposent alors aux traders de réduire leur découvert en se couvrant ou en réduisant leurs positions (positions sur les marchés dérivés et/ou marchés de produits physiques).**

## 12. Le risque de change

- \* Pour une société de négoce, le **risque de change n'est pas un problème** majeur car :
  - son **bilan est établi en dollar** (ceci est vrai pour la quasi-totalité des grands négociants),
  - le **négoce des matières premières s'effectue en dollar** pour la quasi-totalité des transactions.
- \* De ce fait, le **risque de change** d'une société de négoce est un **risque résiduel**.
- \* Ce risque concerne en premier lieu les **transactions commerciales libellées dans une devise autre que le dollar**, ce qui est rare et ne pose aucun problème de couverture.
- \* **Pour se couvrir**, la société de négoce recourt le plus souvent à des **contrats forward** sur le marché des changes interbancaire. Il lui est cependant possible de recourir à d'autres instruments (toujours sur le marché interbancaire) :

- les **options de change** pour des opérations ponctuelles,
- les **swaps** pour des opérations régulières et récurrentes.

- \* Le risque de change concerne en deuxième lieu les **filiales de la société de négoce**.
- \* Etant très majoritairement **libellées en dollar**, leurs opérations commerciales n'induisent **pas de risque de change**. Quand elles sont libellées dans une autre devise, la couverture sur le marché des changes s'impose.
- \* Pour les **actifs industriels et logistiques** détenus par les filiales de la société de négoce, et libellés dans la devise du pays d'implantation, une **façon élégante de couvrir le risque de change** auquel elles sont exposées est de les du pays où ils sont implantés **financer par des emprunts dans la devise**
- \* Il arrive au niveau des filiales ou de la société de négoce (la maison mère) que la trésorerie dans une devise soit exposée à un risque si le cours de cette devise baisse par rapport au dollar. Dans ce contexte, la société de négoce couvre cette trésorerie par une transaction sur le marché des changes pour l'échéance du 31/12.

### 13. Le risque de taux d'intérêt

- \* A l'instar du risque de change, le **risque de taux d'intérêt n'est pas la préoccupation** essentielle des sociétés de négoce.
- \* Pour le financement de ses transactions commerciales, le **négociant s'endette à court terme à taux flottant** et répercute **sur ses clients** la hausse ou la baisse des taux d'intérêt.
- \* Pour son **financement à moyen terme /long terme**, la société de négoce peut **s'endetter à taux fixe** (car elle **anticipe une hausse des taux**). Si par la suite les taux ont tendance à baisser, elle négociera un **swap Taux fixe/Taux flottant**.
- \* Si la **société de négoce s'étant endettée à taux flottant** (car elle anticipait une baisse des taux) se trouve par la suite confrontée à une hausse des taux, elle négociera un **swap Taux flottant/Taux fixe**.

### 14. Le risque de prix associé au transport maritime

- \* Ce risque a deux composantes :
  - le **prix du fret**,
  - le **prix du fioul lourd (mazout)**.

#### 141. Le risque associé au prix du fret

- \* Ce risque est **très important** pour les sociétés de négoce.
- \* Ce risque est **très volatil**.
- \* Ce risque est **délicat à gérer**.

#### 1411. La mesure du risque associé aux fluctuations du prix du fret

- \* Le **Baltic Dry Index (BDI)** est un indice qui mesure le coût du transport maritime des matières premières sèches.
- \* Publié quotidiennement par le **Baltic Exchange**, cet indice est représentatif de l'évolution du **coût du transport maritime en vrac de matières premières sèches** (principalement le minerai de fer, le charbon, les métaux, les céréales, le soja et de nombreuses autres matières premières de moindre importance).
- \* Cet indice est calculé à partir des prix fournis par un panel de courtiers maritimes pour **23 routes maritimes et trois catégories de navires** :
  - **Capsize** (navires de 150 000 tonnes)
  - **Panamax** (navires de 60 à 80 000 tonnes)
  - **Supramax** (navires de 45 à 60 000 tonnes).
- \* L'indice BDI est calculé à partir de **trois sous-indices spécifiques** :
  - **Baltic Capesize Index (BCI)** ; il intervient pour 40 % dans la valeur de l'indice BDI),
  - **Baltic Panamax Index (BPI)** ; il intervient pour 30 % dans la valeur de l'indice BDI),
  - **Supramax Index (SI)** ; il intervient pour 30 % dans la valeur de l'indice BDI).
- \* Ces indices sont une moyenne de prix négociés de gré à gré. Ils n'ont pas la rigueur d'un indice obtenu à partir de cotations relevées sur un marché boursier.

