

Louis-Dreyfus

En 1851, Léopold Louis-Dreyfus, le fils alors âgé de 18 ans d'un fermier alsacien localisé à Sierentz près de la frontière suisse achète du blé à des agriculteurs français et le transporte à Bâle, une quinzaine de kilomètres plus loin, pour le vendre à des consommateurs suisses à un prix supérieur à celui auquel il l'avait acheté. Il réalise ainsi les premiers arbitrages qui seront plus tard la « marque de fabrique » de tous les négociants et feront le succès du groupe Louis-Dreyfus qu'il venait de créer.

Au cours des ans, ce groupe (et, au sein du groupe, les activités de négoce) s'est beaucoup développé et a connu bien des péripéties. Longtemps implantée à Paris, la société de négoce l'est désormais à Rotterdam, et Genève est son principal centre opérationnel. Intéressons-nous à son histoire récente.

1. La renaissance du négoce des matières premières dans le groupe Louis-Dreyfus

Fin 2004, le groupe Louis Dreyfus est une « belle endormie ». Fort de ses réussites professionnelles (IMS Health, Saatchi and Saatchi, Adidas), toutes réalisées en dehors du groupe, Robert Louis Dreyfus succède à Gérard Louis-Dreyfus et prend la responsabilité du groupe familial avec la ferme intention de le réorganiser. Cette restructuration aboutit à la création en 2006 de Louis-Dreyfus Commodities (LDC), la filiale en charge du trading des matières premières. Elle est contrôlée à 85 % par Louis Dreyfus Holding (LDH), la maison-mère qui gère l'ensemble du groupe. Le 21 mars 2016, Louis Dreyfus Commodities sera renommée Louis Dreyfus Company (On n'arrête pas le progrès).

Louis Dreyfus était une société de négoce connue dans le monde entier pour ses activités dans les céréales et les soft commodities (coton, café, etc.). Elle faisait partie de ce que les journalistes spécialisés appellent le « club ABCD » regroupant les quatre plus grands négociants de matières premières agricoles (Archer Daniels Midland (ADM), Bunge, Cargill et Louis-Dreyfus, avec la précision qu'à l'origine le A se référait à André, un négociant suisse qui, ayant disparu, fut remplacé dans l'imaginaire collectif par ADM).

Pour Louis-Dreyfus, les matières premières agricoles n'étaient pas l'alpha et l'oméga de ses activités. La société de négoce était très active aux Etats Unis dans le négoce de l'énergie, et plus spécialement celui du gaz (voir la monographie de Castleton Commodities International). Depuis 2006, Louis-Dreyfus s'était lancé, avec beaucoup de succès, dans le

négoce des métaux. Quand cette division fut vendue en décembre 2017, Louis-Dreyfus était considéré comme le troisième négociant de métaux industriels après Glencore et Trafigura ; l'un des plus importants traders de concentrés de métaux (cathodes de cuivre, etc.) et un négociant important dans les métaux raffinés (voir le paragraphe 5.2.4. de cette monographie).

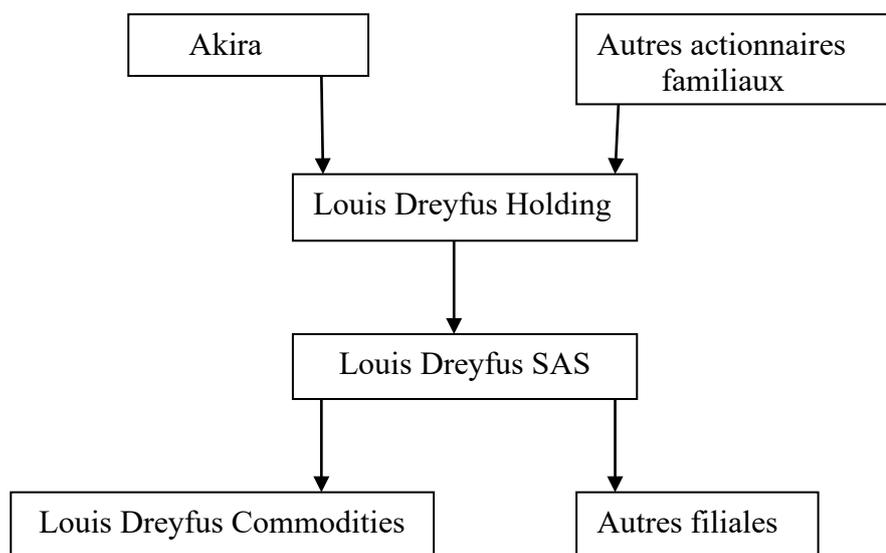
Pour assurer la pérennité de la société de négoce, Robert-Louis Dreyfus, se sachant gravement malade, avait logé les 51 % du capital de Louis Dreyfus Holding (LDH) qu'il possédait au sein d'une fondation de droit néerlandais dénommée Akira. Dans les statuts de cette fondation, il avait prévu que les actionnaires familiaux de LDH bénéficieraient d'une option leur donnant le droit de vendre à Akira (sans que celle-ci puisse s'y opposer) tout ou partie des titres de LDH qu'ils détenaient. Il avait également prévu que les actionnaires qui vendraient leurs parts dans la holding recevraient le montant le plus élevé de deux évaluations possibles. La première serait déterminée à partir de la valeur des fonds propres de Loiyi Dreyfus Company fournie par le dernier rapport financier annuel. La deuxième, établie à dire d'expert, fournirait « a fair market value » des titres LDH.

Robert-Louis Dreyfus décède le 4 juillet 2009. Sous sa présidence, de 2005 à 2009, avec l'aide déterminante de Victor Schoen, le patron du négoce, la taille de LDC a été multipliée par trois et sa rentabilité par dix. Ce décès a dangereusement fragilisé le groupe éponyme qui fut alors le théâtre de deux conflits et d'un important turn-over de sa direction générale (et de ses équipes de traders), un turn-over qui n'est pas sans relation avec les conflits internes au groupe.

2. Le conflit entre Margarita Louis Dreyfus et Jacques Veyrat

En mai 2008, Robert Louis Dreyfus étant président de Louis Dreyfus Holding (LDH), Jacques Veyrat, son brillant collaborateur pour toutes les activités du groupe autres que le négoce des matières premières (c'est lui qui a développé l'épopée de Neuf Cegetel), fut nommé PDG de Louis Dreyfus SAS (voir l'organigramme simplifié reproduit au schéma 1). Pour les actionnaires et les dirigeants du groupe, il était considéré comme le successeur de Robert Louis Dreyfus. Pour les observateurs extérieurs et ceux qui suivaient l'actualité des sociétés de négoce, sa future présidence était un fait acquis.

