



ÉCOLE DE PENSÉE SUR LA GUERRE ÉCONOMIQUE

Guerre de l'information, manipulation des cours de bourse et sécurité économique : Le cas Muddy Waters vs Solutions 30

Nicolas Moinet

Professeur des universités à l'IAE de Poitiers

Depuis la chute du mur de Berlin et la fin annoncée (et finalement reportée) de la guerre froide, se sont développés dans la sphère économique des concepts majeurs qui ont donné lieu à de très nombreux ouvrages ou articles tant académiques que professionnels : la sécurité économique (Delbecq & Giqueaux, 2017), la guerre de l'information et de la connaissance (Harbulot & Lucas, 2001), l'influence et ses notions associées de Soft Power, Smart Power, ou Sharp Power (François & Zerbib, 2015) et, bien entendu le renseignement d'intérêt économique qui a pris une nouvelle dimension avec le retour sur la scène politique de la question de la souveraineté (Moinet 2021). S'appuyant sur des prodromes parfois anciens, ces praxis se sont développées et renouvelées en suivant les quatre ruptures de la société en réseaux (Massé & Thibault, 2001) : la rupture méthodologique d'une globalisation qui nous fait entrer dans une économie de la relation et de l'interface ; la rupture technologique qui fait éclater les unités de temps de territoire, de fonction, de direction qui avaient structuré notre histoire ; la rupture quantitative fondée sur l'abondance et non plus sur la rareté ; enfin, la rupture qualitative liée à économie de l'immatériel dont le fonctionnement est à l'opposé de celui de l'économie matérielle (qualitatif versus quantitatif). Selon l'économiste Guy Massé, ces ruptures entraînent des mutations anthropologiques et sociétales : nouvelles approches du temps, de l'espace, des choix, des relations...

En France, ces praxis, entre ruptures et syncrétisme, ont été regroupées sous le vocable d'intelligence économique (Harbulot, 1992 ; Martre, 1994), une notion floue aux contours incertains (Moinet, 2010) qui s'est développée selon quatre axes (Bulinge & Moinet, 2013) : la compétitivité économique, la sécurité économique, la diplomatie économique et la guerre économique.

Les quatre courants de l'IE

| Guerre économique | Sécurité économique | Compétitivité économique | Diplomatie économique |
|--|---|--|--------------------------------------|
| Interétatique | Intra-étatique | Public-privé | Trans-étatique |
| Volonté de puissance géostratégique | Défense des intérêts nationaux | Néolibéralisme et mondialisation maîtrisée | RSE et développement durable |
| La guerre par d'autres moyens | La défense comme stratégie | La compétitivité comme règle | La raison comme langage |
| Conflictualité assumée | Conflictualité subie | Conflictualité non assumée | Conflictualité négociée |
| Renseignement étatique comme modèle d'IE | Le renseignement étatique comme rempart | Une IE à géométrie variable | L'IE comme écologie de l'information |

Source : Bulinge & Moinet, 2013

Or, pour des raisons liées à son histoire et à son système politico-administratif, en France, ce sont les courants de la sécurité économique et de la guerre économique qui sont aujourd'hui les plus actifs. Néanmoins et contrairement aux États-Unis, le pays de Colbert reste cloisonné et ces deux courants fonctionnent encore trop souvent en silos, au risque pour la France de saborder sa puissance (Harbulot, 2014), par manque de vision stratégique et de coordination dans la conception et la conduite des actions. À l'inverse, l'État américain et les acteurs privés (entreprises, cabinets d'audit et de conseil, Think Tank et fonds d'investissement) ont mis en place depuis Bill Clinton une véritable politique dite de sécurité économique qui, sous couvert de défense du libre-échange mène une stratégie de suprématie économique particulièrement offensive (Laïdi, 2016 & 2019).

La prédation économique est, par exemple, un sujet central qui en France a donné lieu à un véritable choc psychologique suite au rachat d'Alstom Power par General Electric sur fond d'extraterritorialité du droit américain et de pratiques particulièrement agressives (Coussi, Moinet, 2019). Mais si certaines de ces pratiques choquantes sont bien connues et étudiées, d'autres restent sous-évaluées en termes de guerre économique, en dépit de leur fréquence et de leur médiatisation au titre de l'actualité économique.

C'est notamment le cas de la guerre de l'information dans le domaine de la finance dès lors que l'on se situe à la croisée de la sécurité et de la guerre économique avec pour objectif la chute d'un cours de bourse.

1. Guerre de l'information et déstabilisation financière

Selon Christian Harbulot (2001), les opérations de guerre de l'information se répartissent dans le domaine économique selon trois dominantes complémentaires en termes d'objectifs de modalités :

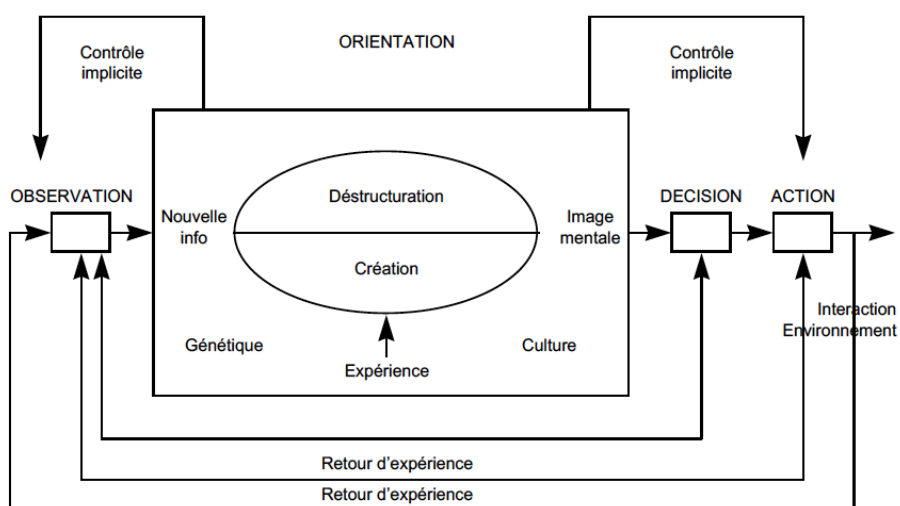
- La tromperie : désinformation, manipulation, discrédit...
- La contre-information : identification des points faibles de l'adversaire, exploitation de ses contradictions, utilisation de l'information vérifiable ...
- La résonance : optimisation des caisses de résonances, création et exploitation de réseaux d'influence, animation des forums de discussion... ».