#### 1412. L'ampleur du risque

- \* Le **plus haut historique** du prix du fret a été atteint le 20 mai 2008, date à laquelle la valeur de **l'indice BDI atteignait 11 793**.
- \* Le plus bas historique a été atteint le 10 février 2016. A cette date, **l'indice BDI** atteignait **179**.

#### 1413. La volatilité du prix du fret



- \* La volatilité de l'indice BDI et de ses trois composantes s'explique par l'inélasticité (la rigidité) de l'offre (Il faut, en moyenne, compter deux ans entre la décision prise de construire un navire et sa mise en eau) :
  - le **20 mai 2008, l'indice BDI s'établissait à 11 793,**
  - le **05 décembre 2008, il cotait 663.**

#### 1414. La volatilité du risque de fret sur une période récente

- **15 mai 2020 : 384**
- **7 octobre 2021 : 5 657**
- **9 novembre 2021 : 2 805.**

#### 1415. La couverture par des forward freight agreements

- \* Voir sur Internet le mémoire de Camille Martin « Le forward freight agreement », année universitaire 2015/2016, Aix-Marseille Université.
- \* **Des forward freight agreements et des contrats à terme (futures) garantis par une chambre de compensation** sont négociés au :
  - **Baltic Exchange** à Londres
  - **Singapore Exchange (SGX)**, sachant que le Baltic Exchange est une filiale à 100 % de SGX Group.

#### 142. Le risque de prix spécifique au prix du fioul lourd (mazout)

- \* Le mazout (bunker fuel) est le **coût variable le plus important** pour les professionnels du transport maritime.
- \* Une couverture de qualité contre le risque de prix est **difficile à mettre en œuvre**. Elle est relativement **couteuse**. Différentes stratégies sont envisageables.
- \* La couverture la plus simple et la plus naturelle serait d'opérer sur un marché de contrats à terme (futures). Pour se protéger contre le risque de hausse du prix du fioul lourd, il faut acheter des contrats. Pour se protéger contre le risque de baisse, il faut vendre des contrats.
- \* A notre connaissance, des **contrats à terme sur le fioul lourd (mazout)** ont été introduits sur les marchés à terme du Chicago Mercantile Exchange (CME) et du Singapore Exchange (SGX), mais ils **ne se sont pas développés**.
- \* S'ils veulent se couvrir contre le risque de prix en intervenant sur un marché boursier, les opérateurs peuvent recourir au **cross hedging** en opérant sur le contrat de heating oil ou celui du pétrole brut du CME. Dans cette hypothèse, la **couverture sera très imparfaite**.

- \* L'alternative est une couverture sur le marché de gré à gré. La modalité la plus simple est l'achat et la vente de **contrats forward avec une contrepartie**.
- \* Il est également possible de se couvrir avec des options.
- \* Si les achats et les ventes de mazout sont récurrentes, il est possible de se protéger contre le risque de prix avec un **swap adossé à des prix forward**.
- \* Toutes les transactions sur le marché OTC impliquent un risque de contrepartie. Pour l'éviter, l'acheteur et le vendeur doivent enregistrer leurs transactions dans une chambre de compensation.

## 2. Le risque de liquidité associé au fonctionnement des marchés dérivés

- \* Les sociétés de négoce interviennent massivement sur les marchés dérivés, et plus spécialement sur les marchés à terme de marchandises.
- \* Le **risque de liquidité** associé à ces marchés (**market liquidity risk**) se manifeste quand un trader achète ou vend une grande quantité de contrats à terme pour :
  - couvrir une position de matières premières physiques,
  - liquider une position à terme,
  - gérer des stocks de matières premières,
  - tirer profit d'une courbe des prix à terme (contango trading),
  - réaliser des arbitrages financiers.
- \* Pour l'opérateur qui intervient sur un marché à terme, **l'idéal est de pouvoir acheter ou vendre des contrats au prix du marché**, à tout le moins au prix du marché **diminué ou accru d'un tick** (le tick est la variation minimale des prix fixée par les responsables du marché à terme : 1/8 cent ; un centime d'euro, etc.).
  - Sur les **grands marchés à terme**, la liquidité est excellente pour les échéances allant jusqu'à 6 mois/1 an ; elle est bonne pour des échéances allant de 6 à 18 mois.
  - Sur la **plupart des autres marchés à terme**, la liquidité est très bonne pour des échéances jusqu'à 3 mois/6 mois ; elle est bonne pour des échéances allant de 6 à 12 mois.
  - Sur les **marchés d'options adossés à des contrats à terme** de matières premières, la liquidité est bonne pour des **échéances allant jusqu'à 3 mois**. Elle est plus faible pour des échéances supérieures à cette limite. Les options à la monnaie sont plus liquides que les options en dehors de la monnaie.
  - Sur les marchés OTC, la liquidité est bonne, mais son coût varie avec la présence plus ou moins active des swaps dealers et des autres contreparties.
- \* En 2022/2023 :
  - sur les marchés à terme qui connaissent une très forte volatilité (le pétrole, le gaz, l'électricité) la liquidité (mesurée par le volume des transactions et le montant de la position ouverte) était inférieure à ce qu'elle était avant 2020.
  - le volume des transactions et le montant de la position ouverte ont baissé par rapport à ce qu'ils étaient avant 2020.