Schéma 1
Organigramme simplifié du groupe Louis Dreyfus



Robert Louis Dreyfus étant décédé le 4 juillet 2009, il est remplacé par Jacques Veyrat à la présidence de Louis Dreyfus Holding (LDH). Forte des 51 % du capital de LDH détenus par la fondation Akira, Margarita Louis Dreyfus, la veuve de Robert Louis Dreyfus, accède au conseil d'administration de LDH. Les relations entre ces deux personnalités ayant l'une et l'autre une forte légitimité (capitalistique pour Margarita Louis Dreyfus ; compétence et adoubement de Robert Louis Dreyfus pour Jacques Veyrat) vont rapidement se tendre. Pendant les 18 mois qui vont suivre, ils s'opposent sur tout, en particulier sur la stratégie du groupe. Bien évidemment, c'est la position de Margarita Louis Dreyfus (MLD) qui s'est imposée. Elle souhaitait que le groupe se recentre sur son cœur de métier qu'était le négoce des céréales et des soft commodities. Dans les années qui suivirent, cette stratégie fut affirmée et complétée par la recherche et la poursuite d'une intégration verticale de Louis Dreyfus Company et d'une diversification de ses activités vers l'aval.

Un communiqué publié par MLD le 28 janvier 2019 (sur lequel nous reviendrons plus loin à la section 3 de cette monographie) résume parfaitement la stratégie de l'actionnaire possédant à l'époque 96,6 % du capital de la maison mère de Louis Dreyfus Company. « LDC has announced a four pillar growth strategy centered on : strengthening its trade hedge, integrating vertically, diversifying revenues through value added products, innovation in technologies, food, etc. »

En février 2011, Margarita Louis Dreyfus remplace Jacques Veyrat à la présidence de LDH. Celui-ci en conserve la direction générale. L'équilibre entre ces deux personnalités n'était ni stable ni pérenne. Dans un entretien croisé au journal *Les Echos* du 6 avril 2011, Margarita Louis Dreyfus révèle ce que les proches du dossier anticipaient : « Nous nous sommes mis d'accord sur le fait que Jacques Veyrat va quitter Louis Dreyfus ». Cette information fut confirmée par l'intéressé dans la même interview « Je vais quitter le groupe dans quelques mois [...]. Je n'ai pas de date butoir, mais mon départ devrait intervenir assez rapidement, maintenant que nous l'avons annoncé. » A la question des journalistes « Quand avez-vous pris la décision de partir ? Etait-ce lié à la disparition de Robert Louis Dreyfus ? », Jacques Veyrat répond « Non. En 2009, je pensais que je resterais dans le groupe jusqu'à ma retraite [...]. C'est une belle histoire qui se termine ». Dans une économie capitaliste, en cas de difficultés ou de conflits, l'actionnaire a toujours gain de cause. La compétence n'a rien à voir avec le sujet. Y a-t-il une alternative à un tel état de fait ? Probablement pas, sauf à changer le capitalisme. Si tel est le cas, bon courage. Dans une économie socialiste, c'est le bureaucrate qui a toujours raison. La compétence, là également, n'a rien à voir avec le sujet. Le départ de Jacques Veyrat n'était pas anodin. Il était entré dans le groupe en 1995 et avait réussi tout ce qu'il entreprenait (il réussira de la même manière après avoir quitté Louis Dreyfus). Il avait été adoubé par Robert Louis Dreyfus (RLD) et il était respecté par les équipes de Louis Dreyfus Commodities.

Le départ de Jacques Veyrat entérine le refus de toute alliance avec un autre négociant et le recentrage sur le négoce des produits agricoles : céréales et soft commodities

3. Le conflit entre Margarita Louis Dreyfus et les autres membres de la famille

En juillet 2009, la fondation Akira (en fait, Margarita Louis-Dreyfus) détenait 51 % des actions de LDH. N'ayant pas très bien assimilée l'idée qu'un actionnaire détenant 51 % du capital d'une société en avait le contrôle, à condition de bien traiter les actionnaires minoritaires et de les inciter à conserver leurs titres (ce qui est relativement facile quand ils font partie de la même famille et n'ont pas l'ambition de gérer l'entreprise ou d'éliminer l'actionnaire majoritaire). Margarita Louis-Dreyfus (MLD) fut confrontée à une calamiteuse fuite en avant.

Très tôt, les actionnaires minoritaires de la famille Louis Dreyfus (qui avaient, pour certains, manifesté du vivant de Robert Louis-Dreyfus (RLD) le souhait de vendre leurs actions LDH, ce qui explique les prescriptions, précédemment mentionnées, qui avaient été

prévues par RLD pour la fondation Akira) furent choqués par les dissensions entre MLD et les plus proches collaborateurs de RLD. Leur inquiétude ne cessera de grandir avec la démission de Jacques Veyrat et celle, plus tardive, de Victor Schoen. De ce fait, dès le mois de décembre 2009, les actionnaires familiaux ont exercé leur droit de vendre des actions de LDH. Ils profitaient de surcroît de la bonne santé de Louis Dreyfus Commodities. MLD semble avoir accueilli favorablement cette décision, car elle confortait son emprise sur la société de négoce.

En décembre 2009, Akira détenait 59 % du capital de LDH. Le solde était détenu par Colette et Monique Louis Dreyfus (25 % de LDH), Philippe Louis Dreyfus (7 %) et Laure Henderson (9 %).

En décembre 2013, Louis-Dreyfus Holding était détenu à hauteur de 65 % par la fondation Akira.

En mars 2015, la part d'Akira dans la holding était passée à 80 %, ce qui assurait à Margarita Louis-Dreyfus un contrôle complet de LDH et de la société de négoce.