Les marchés financiers constituent un champ de manœuvre idéal pour la mise en œuvre des approches : propagation de rumeurs et de « fake news » (Aït-Kacimi, 2018) mais aussi véritables déstabilisations informationnelles (De Maison Rouge, 2020) et batailles communicationnelles à grands coups de communiqués de presse, de « Profit Warning » et de relais médiatiques (Bonin, 2017). Une palette large d’actions qui visent toujours à paralyser l’adversaire et à accroître sa propre agilité suivant la dynamique décrite par la boucle OODA (Boyd, 1976)

1.1. La boucle OODA appliquée à la chute du cours en bourse

À l’origine du couple agilité/paralysie et de la boucle OODA se trouvent notamment les idées de John Boyd, un pilote de chasse qui devint spécialiste en manœuvres dites de transitions rapides. Ces manœuvres ont comme principale caractéristique la capacité de changer rapidement la direction et le type de mouvements opérés par un ou plusieurs avions face à un ou plusieurs autres. Pour Boyd, l’observation de ces manœuvres fut essentielle dans les réflexions stratégiques qu’il tenta de développer après la guerre de Corée. Surtout, Boyd a fait évoluer son concept de la manœuvre aérienne tactique vers une théorie plus générale prônant la prise d’ascendant sur un adversaire par une agilité mentale supérieure, au terme d’une dialectique de déstructuration et de création des données opérationnelles. Un processus qui, pour une situation donnée, prend en compte de nombreuses hypothèses et points de vue, les décompose (analyse), puis recherche parmi les éléments ainsi séparés ceux qui naturellement se trouvent connectés selon un ordre de degré supérieur à l’ordre précédent, c’est-à-dire, un niveau de synthèse plus élevé dans la compréhension de la situation initiale. Comme résultat de ces réflexions, Boyd propose la représentation des principes des manœuvres de transition rapide dans une boucle théorique qu’il appelle OODA (Observation – Orientation – Décision - Action).

La boucle OODA selon John Boyd



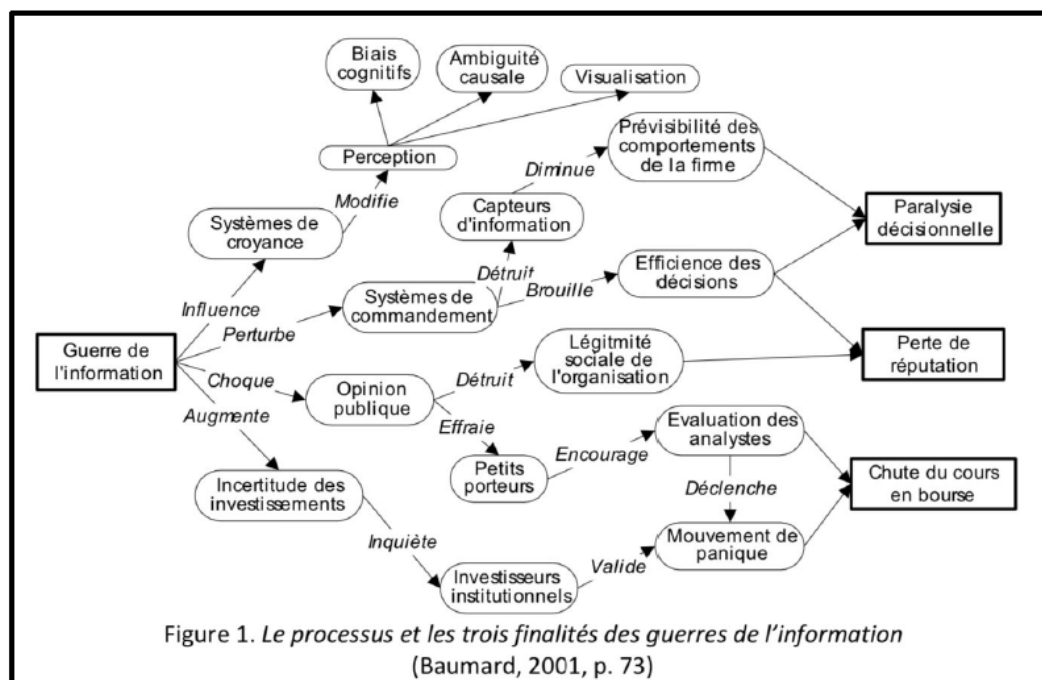
Source : David. S. Fadok, 1998, p36.

Dans un monde conflictuel, complexe et en permanente évolution, la capacité d'orientation, qui allie rapidité et efficacité, est essentielle. C'est-à-dire, explique David S. Fadok, « que nous devons développer rapidement et précisément des images mentales, ou des schémas, nous aidant à comprendre et à faire face au large éventail des événements menaçants ou non qui surviennent ». Nous sommes alors en face d'un double processus de déstructuration (analyse) et de création (synthèse). « Les images mentales que nous construisons, continue Fadok, sont façonnées par notre expérience personnelle, notre héritage génétique et les traditions culturelles. En fin de compte, elles influencent nos décisions, nos actions et nos observations. » C'est pourquoi Boyd prétend que l'orientation est la partie la plus importante de la boucle OODA. Si la paralysie stratégique peut trouver son origine dans une action adverse (dans le monde des affaires par le débauchage de personnes clés, l'attaque en justice, ou une déstabilisation médiatique...) elle peut naître également d'une décision déconnectée de toute vision stratégique pertinente du problème. Dès lors, l'action (A), quatrième phase de la boucle, est perturbée par l'incomplétude des phases précédentes: désorientée (O), aveuglée (O), confuse (D). Toute la question est donc de mettre en œuvre un dispositif intelligent susceptible de réduire la cécité (O), d'offrir des repères (O) pour la prise de décision (D) et de favoriser la concentration des efforts (A). Mais s'il manque de vision stratégique, ce même dispositif peut réduire le champ de vision (O), stériliser l'initiative (D) par l'effet de dissonances ou de biais cognitifs (O) et réduire d'autant la liberté d'action (A) et donc l'efficacité et l'efficience du système. C'est cette logique que l'on retrouve dans le schéma proposé par Philippe Baumard sur la guerre de l'information.