- la liquidité des marchés dérivés s’est rétablie en 2023.
- \* Quelle que soit la conjoncture, **il est toujours possible d’opérer sur un marché**, mais le **coût d’accès à cette liquidité peut être élevé et devenir dissuasif**.
- \* L’année 2022 a montré qu’**en période de très forte volatilité des prix, la liquidité sur les marchés dérivés pouvait se réduire**. Tel fut le cas, à cette époque, pour le gaz, l’électricité et le pétrole.
- \* En règle générale et dans des périodes normales :
  - **sur les grands marchés à terme** (pétrole, maïs, soja, cuivre, aluminium, gaz), la **liquidité** (mesurée par le volume des transactions et le montant de la position ouverte) **est excellente**,
  - **sur la plupart des autres marchés à terme**, la liquidité est bonne pour des échéances inférieures à 6 mois,
  - **sur les marchés d’option adossés à des contrats à terme**, la liquidité est bonne sur les échéances rapprochées, médiocre au-delà,
  - **sur le marché des swaps**, la liquidité est **excellente/bonne** grâce à la présence des **swaps dealers**,
  - **sur le marché des options et des produits optionnels**, la liquidité est bonne/assez bonne grâce, là également, à la **présence des contrepartistes professionnels**.
- \* L’échéance des transactions est une composante importante de la liquidité d’un marché dérivé.

### 3. Le risque de liquidité associé au financement de la société de négoce

- \* Un mot, une expression peuvent révéler deux réalités différentes. Tel est le cas pour « le risque de liquidité. »
  - Dans **cette section (la section 3)**, le « **risque de liquidité** » est **associé au financement de la société de négoce**.
  - A la section précédente (la section 2), le « **risque de liquidité** » concernait les conditions dans lesquelles les opérateurs intervenaient sur les marchés dérivés et le coût auquel ils étaient éventuellement confrontés en intervenant sur les marchés financiers.

### 31. Définition

- \* **Le risque de liquidité** associé au financement d’une société de négoce **est celui de ne pouvoir** :
  - **honorer les engagements financiers** qui arrivent à échéance,

- **s'endetter à un coût acceptable** pour financer ces engagements.

### 32. Comment couvrir ce risque de liquidité ?

- \* Trois éléments de réponse.

#### 321. Diversifier les types de financement

- \* Pour ne pas être confrontée au risque de liquidité, la société de négoce doit diversifier ses financements. **On distingue :**
  - **les financements bancaires :**
    - les **crédits transactionnels** dédiés au financement des opérations de négoce (commodity trade finance),
    - les **lignes de crédit renouvelables dédiées au financement des dépôts de garantie et des appels de marge** associés aux transactions sur les marchés dérivés,
    - les **lignes de crédit renouvelables dédiées au financement des besoins généraux** des sociétés de négoce,
    - les **emprunts bancaires à moyen terme**,
  - **les financements non bancaires,**
  - **les levées de fonds sur les marchés de capitaux ;** il est nécessaire de :
    - **diversifier les titres** émis (titres à revenu fixe ; titres à revenu variable),
    - **diversifier les maturités** des titres émis,
    - **diversifier les devises**

#### 322. Maintenir le ratio d'endettement au niveau exigé par les agences de notation pour accorder la première note Investment grade

- \* Pour atténuer le risque de liquidité, la société de négoce doit **maintenir un ratio d'endettement correspondant à celui que les agences de notation exigent d'une entreprise pour qu'elle conserve (ou obtienne) la note Investment Grade** et ce, tout au long du cycle économique [voir la crise de liquidité à laquelle fut confrontée Glencore en 2014].
- \* Le ratio d'endettement retenu par Glencore (ceci est un exemple) est :

**Dettes nettes/Ebitda x 2.**

Ce ratio est repris par toutes les sociétés de négoce.

- \* Le **problème** est que les agences de notation et les sociétés de négoce ne donnent pas le même contenu au concept de **Dette nette**.
- \* Les agences de notation appliquent en effet un décompte à la valeur du Readily Marketable Inventory, un poste très important du bilan d'une société de négoce, ce qui implique que le montant de la dette nette est supérieur pour les agences de notation (et les banques) à celui calculé par les sociétés de négoce.