A chaque demande faite à Akira de racheter des actions de LDH, les discussions sur la valorisation des parts des actionnaires minoritaires furent longues et difficiles, mais elles finirent par aboutir. Pour passer de 65 à 80 % du capital de la holding, Margarita Louis-Dreyfus a dû investir (selon les estimations) de 1 à 1,5 milliard de dollars. Cette somme aurait été fournie par la trésorerie de la holding, via le versement de dividendes aux actionnaires de LDH et par un emprunt de MLD de 475 millions de dollars. Ce prêt du Crédit Suisse contracté en 2015, et révélé en octobre 2016 par les documents officiels exigés par la législation néerlandaise sur les fondations, était garanti par les titres de LDH que détenait MLD. Il devait être remboursé en 2019 et 2020.

En septembre 2016, les actionnaires minoritaires (à l'exception d'une petite cousine de RLB qui détenait 3,4 % de LDH) annoncent vouloir exercer à nouveau leur option de vente. Au niveau de contrôle qui était le sien (environ 80 %), Margarita ne cherchait plus à acquérir les titres de LDH qu'elle ne possédait pas (16,6 %) mais, respectant la volonté de Robert Louis-Dreyfus et les contraintes de la fondation Akira, elle achète les actions de LDH que les membres de la famille souhaitaient monétiser. Les négociations sur la valeur des actions de LDH n'ont pas permis de trouver un prix acceptable par les deux parties. Le 3 novembre 2016, le *Wall Street Journal* a révélé que, faute d'accord, les actionnaires minoritaires (qui souhaitaient vendre leurs titres à la fondation Akira) ont assigné Margarita Louis-Dreyfus devant le tribunal compétent d'Amsterdam (Akira est une fondation de droit néerlandais), car elle s'opposait à la nomination d'un expert (comme le prévoyaient les statuts

d'Akira). La justice néerlandaise leur ayant donné raison, la présidente de LDH a fait appel de la décision du tribunal de première instance.

Le tribunal d'appel devait statuer le 26 septembre 2017 mais, au dernier moment, réflexion faite, la présidente de LDH a accepté la nomination d'un expert afin de procéder à un arbitrage sous l'égide de la Chambre de commerce internationale de Paris.

L'arbitrage fut rendu en février 2018, mais ses conclusions n'ont pas été portées à la connaissance du public. Le 27 septembre 2018, dans un article de Bloomberg, Jack Farcy, Javier Blas et Andy Hoffman mentionnaient que Margarita Louis Dreyfus avait jusqu'en décembre 2018 pour finaliser l'arbitrage qui valorisait aux alentours de 900 millions de dollars les 16,6 % du capital de LDH détenus par les actionnaires minoritaires. Trouver près d'un milliard de dollars n'était pas évident. En novembre 2018, une porte parole de LDH faisait savoir que MLD avait obtenu un prêt bancaire lui permettant d'acheter les titres des actionnaires minoritaires. Aucune autre information publique n'a été fournie sur le prêt et les conditions de l'achat des 16,6 % de LDH.

Cet achat a été finalisé le 25 janvier 2019. Un communiqué du 28 janvier 2019 de LDH confirme « that on 25 January, the Group's majority shareholder completed the buy-out of the minority shareholders who so desired. » Cette opération permet à la fondation Akira de détenir 96,6 % du capital de LDH, cette holding possédant environ 90 % du capital de LDC (les 10 % restant étaient détenus par les dirigeants de LDC). « The buy-out turns a page in the Group's history to a new and exciting chapter. [...] With a stable ownership structure in place, a clear strategy for our next growth phase and a strong management team, we are well positioned to write our next chapter and fulfill our purpose to create fair and sustainable value for the long term" (à l'aune des événements qui allaient suivre, nous avons là un bel exemple de langue de bois).

Ce conflit n'est pas anecdotique, car il a épuisé les ressources financières de LDC au moment où la société de négoce en avait le plus besoin.

4. L'instabilité managériale du groupe Louis Dreyfus depuis 2009

Au milieu de ces conflits, les dirigeants et les équipes opérationnelles de LDC eurent beaucoup de mal à trouver la sérénité indispensable à l'activité d'une société de négoce, au moment où devaient être mises en œuvre les décisions stratégiques imposées par MLD, lesquelles avaient contribué au départ de Jacques Veyrat. Rappelons l'évolution du groupe à

compter du décès de Robert Louis-Dreyfus et « la valse des CEO » qui a rythmé la vie de Louis Dreyfus de juillet 2009 à octobre 2020.

Jacques Veyrat prend en juillet 2009 la direction de LDC et préside la holding. Margarita Louis Dreyfus (MLD) siège au conseil d'administration de la holding, la maison mère de LDC.

En mars 2011, MLD accède à la présidence de Louis-Dreyfus Holding. Jacques Veyrat annonce en mars 2011 qu'il quittera le groupe Louis-Dreyfus dans les mois qui suivent. Serge Schoen est alors nommé directeur général de LDC. Depuis 2005, il était le responsable du négoce. Le 17 juin 2013, il annonce sa démission (effective au 30 juin) de la direction générale de LDC.

Encadré 1

La valse des CEO de Louis Dreyfus Company

Jacques Veyrat. Nommé CEO de Louis Dreyfus Holding et de Louis Dreyfus Company en juillet 2009, suite au décès de Robert Louis Dreyfus, il démissionne en mars 2011.

Serge Schoen. Nommé en mars 2011, il annonce sa démission le 17 juin 2013. Elle est effective le 30 juin 2013.

Ciro Echesortu. Nommé le 30 juin 2013, il démissionne en avril 2014.

Claude Ehlinger. Nommé CEO par intérim en avril 2014, un communiqué du 28 novembre 2014 annonce qu'il sera remplacé par Mayo Schmidt à compter du 5 janvier 2015.

Mayo Schmidt. Nommé CEO le 28 novembre 2014, il devait être opérationnel le 5 janvier 2015. Il annonce le 2 janvier 2015 qu'il renonce à cette responsabilité.

Claude Ehlinger. Il reprend son statut d'intérim.

Gonzalo Ramirez Martiarena. Annoncée le 18 septembre 2015, sa nomination est effective le 1^{er} octobre 2015. Il est écarté le 25 septembre 2018. Son renvoi prend effet le jour même.

Ian McIntosh. Nommé le 25 septembre 2018, il annonce son retrait le 10 juillet 2020. Il est effectif le 1^{er} octobre 2020.

Michael Gelchie. Nommé le 10 juillet 2020, il prend la responsabilité le 1^{er} octobre 2020.