D'après Philippe Baumard (2001), les déstabilisations à travers l'information, dans le cadre global de la guerre de l'information qui caractérise l'affrontement économique, notamment dans le champ financier, ont trois objectifs :

- la paralysie décisionnelle ;
- la perte de réputation auprès de l'opinion mais également des investisseurs institutionnels, des marchés financiers et des partenaires ;
- la chute du cours en bourse.

Ces stratagèmes de déstabilisation touchent particulièrement les systèmes de croyance, de commandement et l'opinion publique.

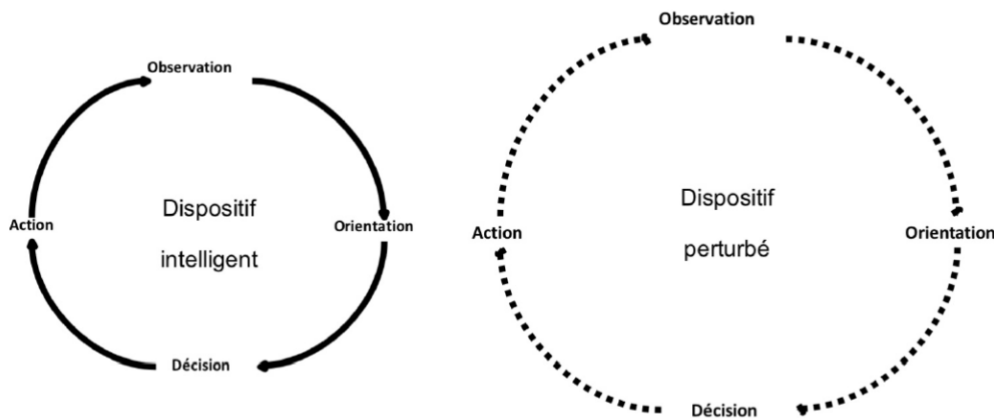


Pour John Boyd, donc, être capable de maîtriser le cycle OODA chez soi (optimiser son agilité) tout en attaquant le même cycle chez l'adversaire (dégrader son agilité, rechercher la paralysie) permet d'atteindre la victoire. Pour Boyd, le succès dans un conflit s'obtient donc en « se glissant à l'intérieur » de la boucle OODA adverse, tout en minimisant la probabilité ou la portée d'une action similaire de la part de celui-ci. Deux voies complémentaires s'ouvrent alors au stratège :

- minimiser les frictions à l'intérieur de son propre camp par l'initiative et l'harmonie de la réponse ;
- maximiser la friction chez son adversaire grâce à l'emploi de réponses diversifiées et rapides.

Le recours à des processus de guerre de l'information (Harbulot, cf. supra) permet d'optimiser la logique OODA, caractérisée par cet antagonisme agilité/paralysie. Ainsi, si l'acteur « A » réussit à dégrader la qualité, voire le fonctionnement de la boucle OODA de l'acteur « B » par des « frappes informationnelles » (que ce soit avec des informations véridiques, comme avec des informations tronquées voire forgées) sur ses centres de connaissance et de compréhension (observation) et sur ses centres de commandement et de communication (orientation et décision), il dégrade la capacité d'action de « B », et obtient sa paralysie. En revanche, l'optimisation de sa propre boucle OODA, en améliorant sa compréhension de la situation (et notamment des faiblesses adverses) (O, O), en le prémunissant contre les actions similaires de l'adversaire avec un temps d'avance (contre-information, discrédit...), lui permet de décider (D) et d'agir (A) au moment et sur les sujets de son choix (choix de l'espace et du temps), ce qui lui garantit la maîtrise de sa liberté d'action, autrement dit une agilité supérieure à celle de l'opposant.

La relativité des boucles OODA



Source : N. Moinet, 1999

Cette grille de lecture dynamique permet, par exemple, de mieux comprendre le *modus operandi* de certaines OPA hostiles. Alertés, les patrons des entreprises cibles n'ont su ni gagner en agilité, ni dégrader celle de leur assaillant. Ce fut ainsi le cas d'Arcelor face à Mittal, d'Aventis face à Sanofi ou de Pechiney face à Alcan. Une série de défaites qui vaudra même aux entreprises disparues un article au vitriol dans le quotidien *Les Échos* sous le titre sans appel « Les aveugles, les sourds et les muets du CAC 40 » (Coville, 2006). Une grille d'analyse qui peut également être appliquée à la paralysie de l'État français face aux attaques judiciaires américaines à l'encontre de ses entreprises nationales : Technip, Alcatel, BNP Paribas, Crédit Agricole, Société Générale ou plus récemment Alstom (Coussi & Moinet, 2019).

La question est dès lors celle d'une sécurité économique active qui comme politique d'État visant à protéger et à promouvoir les intérêts stratégiques d'une nation, soit en mesure de rendre son dispositif agile tout en paralysant celui de l'adversaire dans une véritable logique commando (Chauvancy & Moinet, 2022), caractérisée notamment par la prise d'initiative permanente, le caractère « court » des boucles décisionnelles, la désinhibition en matière de modes d'action innovants, la furtivité et la dilution, l'effet de surprise. Dans son volet défensif, la sécurité économique regroupe les activités de protection du patrimoine, de délimitation des périmètres industriels et technologiques critiques et de lutte contre les activités de renseignement économique étrangères. Dans une perspective offensive, il s'agit notamment d'accompagner le développement à l'international des firmes (appui et influence globale). Mais pour allier les deux, la sécurité économique d'une nation doit se construire sur une forte synergie public-privé comme le démontre le dispositif mis en place par les États-Unis (Carayon, 2003). Son efficacité réside notamment dans sa capacité à conjuguer deux dimensions : l'une, réactive, consistant à entraver toute prédation économique venant d'une puissance étrangère. L'autre, pro-active, visant à prendre des positions de manière très offensive afin d'assurer ou d'accroître sa suprématie stratégique (D'Aveni, 2008). Dans les deux cas, les moyens classiques tels le droit (Laidi, 2020) ou les raids financiers sont appuyés par des manœuvres de déstabilisation informationnelle alliant des acteurs publics et privés (Harbulot, 2019).