### 323. Maintenir une note égale ou supérieure à Baa et BBB

- \* Pour **couvrir le risque de liquidité**, les **sociétés de négoce** notées par les agences de rating doivent maintenir à tout prix une note au moins égale (et si possible supérieure) à **Baa** (pour les notations de Moody's) ou **BBB** (pour celles de Standard & Poor et de Fitch).

## 4. Le risque de crédit et le risque politique

### 41. Le risque de crédit associé aux contreparties des sociétés de négoce

- \* Ce **risque** auquel un négociant est exposé se concrétise par un **défaut de la contrepartie** (on parle souvent du **risque de contrepartie au lieu et place du risque de crédit**).
  - **Quand les prix sont très élevés**, les contreparties qui s'étaient engagées à livrer des matières premières à un prix inférieur à celui qui prévaut au moment de la livraison peuvent être tentées de faire défaut pour bénéficier de la hausse des cours en vendant à un autre opérateur les matières premières qu'elles n'ont pas livrées au premier négociant.
  - **Quand les prix sont très bas**, les contreparties des négociants qui s'étaient engagées à acheter des matières premières à un prix supérieur à celui qui prévaut au moment de la livraison peuvent être tentées de faire défaut pour tirer profit de la baisse des prix.
  - Les contreparties peuvent également faire défaut parce qu'elles sont en faillite ou dans l'impossibilité de poursuivre leurs activités.

### 42. Le risque politique

- \* Le **risque politique est lié aux pays** où sont implantées les contreparties de la société de négoce.

- \* Comme précédemment développé au paragraphe 41, le risque de crédit auquel est exposée la société de négoce provient souvent de la rupture d'un contrat commercial entre ce négociant et sa contrepartie.
- \* **Un contrat commercial peut être parfaitement respecté par les deux co-contractants (la société de négoce et sa contrepartie), mais il est possible qu'il ne puisse être exécuté, car le cadre institutionnel et politique du pays de la contrepartie du négociant est brutalement modifié.** Deux exemples : l'Etat peut décider d'un **contrôle des changes** ou d'un **moratoire sur les exportations de matières premières**. Autre exemple, **l'Etat modifie sa législation** ou fait évoluer certaines normes. Dans les cas qui viennent d'être évoqués, le négociant est confronté à un risque politique.
- \* **Le risque politique est sensible pour les pays en dehors de l'OCDE.** Leur réglementation et leur législation peuvent, en effet, évoluer, sinon du jour au lendemain, du moins très rapidement, ce qui est quasiment impossible pour les pays de l'OCDE (il y a des évolutions, mais elles sont annoncées longtemps avant d'être mises en œuvre).

#### 43. La gestion du risque de crédit et du risque politique

- \* Le département de la société de négoce en charge de l'analyse et de la gestion du risque de crédit et du risque politique doit :
  - **établir des limites au montant des engagements (au montant des expositions)** qui peuvent être pris par la société de négoce et les traders à l'égard des différentes contreparties,
  - **contrôler et vérifier le respect des limites** imposées aux traders,
  - **suivre, en temps réel, l'évolution du risque de crédit** associé aux différentes contreparties des traders,
  - **diversifier les contreparties** de la société de négoce,
  - **recourir à des instruments de couverture** :
    - lettres de crédit,
    - garanties bancaires,
    - achat de couverture contre le risque de crédit et le risque politique auprès de compagnies d'assurance spécialisées.
- \* La **détermination des limites** [au montant des engagement qui peuvent être pris à l'égard de leurs contreparties par la société de négoce et les traders au titre du risque de crédit et du risque politique] prend en compte :
  - **l'appétit pour le risque** de la société de négoce,
  - **l'évaluation du risque de crédit et du risque politique spécifique aux différents clients ou fournisseurs** de la société de négoce,
  - la **taille de la position** en risque comparée à celle du bilan, du chiffre d'affaires ou des fonds propres de la société de négoce.

- \* Tout **dépassement des limites** doit (devrait) être **couvert** par une **assurance souscrite auprès d'une banque ou d'une société d'assurance**.
- \* Les évaluations du risque politique attribuées aux différents pays sont généralement proposées par des sociétés de conseil ou des agences de notation spécialisées. Les évaluations proposées par **Altarex Dun & Bradstreet** (mais il y a d'autres agences) sont souvent retenues. Cette notation permet à la société de négoce de fixer et de modifier les limites aux engagements (à l'achat et à la vente) qu'elle prend sur un pays.