Il est remplacé par Ciro Echesortu, à l'époque responsable du négoce de LDC. Serge Schoen rejoint la holding et demeure membre du conseil d'administration de LDC afin de faciliter la transition avec le nouveau directeur général.

En avril 2014, Ciro Echesortu quitte à son tour la direction générale de LDC. L'intérim est assuré par Claude Ehlinger, le directeur financier de LDC.

Constitué au lendemain de la démission de Ciro Echesortu pour trouver un nouveau directeur général, un comité de quatre membres (comprenant Margarita Louis-Dreyfus) annonce le 28 novembre 2014 qu'il a choisi Mayo Schmidt. Premier dirigeant recruté à l'extérieur du groupe Louis Dreyfus, l'ancien directeur général de Viterra (la société canadienne achetée par Glencore en mars 2012 pour 6,1 milliards de dollars) devait prendre ses nouvelles responsabilités le 5 janvier 2015. Le 2 janvier, un communiqué de LDC annonce que Mayo Schmidt ne rejoindra pas son poste. « Après une analyse plus détaillée des termes et conditions de la relation de travail planifiée, LDC et monsieur Schmidt ont décidé d'un commun accord de ne pas poursuivre leur engagement ». Les divergences n'ont pas porté (semble-t-il) sur la stratégie du négociant, mais sur la rémunération (ce qui serait étonnant car, avant d'annoncer publiquement la nomination d'un directeur général, le montant de sa rémunération est une question qui est généralement réglée) et sur la gouvernance (ce qui serait plus inquiétant). Faute de directeur général, Claude Ehlinger reprend l'intérim et Margarita Louis-Dreyfus repart à la recherche de la perle rare.

Le 18 septembre 2015, Gonzalo Ramirez Martiarena (alors responsable pour l'Asie de Louis Dreyfus Company) est nommé directeur général à compter du 1^{er} octobre. Margarita Louis-Dreyfus devient présidente non exécutive du conseil de surveillance de LDC. Claude Ehlinger est nommé directeur général adjoint de LDC et Sandrine Téran est promue directrice financière de LDC.

Gonzalo Ramirez Martiarena démissionne le 26 septembre 2018 « pour se consacrer à d'autres projets. » En réalité, le *Financial Times* révélera le 1^{er} avril 2019 (la date pourrait le faire croire, mais ce n'est pas un poisson d'avril) que le CEO de Louis Dreyfus a été « viré » pour avoir pris contact avec Glencore Agri, la coentreprise entre Glencore et deux fonds de pension canadiens (voir la monographie de Viterra), en vue d'un rapprochement ou d'une fusion. Le *Financial Times* suggère également que des contacts auraient été pris avec d'autres négociants. Il est curieux (reconnaissons le) que le CEO d'une société (Louis Dreyfus Company) contrôlée à plus de 90 % par sa maison mère (Louis Dreyfus Holding), elle-même contrôlée à près de 97 % par une seule actionnaire (Margarita Louis Dreyfus) puisse prendre contact avec des concurrents en vue d'une éventuelle collaboration ou d'une éventuelle fusion

sans avoir été invité à le faire ou, à tout le moins, sans avoir l'aval de cet actionnaire. Cet incident reflète, il n'y a aucun doute, un grave dysfonctionnement dans la direction de cette société.

Le 26 septembre 2018, Gonzalo Ramirez Martiarena est remplacé par Ian McIntosh, à l'époque le responsable de la stratégie de la société de négoce. Il annoncera le 10 juillet 2020 qu'il se retire en septembre 2020. Il est remplacé par Michael Gelchie qui devient le CEO de LDC à compter du 1^{er} octobre.

La valse est moins endiablée pour les CFO, mais elle est tout aussi réelle.

Encadre 2

La valse des CFO de Louis Dreyfus Company

Claude Ehlinger. Nommé CFO en juillet 2007, il devient directeur général adjoint en septembre 2015.

Sandrine Teran. Annoncée le 18 septembre 2015, la nomination de Sandrine Teran est effective le 1^{er} octobre 2015. Elle quitte le 27 juin 2016 ses responsabilités de CFO.

Federico Cerisoli. CFO de la région EMEA, il est nommé CFO par interim pour la société Louis Dreyfus Company à compter du 1^{er} juillet 2016.

Armand Lumens. Il prend la responsabilité de CFO le 1^{er} mars 2017 à la place de Federico Cerisoli qui est nommé CFO adjoint. Sa démission annoncée le 26 septembre 2018, en même temps que celle de Gonzalo Ramirez Martarena, est effective le jour même.

Federico Cerisoli. Nommé CFO le 25 septembre 2018, il sera remplacé le 18 décembre 2019.

Patrick Treuer. Il est nommé CFO le 18 décembre 2019, et conserve sa précédente responsabilité de chief strategy officer.

Une société de négoce a besoin d'un management solide et stable pour imprimer sa marque et développer une stratégie et une politique cohérente avec cette stratégie. La volatilité des CEO et des CFO de Louis Dreyfus est à rapprocher de la stabilité des dirigeants des deux plus importantes sociétés de négoce indépendantes.

Glencore a été créée sous le nom de Marc Rich + Co en 1974. Marc Rich a dirigé cette société de négoce de 1974 à 1994. Suite à un MBO, elle a troquée son nom pour celui de

Glencore. Elle fut dirigée par Willy Strothotte de 1994 à 2002 et par Ivan Glasenberg de 2002 à 2021.

Vitol a été créée par Henk Vietör et Jacques Deriger en 1966. Vietör l'a dirigée de 1966 à 1976 et Deriger de 1976 à 1990. Par la suite, les dirigeants furent Tom Vonk de 1990 à 1995, Ian Taylor de 1995 à 2018 et, depuis 2018, Russel Hardy.

On retrouve la même stabilité chez Trafigura, Mercuria, Gunvor, Cargill, etc.

Chez Louis Dreyfus, pendant que les CEO et les CFO se succèdent, les résultats financiers se dégradent régulièrement de 2010 à 2019 (voir le tableau 1 page 20 de cette monographie). L'année 2018 fut particulièrement désastreuse.