Afin d'illustrer ces deux dimensions, et l'intérêt d'une analyse fondée sur la boucle OODA, nous prendrons deux exemples « miroirs » marquants.

- Celui, à titre d'ébauche et d'introduction au second cas, d'une opération de fusion-acquisition d'initiative française, tentée sur un acteur privé américain, qui tourne à l'échec à cause de l'intervention de la puissance publique US, au titre de ses prérogatives de sécurité économique, dans le cadre plus global d'une stratégie de puissance (Moinet, 2003) s'insérant dans une dynamique assumée de guerre économique (cf. Fig. 1). Car si le cas de la fusion Alcatel-Lucent en 2006 a bien été étudié sous l'angle de la guerre économique (Brouiller, 2018), les méthodes utilisées lors de la première tentative de fusion avortée en 2001 méritent d'être éclairées devant la généralisation de ce type de manœuvres. Emblématique, l'échec de cette fusion montre bien le lien qui peut exister entre une politique de sécurité économique active (États-Unis) et une opération de guerre de l'information visant la chute du cours de bourse d'une société.
- Celui, plus développé et récent, d'une opération de déstabilisation par l'information d'un acteur européen, sur les marchés financiers français, selon toute vraisemblance menée, au moins partiellement, par un acteur américain spécialisé, afin de favoriser des gains spéculatifs par la vente à découvert, selon des modalités qui auraient pu justifier l'intervention des autorités *ad hoc* sous l'angle de la sécurité économique. Ce second cas fera l'objet de notre partie 2 et est donc au cœur de cette recherche car l'accessibilité des sources secondaires à disposition permet d'en faire un objet d'étude scientifique.

1.2. L'échec emblématique de la première fusion Alcatel-Lucent

En pleine restructuration et après un premier trimestre 2001 catastrophique (3,7 milliards de dollars de pertes), l'équipementier de télécoms Lucent se dit prêt à vendre sa branche optique (Arnaud, 2001). En mai 2001, bien au-delà du simple rachat d'une branche, c'est une fusion dont il s'agit désormais : Alcatel et Lucent Technologies pourraient bientôt ne faire qu'un. Mais cette fusion

d'égaux s'annonce semée d'embûches car « *Vu des États-Unis, on ne verrait pas forcément d'un bon œil le passage sous contrôle étranger d'un groupe dont certaines des activités, notamment celles de ses laboratoires de recherche Bells Labs, sont jugées très sensibles pour la sécurité nationale. Robert Toricelli, le sénateur démocrate du New Jersey, où se trouve le siège de Lucent, a d'ailleurs mis en garde le groupe américain.* » (Mauduit, 2001) Mais surtout, en élargissant sa présence aux États-Unis, la fusion ferait d'Alcatel un leader mondial en lui permettant de diffuser plus largement ses produits phares comme ses équipements pour l'Internet Haut débit. Or, faut-il rappeler que la maîtrise du réseau des réseaux est un enjeu stratégique pour les États-Unis ? Il n'est donc pas étonnant que l'administration américaine prenne appui sur les risques liés à l'absorption de Lucent et fasse examiner la fusion à la loupe par un des gendarmes américains de la concurrence : le Comité des investissements étrangers aux États-Unis (CFIUS – *Committee on Foreign Investment in the United States*). Dirigé par le secrétaire du Trésor, ce comité rassemble les hauts responsables d'une dizaine d'agences fédérales, dont la NSA. Réuni le 20 mai 2001, le CFIUS se serait alors employé à sensibiliser les principaux acteurs aux risques liés à cette fusion. Coïncidence ? Lors d'une réunion secrète à Paris, le camp français s'aperçoit que des fuites ont été orchestrées dans le *Wall Street Journal* afin d'expliquer que contrairement à ce qui est annoncé, il ne s'agit pas d'une fusion entre égaux. Alcatel est déstabilisée et le marché sanctionne ses visées sur Lucent. Cet article suit de quelques jours un article du *New York Times* qui avait également fait chuter le titre. Résultat : alors que la direction de Lucent était encore partagée entre les tenants de la fusion et ceux de l'indépendance, le premier camp n'est désormais plus en mesure de faire passer son point de vue. Et finalement, le mariage n'aura pas lieu, du moins pas tout de suite...

La meilleure défense étant l'attaque, la déstabilisation du cours de bourse d'Alcatel permet donc au dispositif de sécurité américain d'allonger la boucle OODA de l'entreprise française et de paralyser son action. Dans le même temps, la stratégie d'Alcatel de ne pas traiter Lucent sur un pied d'égalité en lui permettant de bénéficier d'une représentation équilibrée au conseil d'administration révèle une vision décalée (la fameuse image mentale de la phase d'Orientation) quand on connaît l'importance stratégique de l'entreprise américaine (Observation défailante ?).

Mais la prédation économique et l'usage de tactiques relevant de la guerre de l'information et visant une déstabilisation financière sur les marchés ne se limite pas à la guerre économique entre États, et des acteurs privés de taille modeste peuvent y recourir de manière redoutable. C'est le cas de certains fonds d'investissement dits activistes aux méthodes particulièrement offensives. Découvertes à l'occasion de l'affaire Casino, ces méthodes restent d'autant plus efficaces que l'agilité du fonds activiste paralyse un dispositif peu alerte et loin d'être en capacité de parer la déstabilisation informationnelle. Au risque de fragiliser durablement une société cotée.

2. Le cas Muddy Waters vs Solutions 30 ou la VAD transformée en champ de bataille informationnelle

Afin d'illustrer l'usage par un fonds dit « activiste » de la boucle OODA, dans un contexte de guerre de l'information à l'origine de la chute du cours de bourse d'une entreprise, analysons le cas Muddy Waters vs Solutions 30. L'objectif est de préciser les mécanismes en jeu et plus particulièrement les relations entretenues entre les différents protagonistes pour, *in fine*, en dévoiler la dimension du couple agilité/paralysie stratégique susceptible d'émerger au cours du processus.