## 5. Les risques opérationnels

- \* La **gestion des risques opérationnels** est généralement dirigée, mise en œuvre et contrôlée par un « **Comité Santé-Sécurité-Environnement-Communauté** » ; en anglais, on parle du « Health-Safety-Environnement-Community Committee » [HSEC Committee].
- \* Ce comité doit **concevoir, mettre en œuvre et contrôler le respect des « bonnes pratiques »** au sein de la société de négoce.
- \* Ce comité supervise et contrôle tout ce qui concerne :
  - la **santé au travail des salariés**,
  - le **respect de l'environnement**,
  - la **vie de la communauté**.
- \* Le comité s'assure que tout ce qui concerne le HSEC est effectivement mis en œuvre partout au sein de la société de négoce.
- \* Parmi les risques opérationnels figurent :
  - les **incidents et les accidents entraînant des blessures et des décès**,
  - les **risques logistiques** :
    - déraillement d'un train de produit pétrolier (fioul, essence, etc.),
    - pertes partielles ou totales d'une cargaison,
    - dégâts sur une cargaison,
    - avaries lors d'un transport maritime.
- \* Pour se protéger, la société de négoce doit être rigoureuse dans la **mise en œuvre des « bonnes pratiques »**.
- \* Pour certains risques logistiques, la société de négoce se protège avec des **polices d'assurance spécialisées** (du type « marine cargo »)

## 6. Les risques juridiques, fiscaux et réglementaires

- \* Ces risques émergent et proviennent des multiples juridictions liées aux pays auxquels le négociant est confronté.
- \* **Les sociétés de négoce doivent respecter la législation, la fiscalité et la réglementation des pays au sein desquels elles achètent et vendent des matières premières.** Or les réglementations, la fiscalité et le droit sont instables dans tous les pays, y compris les pays de l'OCDE.
- \* Les sociétés de négoce doivent également **respecter les règlements internationaux**, en particulier les réglementations relatives aux prix de transfert.

## 7. Le risque de (mauvaise) réputation

- \* Ce risque est souvent la conséquence de **comportements inadéquats des traders, des employés ou des dirigeants de la société de négoce.**

### 71. Trois exemples

- \* Les trois exemples retenus recouvrent des faits réels. Il en existe beaucoup d'autres.
  - \* La société de négoce peut être confrontée à un **désastre écologique** consécutif à un dysfonctionnement au niveau du **transport par voie maritime ou par chemin de fer**. Le désastre peut également provenir d'une exploitation minière.
2. Pour l'instant, les **difficultés liées à l'écologie** ne se sont pas traduites par d'importantes sanctions financières, mais **la jurisprudence évolue**. A l'avenir, ces difficultés pourraient mettre en cause le « business model » des sociétés de négoce.
  3. La société de négoce opère souvent dans des régions et des pays où sévit la **corruption** (ne jamais oublier que la corruption est une pratique qui implique la « collaboration » d'un corrupteur et d'un corrompu). Il est toujours difficile de déterminer qui est à l'origine de la corruption (mais la Justice est dans ce domaine de plus en plus compétente). Cette pratique n'a pas disparu comme l'ont prouvé plusieurs cas récents sanctionnés par les Justices américaine, britannique et suisse à l'encontre de négociants parmi les plus importants.
- \* La société de gestion est parfois accusée de **comportements inadéquats pour ses transactions sur les marchés dérivés** (et poursuivie de ce fait par les régulateurs, en particulier la Commodity Futures Trading Commission américaine ; CFTC). La pratique de « corners » est moins fréquente qu'elle n'était dans le passé, mais les sanctions financières



imposées par les régulateurs (en particulier la CFTC) prouvent que cette pratique n'a pas disparu (mais elle est quasi systématiquement niée par ceux qui en sont accusés).

## 72. Les sanctions

- \* Les sanctions à l'encontre des sociétés de négoce à l'origine de désastres écologiques, de corruption et de comportements inadéquats et/ou illicites sur les marchés dérivés sont de plus en plus rigoureuses.
- \* Dans un passé récent, plusieurs sociétés de négoce ont été sanctionnées pour des actes de corruption et/ou de manipulation de marché. Les sanctions n'étaient pas très élevées. La plus importante concernait Gunvor pour une pénalité imposée par la Justice suisse.
- \* Avec Glencore, les pénalités ont changé d'échelle.

### 721. Gunvor et la Justice suisse

- \* En conclusion d'une **enquête débutée à la fin de l'année 2011, Gunvor fut mise en cause en 2017 par la Justice suisse** pour certaines activités internationales.
- \* Gunvor fut pénalisée en **octobre 2019** à hauteur de **94 millions de francs suisses** pour avoir eu recours à la corruption dans ses activités en République Démocratique du Congo et en Côte d'Ivoire.
- \* Très « profil bas » devant cette pénalité, T. Tornquist, le président et directeur général de Gunvor avait déclaré « I promise my employees, stakeholders and my family that we will never find ourselves in this position again. »
- \* Bad luck ! En **avril 2021**, un ancien employé de Gunvor a plaidé coupable auprès de la Justice américaine qui enquêtait sur les actes de corruption concernant les sociétés de négoce dans les pays d'Amérique latine.