- Le résultat de l'arbitrage consécutif au conflit opposant MLD et les actionnaires minoritaires de LDH fut rendu en février 2018, mais rien n'a fuité. MLD qui, elle, le connaissait est à la recherche d'un financement proche du milliard de dollars pour acheter les 16,6 % du capital de LDH.
- En mai 2018, LDC a versé 411 millions de dollars de dividendes à la holding (LDH) alors que les profits nets (net income) de 2017 étaient inférieurs à cette somme et que l'activité de LDC au premier semestre 2018 n'était pas brillante. L'argument utilisé pour valider ces dividendes est assez spécieux en ce qu'il les justifie par les résultats de 2016 et 2017 (et pas uniquement ceux de 2017). Conséquence logique, en mai 2018, LDH verse à ses actionnaires (80 % du capital de LDH étaient détenus par Akira) des dividendes à hauteur de 350 millions de dollars.
- Ce versement n'étant pas passé inaperçu, MLD a fait savoir par sa porte parole qu'Akira n'utiliserait pas la fraction des 411 millions de dividendes versés aux actionnaires de LDC (en l'occurrence LDH à hauteur de 90 % et, au sommet de l'échafaudage, MLD, détentrice, par l'intermédiaire d'Akira, de 80 % de LDH) pour l'achat des 16,6 % du capital de LDH. « The Akira trust would not be using its portion of a \$411 million dividend to LDC shareholders this year to contribute to covering the cost of the share buyout. » (Reuters, novembre 2018). Quelle était la finalité des ces versements ? Très difficile à dire : remboursement du premier prêt de 475 millions de dollars ? contribution destinée à Biosev ?
- La situation du holding du groupe Louis Dreyfus est tendue, car les résultats financiers de LDC se dégradent depuis 2010. MLD, son principal actionnaire, est à la recherche d'un milliard de dollars et le holding doit

venir au secours de Biosev, sa filiale brésilienne, à hauteur d'un deuxième milliard de dollars (Notre intuition est que les journalistes, les analystes et les observateurs, de manière générale, n'ont pas suffisamment mis l'accent sur les difficultés de la filiale brésilienne du groupe Louis-Dreyfus, difficultés qui ont requis l'intervention financière de LDH son principal actionnaire).

- Le 7 novembre 2018, MLD fait savoir par un communiqué qu'elle a trouvé les ressources lui permettant d'acheter les 16,6 % du capital de LDH détenus par les minoritaires de la famille Louis Dreyfus. Plus tard, il fut révélé qu'il s'agissait d'un nouveau prêt du Crédit Suisse.
- Publiés le 8 octobre, les résultats financiers de LDC pour le premier semestre 2018 étaient mauvais. Le profit net déjà faible (160 millions de dollars) fut amputé de 60 millions suite à une opération de couverture de la marge de trituration de soja. Cette perte devait être toutefois annulée, une fois l'opération de couverture débouclée (ce qui fut le cas). Autre contrainte, LDC va prêter un milliard de dollars remboursable en 2023 pour que LDH vienne au secours de Biosev.
- Deux semaines avant la publication des résultats financiers du premier semestre, le CEO et le CFO de LDC ont donné leur démission, mais le communiqué l'annonçant précise que ces démissions n'étaient pas reliées aux résultats financiers qui allaient être prochainement révélés.

Cité dans l'article de Reuters du 8 octobre 2018, Jean-François Lambert résume la situation par une phrase lapidaire « Louis Dreyfus was going from bad to worrisome. »

5. Le recentrage de Louis Dreyfus Company sur son cœur de métier

Les décisions stratégiques prises en 2011/2012 de refuser toute alliance, de se recentrer (replier) sur le négoce des céréales, des oléagineux et des soft commodities, et de se diversifier dans des activités en aval des opérations de négoce eurent un impact sur la configuration de la société de négoce et son financement. Cet impact fut accentué par la recherche de liquidités qu'induisait l'achat par Akira (et, derrière cette fondation, Margarita Louis-Dreyfus) des titres de LDH vendus par les actionnaires minoritaires.

5.1. Le financement de Louis Dreyfus Commodities

Comme de nombreuses sociétés de négoce, mais le problème est accentué pour Louis Dreyfus, les fonds propres sont faibles et les besoins d'investissement élevés. Les fonds propres sont faibles car, avant d'être dirigé par RLD, Louis Dreyfus était un groupe familial aux allures d'un conglomérat. Dans un tel contexte toute augmentation des fonds propres par autofinancement, si elle était mise en œuvre, réduirait la distribution des dividendes.

Etabli en 2010/2011, le plan de développement de LDC pour les années 2011/2016 avait pour socle le recentrage sur les céréales et les soft commodities. Il avait prévu une hausse des dépenses en capital de 40 % par rapport à celles de la période 2006/2011. Cette augmentation étant indispensable pour renforcer la place de Louis Dreyfus dans le négoce des matières premières agricoles, il importait de trouver des ressources financières à long terme. Plusieurs possibilités furent envisagées. Faute de consensus à l'intérieur du groupe et/ou d'accord avec d'éventuels partenaires, l'idée de faire appel à un fonds souverain (ou à des investisseurs de long terme) ne fut pas retenue. Autre hypothèse abandonnée, le rapprochement avec un concurrent. L'introduction en bourse étant refusé par l'actionnaire, le recours à l'endettement et la vente des actifs qui n'étaient plus dans le cœur de métier furent les solutions qui restaient sur la table.

Réalisée en septembre 2012, la première émission faisait suite à l'échec de l'introduction en bourse, quelques semaines plus tôt, de la filiale brésilienne produisant et négociant du sucre et de l'éthanol, introduction qui était anticipée devoir fournir 550 millions de dollars. L'IPO a été reportée et les ressources (difficilement) obtenues furent bien inférieures à ce qui avait été initialement prévu.

Quand les fonds propres sont réduits et la rentabilité opérationnelle est faible, procéder à des emprunts renchérit les coûts de financement et place l'emprunteur sous le regard soupçonneux des analystes financiers et des investisseurs institutionnels qui ont acheté les titres obligataires. LDC est retourné sur le marché des capitaux en juillet 2013, décembre 2013, janvier 2017 et juin 2017 (Encadré 3). L'émission de janvier 2017 avait initialement été prévue en novembre 2016, mais le road show n'ayant pas révélé un grand enthousiasme pour les conditions proposées, Louis Dreyfus n'a pas procédé à l'emprunt qui avait été planifié en invoquant (comme très souvent dans un tel cas) les « conditions du marché ». Reportée en janvier 2017, l'opération s'est déroulée sans incident.