2.1. Présentation du cas¹

Solutions 30 (S30) est une société européenne dont le siège social est situé à Luxembourg. Son activité consiste à proposer aux opérateurs de services numériques l'externalisation de services de proximité (installation, maintenance, mise à niveau) au profit des clients terminaux, particuliers et entreprises. À l'origine centrée sur le dépannage informatique des particuliers à l'occasion de la mise en place de l'ADSL au début des années 2000, Solutions 30 a progressivement proposé ses services, selon la même logique, à de grands opérateurs de secteurs connexes : énergie (compteur Linky, bornes de recharge pour véhicules électriques...), sécurité (contrôle d'accès...), Internet of Things (IoT), d'abord en France, puis dans les pays limitrophes et jusqu'en Pologne. L'un des principaux marchés actuels est l'installation de la fibre optique. La progression de S30 en termes de résultat est fulgurante et quasi exponentielle, avec des croissances à deux chiffres sans discontinuer depuis 2005. Depuis 2009, le développement de l'entreprise repose pour moitié sur une logique de croissance organique, avec la multiplication des clients au fil des années, et pour moitié sur une stratégie de croissance externe, avec le rachat des petites entreprises proposant des offres similaires, pour développer le maillage territorial de l'activité. Aujourd'hui Solutions 30 représente un CA de presque un milliard d'euros, et un réseau de 15.000 personnes, pour moitié salariées et pour moitié sous-traitantes. La France représente 60% du CA, avec une croissance annuelle de 50%, par multiplication des clients, mais les ambitions de l'entreprise se tournent vers l'Europe, avec des contrats avec les grands opérateurs et des rachats d'entreprises, en Italie, au Benelux, en Allemagne ou encore en Grande-Bretagne.

Muddy Waters Research² est une société de recherche et d'investissement qui a été fondée par Carson Block, un vendeur à découvert américain. Elle tient son nom du proverbe chinois « Les eaux boueuses facilitent la pêche. » En d'autres termes, l'opacité crée des opportunités de gagner de l'argent. Muddy Waters Research est disponible en tant que service de souscription pour les investisseurs institutionnels mais aussi pour des missions de due diligence confidentielles. Notons que la firme de San Francisco refuse l'appellation de cabinet de recherche, puisque ses analyses sont toujours gratuites. Elle a commencé à accueillir des capitaux extérieurs fin 2015, en ouvrant deux « Hedge Funds ». Son terrain de jeu favori est actuellement l'Asie et notamment la Bourse de Hong-

¹ Outre les sites web des protagonistes, leurs différentes pages, leurs communiqués de presse, les interventions de certaines parties prenantes sur les réseaux sociaux, de multiples sources ont été consultées pour recueillir l'information ouverte sur ce cas. Ces sujets ont fait l'objet d'une couverture médiatique très large, neutre ou partisane de l'un ou l'autre « camp » selon les cas, et dont il n'est pas possible de mentionner ici toutes les sources consultées.

² Plus encore que Solutions 30, et compte tenu de sa très large notoriété, notamment dans les milieux financiers anglo-saxons, Muddy Waters bénéficie d'une très importante couverture médiatique online, à charge comme à décharge. Le nombre de sources consultées ne permet pas d'en faire une présentation exhaustive.

Kong où, comme Carson Block l'a assuré lors d'un entretien sur Bloomberg TV, beaucoup de sociétés sont mêlées à des fraudes et probablement sujettes à des manipulations de cours.

Son *modus operandi* consiste à rédiger des notes contenant des informations gênantes comme, par exemple, des allégations de fraudes ou de mensonges à propos de l'entreprise ciblée, tout en prenant elle-même position en vendant les titres de la société concernée, via Muddy Waters Capital. L'entreprise évalue la valeur réelle d'une société cotée et tente, en règle générale, de cerner l'opacité et le battage médiatique créés par certaines directions. La force de Muddy Waters Research est de combiner divers talents, notamment des juricomptables, des enquêteurs qualifiés, des experts en évaluation et des entrepreneurs, dont beaucoup ont une expérience pratique de la gestion d'entreprises aux États-Unis et sur les marchés émergents. Son levier d'action principal est l'instrumentalisation des actionnaires, en les motivant, par diffusion initiale d'informations négatives, à demander des comptes au management de l'entreprise en vertu du droit des sociétés. Il orchestre ensuite la médiatisation de ces démêlés pour rallier le maximum d'actionnaires à sa cause et exercer une pression contraignante sur les décideurs.

À partir de 2019, S30 est l'objet d'actions informationnelles hostiles, apparemment concertées, sans que cette concertation soit encore totalement documentée, ayant manifestement pour but de réaliser des opérations boursières hostiles.

Ces actions peuvent être synthétisées de la façon suivante. Elles conjuguent :

- le lancement de rumeurs négatives, coïncidant avec une déclaration de position vendeuse par Muddy Waters sur le titre S30 ;
- l'action concertée de plusieurs autres fonds du même type, documentée par les déclarations de position vendeuse desdits fonds ;
- l'annonce puis la diffusion en ligne d'un rapport anonyme accusant S30 de liens avec la mafia, de blanchiment et de manipulation des comptes ;
- la défection, pour « risque d'image », du cabinet de commissaires aux comptes EY déjà exposé aux plans judiciaire et médiatique, et dans la foulée de plusieurs investisseurs institutionnels soumis à une forte contrainte ESG ;
- l'absence de réactions favorables de l'AMF plusieurs fois alertée, en raison d'un arsenal juridique inadapté ;
- le rôle de caisse de résonance de plusieurs médias économiques ;
- un certain attentisme informationnel de la part des parties prenantes favorables à S30, en dépit de signaux allant dans le sens des intérêts de la cible.

Cinq phases peuvent être identifiées (voir la présentation détaillée des attaques en annexe) :

Phase 1 : Mai 2019. Muddy Waters se positionne « short » sur le titre. Plusieurs autres fonds suivent. Le titre baisse de près de 25% puis se stabilise. Ensuite et jusqu'à l'été 2020, les « shorters » desserrent l'étau de leurs positions courtes.