### 722. Glencore et la Justice américaine

- \* Après une enquête sur les activités de **Glencore aux Etats Unis initiée en 2018 par le Department of Justice** (sur la base de l'US Foreign Corrupt Practices), enquête étendue aux activités de la société de négoce au Brésil, au Royaume Uni (sur la base de l'UK Bribery Act), en Suisse, aux Pays Bas et en République démocratique du Congo, Glencore a été condamnée à verser :

- **1 020 414 891 dollars aux Autorités américaines** (Department of Justice pour les faits de corruption et Commodity Futures Trading Commission pour les faits relevant de la manipulation des marchés) le 24 mai 2022,
- **39 598 367 dollars aux Autorités brésiliennes** le 24 mai 2022,
- **280 965 092,95 livres sterling** (environ 400 millions de dollars) aux **Autorités du Royaume Uni** le 3 novembre 2022,
- 180 000 000 dollars aux Autorités de la République Démocratique du Congo le 5 décembre 2022,
- Les dernières pénalités seront établies par les Autorités suisses et néerlandaises. A notre connaissance, les Justices de ces deux pays n'ont pas définitivement statué ou, si tel était le cas, les sanctions nous ont échappé.

### 73. La gestion du risque de réputation

- \* Dans la mesure où les risques de réputation sont le fait des employés de la société de négoce, **il est difficile à la société de s'en protéger.**
- \* Pour les éviter, les dirigeants et le conseil d'administration de la société de négoce doivent être très vigilants en amont et **développer une culture de la responsabilité.**
- \* Les **sanctions financières** acquittées par les sociétés de négoce **ne suffisent pas à éliminer les risques de réputation.**
- \* Ces sanctions ont tendance à conforter l'idée auprès des ONG et du grand public que le négoce des matières premières est une activité qui n'est pas « claire » ou qui n'est pas « nette. » C'est en quelque sorte une double peine (les sanctions financières pour les fautes et la société de négoce ; l'opprobre pour ceux qui sont honnêtes).

### 8. Le risque de conformité/compliance

- \* **La compliance** regroupe l'ensemble des processus destinés à **s'assurer qu'une société de négoce, ses dirigeants et ses salariés respectent :**
  - **les normes juridiques,**
  - **les normes éthiques,**
qui leur sont applicables.
- \* **Le département de la compliance doit protéger la société de négoce des risques :**
  - **financiers,**
  - **juridiques,**
  - **réputationnels**

**encourus lorsque les lois, la réglementation, les conventions (y compris les conventions internationales), l'éthique et la déontologie ne sont pas respectées.**

- \* Au sein d'une société de négoce, le département de la compliance et son responsable ont également pour mission de **développer une culture** :
  - **de la conformité** (respect des lois, des normes établies, de la réglementation, etc.),
  - **de la responsabilité.**
- \* Pour atteindre cette double finalité, le département de la conformité s'assure que :
  - le front office opère de manière appropriée,
  - les autres départements opérationnels respectent les normes et les règles imposées par le conseil d'administration,
  - les règles et les contrôles sont adéquats, robustes et respectés.
- \* Les activités du département de la compliance sont multiples et variées. Citons :
  - les opérations de due diligence vis-à-vis de la clientèle et des fournisseurs (know your client),
  - le contrôle des opérationnels de la société de négoce pour s'assurer qu'ils respectent les restrictions commerciales imposées par le conseil d'administration et le département de la conformité,
  - la lutte contre le blanchiment d'argent sale,
  - la lutte contre la corruption et les pots-de-vin,
  - l'élimination des mauvaises pratiques financières,
  - la prévention de la corruption,
  - l'élimination des délits économiques et financiers,
  - la suppression des risques environnementaux, etc.

## **9. Les risques associés aux systèmes d'information**

- \* Les **sociétés de négoce sont très dépendantes** et de plus en plus dépendantes de leurs **systèmes d'information.**
- \* Le **risque** lié aux systèmes d'information **peut être vital** pour la société de négoce.
- \* La **cybercriminalité** est la manifestation la plus redoutée des risques associés au système d'information.
- \* Pour éviter ce risque, la solution est **d'améliorer en permanence les systèmes d'information et d'intégrer le plus rapidement possible les progrès technologiques** qui leur sont associés.

## SECONDE PARTIE : LA GESTION DES RISQUES PAR LES SOCIETE DE NEGOCE

- \* Pour les sociétés de négoce, les **différents risques** évoqués dans ce chapitre **n'ont pas nécessairement la même importance**.
- \* **Les risques** auxquels les sociétés de négoce sont exposées (et leur hiérarchie) **sont spécifiques à chacune d'elles**.
- \* Vu la qualité des informations fournies dans leurs rapports annuels, nous retiendrons les exemples de Trafigura (rapports annuels 2021 et 2022) et de Glencore (rapport annuel 2021). Le lecteur peut se reporter aux rapports annuels plus récents pour compléter leurs connaissances.