Encadré 3

Les émissions à long terme de Louis Dreyfus

- **Emission de septembre 2012**

350 millions de dollars d'obligations hybrides, subordonnées et perpétuelles, cotées à la bourse de Singapour. Ces titres sont à durée indéterminée mais, sous certaines conditions, l'emprunteur s'est réservé la possibilité de les rembourser par anticipation - Coupon 8,25 % - Placement privé - Visant les investisseurs suisses et asiatiques, cette émission fut sursouscrite trois fois - Citigroup, Credit Suisse et HSBC étaient conjointement chefs de file (joint lead managers) et teneurs du livre (book runners). L'option d'un remboursement anticipé que s'était réservée Louis Dreyfus Company fut levée le 12 septembre 2017. Le remboursement fut assuré par les fonds procurés par les emprunts de janvier et juin 2017 (voir ci-dessous).

- **Emission de juillet 2013**

400 millions d'euros de titres obligataires - Echéance 5 ans - Coupon 3^{7/8} % - BNP Paribas, ING, Natixis et Société Générale étaient les co-chefs de file.

- **Emission de décembre 2013**

500 millions d'euros d'obligations senior cotées à la bourse de Luxembourg - Echéance 7 ans - Coupon 4 % - Emission sursouscrite à hauteur de 1,8 milliard d'euros - BNP Paribas, Citigroup, Credit Suisse, HSBC étaient les co-chefs de file.

- **Emission de janvier 2017**

400 millions d'euros d'obligations senior négociées à la bourse de Luxembourg - Echéance 5 ans - Coupon 4 % - Le montant initial de 300 millions a été relevé à 400, car la demande des 250 investisseurs souhaitant acheter des titres atteignait 1,7 milliard d'euros - BNP Paribas, Crédit Agricole, Crédit Suisse et HSBC étaient conjointement chefs de file.

- **Emission de juin 2017**

300 millions de dollars d'obligations senior cotées à la bourse de Luxembourg - Echéance 6 ans - Coupon 5,25 % - Les ordres d'achat ont excédé 2,5 milliards de dollars - ABN Amro, HSBC, J.P. Morgan et Natixis étaient co-chefs de file.

- **Emission de novembre 2020**

600 millions d'euros d'obligations senior négociées à la bourse de Luxembourg - Echéance 5 ans - Coupon 2,375 % - Emission notée BB+ - Les ordres d'achat de

225 investisseurs institutionnels ont atteint 3,3 milliards de dollars - Les banques chefs de file étaient BNP Paribas, Citigroup, Crédit Agricole et ING.

5.2. Les désinvestissements de Louis Dreyfus

Les ventes d'actifs furent importantes et très significatives, car la société de négoce avait besoin de financement pour son propre développement et Margarita Louis Dreyfus (MLD) était à la recherche de liquidités pour acheter les titres de LDH vendus par les actionnaires minoritaires. La société de négoce avait d'autant plus besoin de financement que les dividendes versés par LDC à LDH étaient la principale source d'argent frais dont disposait MLD. Si tel n'avait été le cas, les dividendes versés à MLD par l'intermédiaire de LDH auraient été réinvestis dans LDC, ce qui aurait réduit le recours à des emprunts à moyen/long terme et, surtout, évité la liquidation du négoce de l'énergie et des métaux.

Quatre divisions (plateformes, dans le langage de Louis Dreyfus) ont disparu. La vente des divisions Engrais et Laiterie relevait d'une bonne gestion des actifs d'une société de négoce. Leur petite taille ne justifiait pas leur maintien dans le portefeuille de Louis Dreyfus d'autant que les perspectives de croissance étaient inexistantes. Leur vente n'a pas fourni beaucoup de ressources nouvelles. En revanche, les cessions de la filiale Energie (voir la monographie de Castleton Commodities International) et de la division Métaux furent des désinvestissements majeurs.

Comme le suggérait un article de Reuters du 4 octobre 2012, la vente de Louis Dreyfus Highbridge Energy doit être analysée à l'aune d'une recherche de financement. Ceci est encore plus vrai pour la division Métaux. Le problème est que les besoins de financement n'étaient pas ceux de la société de négoce, mais ceux de MLD.

5.2.1. La vente de la division Engrais et Intrants

Cette plateforme fut vendue en deux temps.

En juillet 2017, Helios Investment Partners, probablement le plus grand fonds d'investissement africain, a acquis les activités africaines de la plateforme Engrais et Intrants. Achetée par Louis Dreyfus en 2011, cette division était présente dans une dizaine de pays et son chiffre d'affaires annuel était d'environ 300 millions de dollars..

L'activité australienne de Fertilizers Inputs Distribution Business (chiffre d'affaires de 120 millions de dollars) a été vendue en décembre 2017 à Landmark Operations, la filiale australienne du groupe canadien Agrium. Elle avait été acquise en octobre 2013.

5.2.2. La vente de la division Laiterie

Le 16 janvier 2019, un communiqué de LDC avait annoncé que la division Dairy (elle était opérationnelle depuis 2009) serait vendue au cours de l'année, cette plateforme n'ayant pas la masse critique (sa contribution au chiffre d'affaires de LDC était d'environ 1 %) et nécessitait, de surcroît, beaucoup d'actifs circulants (*working capital*). La vente fut réalisée en 2019.

5.2.3. La vente de la division Energie

La vente de Louis Dreyfus Highbridge Energy (LDHE) s'est faite en deux temps. Le premier acte fut la cession en mars 2011 des actifs midstream de LDHE pour un montant proche de 2 milliards de dollars. Quand ils vendent des actifs (logistiques, de stockage, d'infrastructure) indispensables au négoce de matières premières, la pratique habituelle des négociants est de créer (si ce n'est déjà fait) une société détenue à 100 % et d'en vendre une partie par l'entremise d'une coentreprise (*joint venture*) en conservant une participation majoritaire (51 % en règle générale quand ils veulent garder le contrôle et la gestion) ou minoritaire (49 %, mais parfois moins, quand il s'agit d'actifs non stratégiques). Contrairement à cette pratique, LDHE n'a conservé aucune participation alors qu'il s'agissait d'actifs indispensables au négoce du gaz.