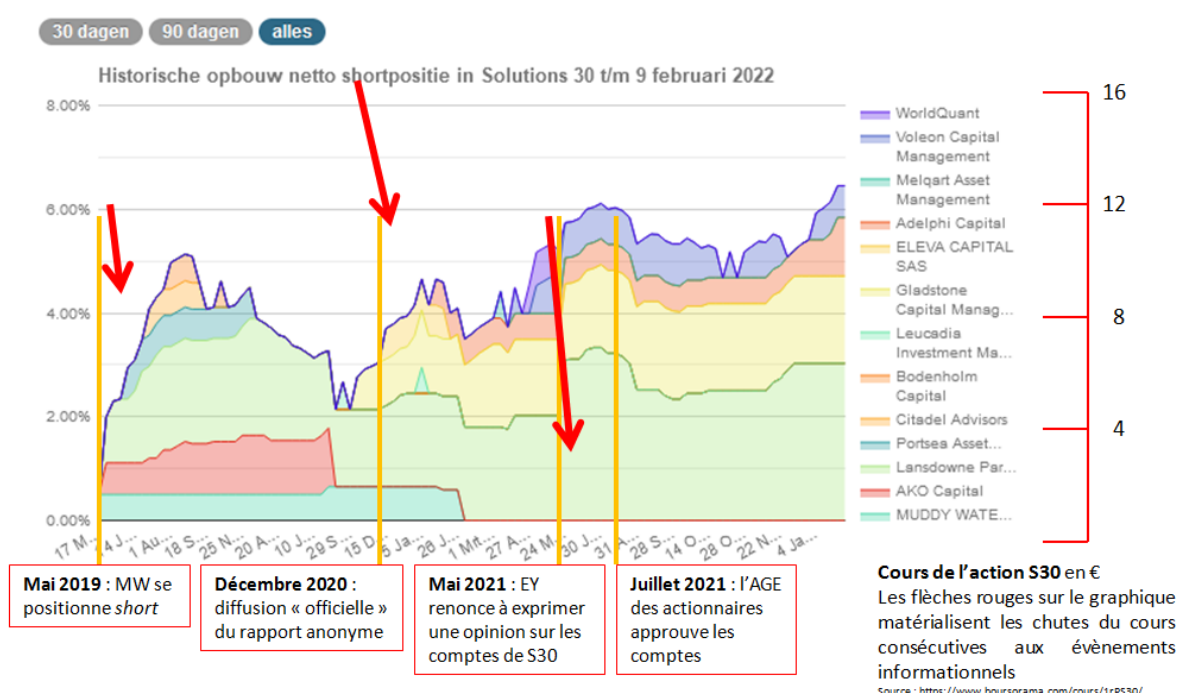
Phase 2 : Octobre 2019. Le Financial Times (Alphaville) émet des doutes sur l'authenticité d'un rapport mis en ligne par S30. Cette action n'entraîne pas une dégradation durable du cours.

Phase 3 : Décembre 2020. Au terme de plusieurs semaines de rumeurs à son sujet, accompagnées d'une nette reprise des positions courtes des fonds activistes, un rapport anonyme envoyé à (et diffusé par) un site d'information en ligne accuse S30 d'être en lien avec la mafia et de participer à un schéma opérationnel de blanchiment. Il circule abondamment parmi les analystes et les

actionnaires. Le cours décroche de plus de 50%. Le contenu de ce rapport anonyme est relayé par Muddy Waters. Désormais, tous les actes réglementés de communication financière de Solutions 30 sont précédés et accompagnés par des lettres ouvertes de Muddy Waters, qui tentent de jeter le discrédit sur tout ce qu'exprime Solutions 30³. Y compris⁴ les conclusions positives⁵ de l'audit indépendant rendues en avril 2021.

Phase 4 : Mai 2021. Le cabinet EY, commissaire aux comptes de S30, renonce à exprimer une opinion sur les comptes 2020. Le cours accuse une baisse catastrophique de près de 80%.

Phase 5 : Juin 2021. La SFAF (société française des analystes financiers) annonce l'organisation d'une réunion sollicitée et animée par Carson Block sur le thème « Solutions 30 : leçons à tirer pour la réglementation financière ». Cette réunion doit se tenir en marge de l'AG de S30 et la société s'émeut auprès de la SFAF⁶, considérant cette initiative comme une nouvelle démarche de déstabilisation. L'évènement n'a finalement pas lieu.



Source du graphique : <https://shortsell.nl/short/Solutions30/all>
Les informations en français sont ajoutées par nos soins

Graphique de synthèse présentant le cumul des positions courtes, quelques évènements informationnels-clés et les principales chutes du cours de l'action S30.

³ Comme l'illustrent différents articles de fin janvier 2021, dont, par exemple :

Agefi n° 1542499 du 25/01/2021 « Muddy Waters renforce ses accusations contre Solutions 30 » ;

Option Finance du 25/01/2021 « SOLUTIONS 30 dévisse de 18%, Muddy Waters l'accuse de manipuler ses comptes » ;

attaques qui conduisent S30 à porter plainte : <https://www.solutions30.com/campagne-de-destabilisation-solutions-30-porte-plainte-pour-diffamation/?lang=fr>

⁴ Option Finance du 07/04/2021, « SOLUTIONS 30 dévisse : Muddy Waters renouvelle ses accusations malgré l'audit de Deloitte »

⁵ <https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/solutions-30-les-auditeurs-jugent-infondees-les-accusations-de-blanchiment-1303560>

⁶ <https://www.solutions30.com/wp-content/uploads/2021/07/210621-Lettre-de-Solutions-30-a-SFAF-1.pdf>

À l'heure actuelle, des procédures de conciliation sont en cours avec différentes parties prenantes. Celles avec les banques dont S30 est client ont connu un épilogue favorable⁷. Les commentateurs économiques et l'entreprise ne font état d'aucune défection majeure parmi les clients de la société. Côté bourse, plus de 80% du capital flottant est désormais détenu par des petits porteurs et des fonds indiciels, alors que la même quantité était détenue par des investisseurs institutionnels avant les attaques. Le cours de l'action fait l'objet d'une volatilité extrême en raison de l'effet d'aubaine créé par la crise pour les *traders* haute fréquence et les *hedge funds*, et de la sensibilité de la plupart des actionnaires à la moindre rumeur ou au commentaire trop hâtif d'un analyste sur la société.