### 1. La gestion des risques par Trafigura

- \* Les pages 42/45 du rapport annuel 2021 (pages 44/47 du rapport 2022) présentent les risques auxquels Trafigura est confronté, et les mesures prises par les dirigeants de la société de négoce pour les contenir et les réduire.

### 11. Les risques auxquels Trafigura est confronté

- \* Trafigura prend en compte **7 catégories (ou groupes) de risques** en ordre décroissant :
  - les risques associés aux variations des prix sur les marchés :
    - les prix des matières premières,
    - les taux d'intérêt,
    - les taux de change,
    - les fluctuations de l'offre de matières premières,
    - les fluctuations de la demande de matières premières,
  - les risques liés au crédit, à la liquidité et au financement de la société de négoce,
  - les risques de conformité et les risques liés aux contrôles internes,
  - les risques juridiques, les risques fiscaux et les risques liés aux différentes réglementations nationales et internationales,
  - les risques de crédit, les risques de contreparties et les risques politiques,
  - les risques opérationnels, environnementaux et de gouvernance,
  - les risques liés aux infrastructures digitales et à la cybersécurité.

### 12. La mesure du risque par la VaR

\* **Trafigura recourt à la VaR pour mesurer et fixer une limite au risque auquel la société de négoce est confrontée** (la VaR n'est probablement pas la seule mesure utilisée, mais elle est la seule à être publiée).

\* La VaR mesure le risque associé au négoce des matières premières physiques. Elle détermine la perte potentielle qui pourrait apparaître à la suite d'une variation d'un facteur de risque. Cette perte est déterminée pour un horizon donné (en l'occurrence un jour) avec un certain degré de confiance (en l'occurrence 95 %).

\* Pour Trafigura, **les facteurs de risque** incluent :

- les prix des matières premières,
- les taux d'intérêt,
- les taux de change,
- et d'autres facteurs de risque (non révélés par la société de négoce).

\* **La méthodologie de la VaR repose sur les probabilités** et prend en compte :

- la volatilité des prix,
- la diversification des cours des matières premières (cette diversification inclut les positions de couverture),
- la corrélation entre les prix des matières premières et les différents marchés.

\* Les données chiffrées ci-joint fournissent pour les années 2018 à 2022 la valeur de la VaR pour un horizon de 1 jour avec un degré de confiance de 95 %.

\* Les chiffres publiés sont la moyenne de la VaR enregistrée tous les jours ouvrables de l'année (environ 250 observations).

|      |   |
|------|---|
| 2018 | 7,8 millions de dollars, soit 0,12 % de l'equity,   |
| 2019 | 11,6 millions de dollars, soit 0,17 % de l'equity,  |
| 2020 | 26,4 millions de dollars, soit 0,34 % de l'equity,  |
| 2021 | 47,9 millions de dollars, soit 0,45 % de l'equity,  |
| 2022 | 199,8 millions de dollars, soit 1,33 % de l'equity. |

\* En 2022, Trafigura a cherché à **maintenir la VaR journalière en dessous de 1 % de l'equity**

- en réduisant les stocks,
- en réduisant les volumes négociés,
- en ayant recours à d'autres actions non mentionnées dans son rapport annuel.

Pour le 2<sup>e</sup> semestre 2022, la VaR s'est établie à 142,9 millions \$ (0,95 % de l'equity).

Pour le 4<sup>e</sup> trimestre 2022, la VaR s'est établie à 115 millions \$ (0,77 % de l'equity).

### 13. La gestion du risque de prix par Trafigura

\* **Trafigura couvre systématiquement toutes les expositions au risque de prix résultant de ses activités de négoce.** Elle le fait dans le cadre établi par le conseil d'administration et mis en œuvre par :

- le chief risk officer (CRO),
- le market risk management committee (MRMC ; le comité en charge de la gestion du risque de marché) qui regroupe des membres du conseil d'administration et des traders seniors.

\* **Le chief risk officer :**

- rapporte directement au chief operating officer (COO),
- préside le MRMC.

\* **Le MRMC se réunit au moins une fois par semaine** pour :

- contrôler toutes les expositions au risque de prix de la société de négoce,
- évaluer l'impact de l'évolution des prix et de la dynamique des marchés sur les positions et les expositions au risque de prix de la société de négoce,
- limiter, réduire ou accroître les expositions au risque de prix,
- analyser la concentration des risques :
  - sur certaines matières premières,
  - sur certaines positions,
  - sur certains desks.