La vente en octobre 2012 de LDHE pour un montant non dévoilé, mais estimé aux environs d'un milliard de dollars fut le deuxième acte. On pouvait s'interroger à l'époque sur la pertinence de cette décision. Avec le recul, on comprend la raison de cette transaction. Vendre au quatrième trimestre 2012 la division Energie créée de toute pièce en 1997 et dégagant de bons résultats financiers avec une présence très significative dans le négoce physique du gaz est étrange quand on est le témoin du développement de Vitol, Trafigura, Mercuria, Glencore et Gunvor. La cession en mars 2011 des actifs midstream de LDHE était déjà un peu étrange, mais on pouvait imaginer, au moment où elle s'est produite, que la finalité de cette vente était de renforcer la division Energie de Louis Dreyfus (LDHE) et de financer son développement. *Ex post*, il apparaît que tel ne fut pas le cas. La vente de LDHE

fut présentée comme ayant pour objectif de financer le développement du cœur de métier de LDC (céréales, café, coton, etc.). Plus sérieusement, mais ceci est une hypothèse guère vérifiable à notre niveau (nous ne sommes pas un journaliste d'investigation), l'objectif de cette vente était de faciliter le financement par Louis Dreyfus Holding du rachat des parts minoritaires de la famille Louis Dreyfus. S'il s'agissait de financer le développement du cœur de métier du groupe Louis Dreyfus, huit ans plus tard, le résultat n'était pas probant. Castleton Commodities International, la nouvelle dénomination de LDHE, est en revanche une très belle réussite.

5.2.4. La vente de la division Métaux

Le 22 décembre 2017, LDC annonçait la vente de sa division Métaux à Natural Resources Investment Fund (NCLL). Cette transaction a été finalisée le 11 mai 2018 pour un montant de 466 millions de dollars, sa valeur comptable (book value) étant de 314 millions. NCLL était un fonds d'investissement privé géré par New China Capital Legend. Les investisseurs (limited partners) étaient AXAM et China Molybdenum (CMOC). Cotée à Hong Kong et Shanghai, CMOC avait acquis en 2016 les 56 % de Tenke Fungurume Mining une mine de cuivre et de cobalt que possédait Freeport en République démocratique du Congo. Cet achat en avait fait un concurrent de Glencore pour la production de cobalt.

Officiellement, la vente de la division Métaux avait pour objectif de libérer du capital afin d'investir dans les céréales, les oléagineux et les activités constituant le cœur de métier de LDC. C'est peut être vrai, mais la recherche de fonds destinés au rachat des titres des actionnaires minoritaires de LDH a certainement joué un rôle important dans cette cession.

L'activité Métaux était l'une des plus rentables, et peut-être la plus rentable, des 11 divisions de la société. Par son intermédiaire, LDC était le troisième négociant international de métaux industriels, loin derrière Glencore et Trafigura, mais le troisième malgré tout. LDC était l'un des plus importants traders de concentrés de métaux (cathodes de cuivre, zinc, plomb) et de blister (acier boursouflé), et un négociant important (4^e ou 5^e) dans les métaux raffinés (cuivre, zinc, aluminium et nickel). Ces résultats furent obtenus en 11 ans seulement, le négoce des métaux de Louis Dreyfus ayant débuté en 2006. Cette entité de LDC était présente dans 15 pays et employait 200 collaborateurs. Elle était bien implantée en Chine, ceci pouvant expliquer la personnalité du fonds qui l'a racheté.

Si l'on se place au seul niveau de Louis Dreyfus Company, la cession de Louis Dreyfus Highbridge Energy et la vente de la division Métaux étaient des transactions peu compréhensibles (c'est un euphémisme de le dire).

6. L'arrivée du fonds d'Abou Dhabi

Bien qu'ayant recours à des méthodologies différentes, les analyses financières ont conclu que la valeur de LDC a chuté d'environ 50 % entre 2010 et 2020. A la mort de Robert Louis Dreyfus, MLD détenait 51 % de LDH par l'intermédiaire de la fondation Akira. Les actionnaires détenant le solde de 49 % étaient membres de la famille Louis Dreyfus. Le 25 janvier 2019 (10 ans plus tard) Margarita Louis-Dreyfus détenait près de 97 % d'une société dont la valeur avait baissé de 50 %. Elle était par ailleurs endettée à l'égard du Crédit Suisse et, pour obtenir ce prêt, elle avait donné en gage les actions de LDH qu'elle détenait. Où est l'erreur ?

Le 3 mai 2019, Ian Mc Intosh a donné une interview à Bloomberg dans laquelle il révélait que le groupe Louis Dreyfus (en fait, Margarita Louis Dreyfus) discutait avec des investisseurs de l'éventuelle cession d'une participation au capital de LDC, ce qui ouvrirait la porte à un partenaire extérieur, une première dans l'histoire de Louis Dreyfus. La raison officiellement avancée était de financer le développement de Louis Dreyfus dans les marchés émergents à forte croissance. La réalité est évidemment plus prosaïque. Il fallait renflouer MLD.

Le 11 novembre, LDH (dans les faits, Margarita Louis Dreyfus) a signé un accord avec ADQ (la nouvelle dénomination d'Abu Dhabi Developmental Holding Company, un important fonds d'investissement des Emirats Arabes Unis) pour lui vendre une participation indirecte représentant 45 % du capital de LDC. Le prix de la transaction n'a pas été révélé. Une fraction du produit de cette transaction, soit 800 millions de dollars "will be invested into LDC to support the pursuit of the company's long term business plan and strategy, including the acceleration of strategic investments." *Ex post*, il semblerait que cette somme fut consacrée au remboursement d'un prêt d'un milliard de dollars que LDC avait accordé à LDH deux ans auparavant, très probablement pour venir en aide à Biosev, la filiale brésilienne de LDH. Cette somme n'était pas une nouvelle injection d'argent, mais le versement d'un dû. Le solde de la transaction entre LDH et ADQ a très probablement permis à MLD de rembourser tout ou partie de l'endettement qu'elle avait contracté auprès du Crédit Suisse pour acheter les titres de LDH vendus par les actionnaires minoritaires de la holding du groupe Louis Dreyfus.

Le montant de cet endettement ne peut qu'être estimé, car il y a eu deux emprunts (475 millions de dollars en 2015 et environ 1 milliard en 2018) et nous ne connaissons pas les modalités de remboursement.