2.2. Analyse des actions informationnelles hostiles dans le cadre de la Vente à Découvert

L'étude des opérations mises en œuvre montre non seulement un détournement des principes de la vente à découvert (VAD) mais également, selon nous, un véritable cas d'école de guerre de l'information.

Un détournement des principes de la VAD

La VAD est une pratique boursière tout à fait courante, qui compte même ses acteurs spécialisés, dont, précisément Muddy Waters. Il s'agit pour un vendeur à découvert (« short seller » dans le langage des marchés financiers) d'emprunter à un détenteur une ou plusieurs actions puis de la lui restituer à une date convenue. Entretemps l'emprunteur vend cette action, puis la rachète, idéalement à un prix nettement inférieur, puisque tout le succès de l'opération dépend de la réussite du pari fait à la baisse par le vendeur à découvert (Elder, 2013). Une stratégie évidemment à haut risque.

Pour étayer leur stratégie, les vendeurs à découvert (ou « VADeurs »), à l'instar de tout actionnaire, s'informent au mieux de la situation de leurs cibles et recourent à cet effet aux analyses produites par des sociétés de recherche spécialisées, qui décortiquent tous les paramètres des sociétés cotées : résultats, comptes, conformité, management, ESG...

La VAD est tout à fait légale dès lors que l'ensemble des acteurs ont accès à une information véridique et transparente. Elle est même considérée comme vertueuse quand elle permet d'épurer non seulement les marchés financiers, en favorisant une cotation reflétant la situation et les perspectives réelles de l'entreprise, mais aussi l'économie réelle, en ouvrant la porte au dépôt de bilan d'entreprises aux pratiques durablement répréhensibles comme ce fut le cas pour Wirecard (Chavagneux, Fiaux & Guex, 2020).

En revanche, elle devient éthiquement discutable lorsque seuls les profits spéculatifs sont recherchés, au détriment des petits porteurs comme de l'entreprise objet de la VAD, et peut même s'avérer illégale lorsque les informations exploitées pour favoriser la baisse recherchée des cours sont fausses ou manipulées, *a fortiori* quand fonds spéculatifs « shortistes » et analystes (les « Research Firms ») conjuguent leurs actions sur la base de ces informations toxiques, dont Internet et les réseaux sociaux multiplient les destinataires et la viralité (Gueguen & Melka, 2021).

Citons à ce propos l'analyse sans langue de bois des autorités canadiennes⁸ :

⁷ <https://www.solutions30.com/solutions-30-annonce-la-conclusion-positive-de-la-procedure-de-conciliation-avec-ses-banques/?lang=fr>

« Les comportements qui soulèvent des préoccupations dans le contexte des campagnes de ventes à découvert activistes comprennent :

- La diffusion de renseignements partiels qui ne donnent pas une image complète, n'incluent pas de renseignements contraires importants ou ne sont pas conformes à l'information présentée dans un rapport plus étoffé ;
- La diffusion de rapports ou de commentaires exagérés ;
- La formulation de conclusions ne reposant pas sur des éléments probants ;
- La formulation de déclarations potentiellement trompeuses au moyen de liens vers d'autres documents.

Ces préoccupations sont exacerbées par la vitesse à laquelle l'information se répand sur les médias sociaux et par la nécessité pour l'émetteur cible de répondre aux allégations ou d'en démontrer la fausseté avant que le cours de ses titres ne chute. »

Un cas d'école de guerre de l'information

Dans le cas analysé ici, l'information disponible en source ouverte nous permet de caractériser *ex post* une opération de guerre de l'information combinant de multiples facteurs.

- Les mérites largement diffusés de Muddy Waters comme fonds shortiste « vertueux », illustré par un « *track record* » impressionnant, avec de multiples succès « d'assainissement » du marché à son actif. Ainsi, de 2010 et 2015, Muddy Waters met en avant quatre radiations d'entreprises de la cote, quatre démissions de directeurs, et plus de six enquêtes du régulateur.
- Une conception opérationnelle d'ampleur stratégique, avec une phase préparatoire, des actions informationnelles déterminantes, une combinaison prédéfinie de diffusions d'informations frelatées ou non, de menaces puis d'exécution d'actions « short », menées de concert par plusieurs fonds spéculatifs.
- Des savoir-faire tactiques de guérilla informationnelle, combinant l'exploitation de rumeurs au point d'origine inconnu, leur reprise sur les réseaux sociaux par une combinaison *de facto* de profils sous pseudonymes et de personnes publiques, la caisse de résonance de médias économiques peu sévères à l'égard de ces pratiques, la relance régulière des soupçons par le principal acteur offensif.
- L'exploitation d'un effet d'intimidation *de facto* sur les parties prenantes de Solutions 30, conduisant la plupart du temps celles-ci à rester discrètes sur le sujet, sans toutefois se désengager compte tenu du potentiel de la société, mais craignant pour elles-mêmes un « effet d'image » négatif si les soupçons médiatisés sur leurs partenaires s'avéraient exacts. Cet effet se vérifie à un point presque caricatural lorsque le cabinet d'audit EY, l'un des « Big Four » du secteur, déjà épinglés dans de multiples affaires, se déclare finalement dans l'impossibilité d'émettre une opinion sur les comptes 2020 plus tard validés en assemblée générale, mais entraînant la chute la plus rude du titre Solutions 30^{*9}. Cette réalité souligne le poids croissant des prescripteurs internes que sont devenus les analystes ESG et les équipes de conformité. Une telle observation, qui concerne les parties prenantes de l'écosystème de S30 susceptibles de s'exprimer en sa faveur, est également valable pour les

⁸ <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/consultations/valeurs-mobilieres/25-403/2020dec03-25-403-doc-consultation-vendeurs-decouverts-fr.pdf> page 6

⁹ <https://www.capital.fr/entreprises-marches/la-cotation-de-solutions-30-reprend-le-cours-seffondre-1404105>

fonds présents dans le capital de la société, et incités à en sortir en raison du risque de réputation perçu, et d'une aversion à la controverse¹⁰.