\* **Trafigura investit pour améliorer son système de reporting interne** qui notifie automatiquement et systématiquement aux managers et aux équipes de trading que tel ou tel desk, voire la société de négoce dans son ensemble est proche de ses limites de risque.

\* **Trafigura investit pour améliorer en permanence les méthodes et les techniques de gestion des risques** ainsi que les modèles statistiques utilisés.

\* **Dans leurs évaluations, le chief risk officer et l'équipe en charge du contrôle des risques prennent en compte :**

- **les structures par terme des prix des matières premières,**
- **les spreads inter commodities,**
- **la concentration des risques,**

dans le contexte d'un changement dynamique des prix afin de :

- réduire la concentration des risques,
- limiter l'exposition au risque de prix de l'ensemble de la société de négoce.

## **2. La gestion des risques par Glencore**

\* **Le rapport annuel de Glencore (voir les pages 68/84 du rapport 2021)** présente les risques majeurs (et ceux de moindre importance) auxquels Glencore est confronté. Sont également développées les mesures prises pour contenir et réduire ces risques.

### **21. Les risques majeurs auxquels Glencore est confronté**

**\* Glencore considère être exposé à 6 risques majeurs :**

- le **risque des fluctuations de l’offre et la demande** des matières premières et les **risques de prix induits** par ces fluctuations,
- **les risques géopolitiques**,
- les **risques juridiques** et les risques associés aux permis et aux licences d’exploitation des matières premières,
- **les risques liés à la santé et à la sécurité des employés**, et les risques liés à l’environnement,
- le **risque de liquidité**,
- **les risques liés au changement climatique**,

**22. Les risques de moindre importance**

**\* Glencore considère être confronté à cinq risques mineurs :**

- le risque de change,
- le risque de contrepartie et les risques associés aux prestations de ses contreparties,
- les risques opérationnels,
- le risque cyber,
- les risques liés aux droits humains et aux relations avec les communautés.

**23. La mesure du risque par la VaR**

**\* Les valeurs maximales de la VaR fixées par la direction des risques de Glencore représentent 0,4/0,5 % de la valeur des fonds propres (equity).**

**\* Durant l’année 2021, la VaR moyenne s’est établie à 54 millions de dollars avec un plus haut de 126 et un plus bas de 27 millions.**

**3. La mesure du risque de crédit des sociétés de négoce évalué par les agences de notation**

**31. Cargill**

**Standard & Poor le 14/11/2022**

Titres à long terme A

Titres à court terme A1

**Fitch le 02/12/2022**

Titres à long terme A

Titres à court terme F1

### **Moody's le 31/07/2023**

Titres à long terme A2

Titres à court terme P1

### **Sustainalytics**

Score ESG 17/11/2023 29,0

Score ESG 23/05/2024 28,1

## **32. Louis Dreyfus**

### **Standard & Poor le 25/10/2021**

Titres à long terme BBB ; perspective positive

Titres à court terme A2 ; perspective positive

### **Standard & Poor's le 06/06/2024**

Titres à long terme BBB+

Titres à court terme A2 ; perspective positive

### **Sustainalytics le 20/07/2024**

Score ESG 30,5

## **33. Glencore**

### **Standard & Poor's 31/12/2019**

Titres à long terme BBB+ ; perspective stable

### **Standard & Poor's 31/12/2021**

Titres à long terme BBB, perspective stable

### **Standard & Poor's 31/12/2022**

Titres à long terme BBB+ perspective positive

### **Standard & Poor's 31/12/2023**

Titres à long terme BBB+ perspective stable



**Moody's 31/12/2019**

Titres à long terme Baa1, perspective stable

**Moody's 31/12/2021**

Titres à long terme Baa1, perspective stable

**Moody's 31/12/2022**

Titres à long terme Baa1, perspective positive

**Moody's 21/11/2023**

Titres à long terme Baa1

Titres à court terme P2

**Moody's 31/12/2023**

Titres à long terme Baa1, perspective positive

**Moody's 12/09/2024**

Titres à long terme A3, perspective stable

**34. Bunge****Standard & Poor's**

Titres à long terme BBB+

**FitchRatings 02/12/2022**

Titres à long terme BBB ; perspective positive

Titres à court terme F2

**FitchRatings 11/08/2023**

Titres à long terme BBB ; perspective stable

Titres à court terme F2

**FitchRatings 05/09/2024**

Titres à long terme BBB+

Titres à court terme F2

**35. Archer Daniels Midland**

**Moody's 25/08/2023**

Titres à long terme A2 ; perspective stable

Titres à court terme P1 ; perspective stable

**FitchRatings 14/08/2023**

Titres à long terme A perspective stable.

**FitchRatings 18/09/2024**

Titres à long terme A perspective stable

Titres à court terme F1

**36. Cofco International****Sustainalytics 08/07/2024**

Score ESG 23,5