Le 12 novembre 2020, au lendemain de la transaction, MLD ne détenait plus 96,6 %, mais 55 % de LDC, une société dont la valeur avait baissé d'environ 50 % depuis 2010, et l'autre actionnaire à hauteur de 45 % n'était pas un membre de la famille Louis Dreyfus, mais ADQ, un investisseur patient disposant de ressources très importantes qui a du investir au moins 1,5 milliard de dollars, une somme trop importante pour avoir envie de la perdre et qui devrait être plus difficile à MLD d'éliminer qu'il ne le fut pour elle se débarrasser en 2009 de Jacques Veyrat, dont on se souvient qu'il avait été adoubé de son vivant par RLD. Où est l'erreur ?

En 2020, LDC est un négociant qui :

- produit un chiffre d'affaires de 33,6 milliards de dollars,
- possède des bureaux et des implantations dans 55 pays,
- intervient dans une centaine de pays,
- transporte 79 millions de tonnes de matières premières,
- effectue des dépenses d'investissement de 413 millions de dollars,
- réalise près de 10 % du marché mondial des matières premières agricoles.

Conséquence de l'émission depuis septembre 2012 d'emprunts cotés sur des marchés boursiers, Louis Dreyfus publie des informations financières comparables à celles d'une société dont les actions sont cotées sur un marché boursier. Les principales données financières de Louis Dreyfus Commodities sur la période 2012/2019 sont reproduites au tableau 1. On peut en tirer quatre conclusions.

- Les résultats opérationnels chutent de 1 781 à 956 millions de dollars entre 2014 et 2019.
- L'income before tax est en baisse régulière et très accentuée. Il chute de 970 à 317 millions de dollars entre 2012 et 2017
- Le profit net (net income) est en baisse régulière et très accentuée. Il passe de 1 100 à 230 millions de dollars entre 2012 et 2019.
- Le montant annuel des investissements qui avait dangereusement baissé de 689 à 271 millions de dollars entre 2013 et 2017 s'est repris pour atteindre 413 millions de dollars en 2019.

Cette baisse des principaux indicateurs financiers se fait dans le cadre d'une augmentation des quantités négociées. Le volume transporté s'est élevé de 70 à 79 millions de

tonnes entre 2012 et 2019. Chez Louis Dreyfus, on travaille plus pour gagner moins, ce qui reflète une baisse des marges commerciales. En chute depuis 2010/2012, les résultats financiers de 2020 ont marqué un temps d'arrêt et, espérons le, une reprise, avec des profits nets annuels de 382 millions de dollars pour un chiffre d'affaires de 33,6 milliards de dollars.

Au-delà des résultats financiers, plusieurs informations furent particulièrement décevantes pour le groupe Louis Dreyfus. Evoquons la plus « douloureuse. » Fin août 2017, David Ohayon, le directeur mondial des céréales, Lamprakis Lazos, le responsable des activités de Louis Dreyfus en Ukraine et dans les Balkans, et plusieurs opérateurs de l'équipe de trading des céréales européennes (le vrai cœur de métier de la société de négoce) ont quitté Louis-Dreyfus.

Tableau 1
Les principales données financières de Louis Dreyfus

Année	Ventes nettes Net sales	Segment operating results	Income before tax	Net income group share	Tonnage transporté Volume shipped	Total du bilan Total assets	Dépense en capital	Ebitda	Ajusted net gearing
2010	44,7			962					
2011	57,7			875	65	18,0			
2012	57,1			1 100	70	19,1	652		0,59
2013	63,6			640	77	19,2	689		0,62
2014	64,7	1 781	837	648	80	19,4	592		0,68
2015	55,7	1 356	416	211	81	18,6	420		0,66
2016	49,8	1 167	365	305	81	19,8	354	830	0,57
2017	43,0	1 057	405	317	81	20,4	271	932	0,51
2018	36,5	1 330	402	355	78	18,3	329	1048	0,63
2019	33,6	956	295	230	79	19,5	413	836	0,54
2020	33,6	1559	620	382	ND	23,3	306	1324	0,48

Unités : col. 1, 6, 8 : milliard de dollars ; col.2, 3, 4, 7 : million de dollars ; col. 5 : million de tonnes

Source : Louis Dreyfus, rapports annuels

Sources documentaires

Louis Dreyfus Company : Site Internet ; Communiqués de presse.

Commodafrica, “Louis Dreyfus cède sa branche Engrais dédiée à l’Afrique à Hélios Investment Partners,” 25 juillet 2017.

Farchy J., Blas J., Hoffman A., “Louis-Dreyfus Gets December Deadline to Buy Out Family Members”, *Bloomberg*, September 27, 2018.

Hoffman A., Blas J., “Margarita Louis Dreyfus Secures Financing to Buy Out Family”. *Bloomberg*, November 7, 2018.

Hoffman A., Chang A., Almeida I., “Louis Dreyfus in Talks to Sell Equity Stakes to Key Partners”, *Bloomberg*, May 3, 2019

Hume N., “Louis Dreyfus profits rise on oilseed volatility », *Financial Times*, March 25, 2019

La Hamaide (de) S., Miles T., « Des ex-traders de Louis-Dreyfus lancent leur propre société », *Reuters*, 4 octobre 2017.

Reuters Staff, « Louis Dreyfus veut faire entrer des partenaires à son capital, selon Bloomberg », *Reuters*, 3 mai 2019.

Reuters, “Margarita Louis-Dreyfus seals share buyout at commodity trader”, *Reuters*, January 28, 2019.

Reuters Staff, “Louis Dreyfus top shareholder gets finance to buy out minorities”, *Reuters*, November 7, 2018

Trompiz G., “Louis Dreyfus sees tough year as trade war, swine fever hit profit”, *Reuters*, October 7, 2019

Trompiz G., “Louis Dreyfus gets soybean boost from trade war”, *Reuters*, March 26, 2019.

Trompiz G., “Louis Dreyfus results to gauge turnaround effort, trade war fallout”, *Reuters*, March 22, 2019.

Trompiz G., “Louis Dreyfus profit slides as soy hedging adds to challenge”, *Reuters*, October 8, 2018.

Trompiz G., “Louis Dreyfus CEO, finance chief quit in latest shake up”, *Reuters*, September 25, 2018.

Trompiz G., « Louis Dreyfus remanie encore sa direction, départ du directeur général », *Reuters*, 25 septembre 2018.

Trompiz G. “Louis Dreyfus sees recovery after two year profit slide”, *Reuters*, 3 avril 2017