- La pièce maitresse de la manœuvre hostile est constituée d'un rapport anonyme, d'origine inconnue, diffusé à partir de décembre 2020 par courriers électroniques auprès de l'essentiel des analystes et commentateurs des places boursières.
- En termes d'environnement, cette opération bénéficie, de plus, d'une certaine inertie de la part des autorités de régulation, en l'occurrence l'AMF, qui sollicitée à plusieurs reprises par la cible, semble s'être refusée à intervenir. Une passivité difficilement compréhensible alors que dans la même période, l'AMF et ses homologues européennes n'hésitaient pas à limiter les VAD pour tenir compte des circonstances de la pandémie de Covid¹¹ et de leur impact déjà déstabilisateur sur les entreprises. Le Département américain de la justice (DoJ), pour sa part, a récemment annoncé l'ouverture d'une enquête citant Muddy Waters sur les pratiques des vendeurs à découvert dont certaines sont soupçonnées d'être déloyales, voire frauduleuses¹².

2.3. Enseignements : Muddy Waters vs Solutions 30 au filtre de la boucle OODA

Si l'on applique à présent les principes de la boucle OODA, l'opération peut se prêter à une première analyse mettant en évidence un rapport de force informationnel global, pénalisant pour S30, et ayant tendance à se renforcer de façon cyclique.

Muddy Waters bénéficie de ses propres capacités de renseignement¹³, de celles de certains de ses alliés, de leur capacité collective à le formaliser et le diffuser de façon offensive, multicanaux, donnant une impression d'ubiquité et de permanence, et ne laissant fuiter des éléments d'alerte que pour constituer un environnement informationnel inquiétant pour la cible et ses parties prenantes.

À l'inverse, S30 ne dispose que de peu d'atouts pour comprendre la situation et optimiser l'anticipation des coups hostiles, et d'éventuelles actions de préemption. La course au démasquage des faux profils ou des anonymes, à l'origine et à la trajectoire du rapport clandestin, représente un coût financier et cognitif pour le top management qui n'est pas à la portée d'une structure centrale de « grosse PME » tendue vers ses objectifs de croissance, et monopolisée par le management des attaques elles-mêmes et de leurs conséquences.

L'observation par les tierces parties est donc essentiellement modelée par les informations fournies par l'attaquant, défavorables à S30 et pouvant de ce fait porter un préjudice, initialement informationnel, à ces acteurs.

La supériorité stratégique de l'attaquant trouve son optimal dans cette phase considérée comme centrale par les concepteurs de la boucle OODA. Le dispositif stratégique/intelligent y est

¹⁰

<https://www.tagaday.fr/visu/document/doc/s1102984673/from/PANORAMA/sha/f74e9b57145c72a00f884bd2c79b7f57dedc3bf5/client/5101/pass/18d93391783e359999c1a923df0919b8e333b165>

¹¹ <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiqués/communiqués-de-lamf/lamf-annonce-une-interdiction-temporaire-sur-les-ventes-decouvert-portant-sur-certaines-actions-pour>

¹² <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-12-10/hedge-funds-ensnared-in-expansive-doj-probe-into-short-selling?sref=HQB7G2wY>

¹³ Le fonds a notamment recours aux services de Matijn Rasser (<https://www.cnas.org/people/martijn-rasser>), qui a travaillé pendant dix ans dans les services de renseignements américains et cite les analyses de QVerity, un cabinet qui emploie notamment des anciens de la CIA.

constamment renforcé par la continuité des postures agressives et la capacité de les faire varier en modalités, en intensité et en points d'application. La cohésion et la cohérence des acteurs hostiles est amplifiée par la perception du succès dont l'indicateur est la chute répétée des cours de bourse, et les profits empochés par les « shortistes » par la même occasion.

Pour l'observateur extérieur, il en résulte la perception *a posteriori* de séquences décision-action cohérentes se prêtant à la reconstitution de la stratégie que nous esquissons ici. Cette supériorité constatée dans la phase « orientation » renforce celle qui caractérisait la phase observation précédemment décrite.

En termes d'élaboration de la décision, Solutions 30 pâtit d'une entrée non anticipée dans une guerre de l'information qui présente des épisodes de haute intensité auxquels la société ne semble pas préparée. Nous pouvons ici penser que l'entreprise n'avait pas anticipé la possibilité de telles actions. Il s'agit, en effet, d'une société cotée en bonne santé et suscitant des convoitises. L'hypothèse la plus probable (et qui mériterait d'être validée ultérieurement) est qu'en raison de son cœur de métier et de sa jeunesse, Solutions 30 n'a pas encore acquis la culture ou les ressources de la guerre de l'information lui permettant d'établir une symétrie dans les modalités de l'affrontement (Moinet, 2011).

Solutions 30 ne reste toutefois pas sans réagir. Mais cette réaction se fait à la mesure de ses moyens, dont ceux évoqués pour la phase d'observation. La société dément systématiquement les informations qu'elle qualifie de mensongères, adapte son management pour contrecarrer certaines allégations de Muddy Waters, met en œuvre ses conseils et alerte les autorités compétentes. Il s'agit toutefois d'une posture essentiellement défensive, qui traduit la dissymétrie, voire l'asymétrie du rapport de force avec Muddy Waters et ses autres contempteurs. Évoquer ici la dissymétrie rend compte d'une différence quantitative et qualitative dans les capacités à disposition des protagonistes (notamment le nombre d'alliés mobilisables et leurs compétences propres dans la guerre informationnelle financière), tandis que l'asymétrie renvoie à une différence de nature dans les modes d'action utilisés. Ici l'asymétrie est évidente et constitue pour le défenseur un handicap, décisif au moins dans le champ boursier : en termes de mode d'action, l'attaquant pratique une guérilla informationnelle agressive, dans la durée tandis que sa cible recourt à une posture défensive limitée aux champs judiciaire et médiatique. Par ailleurs, en matière d'armes informationnelles, l'asymétrie est paradoxale puisque le défenseur dispose des rapports officiels de cabinets reconnus, sur la base d'informations recoupées¹⁴, qu'il oppose à des informations dont la véracité et l'origine sont à ce jour non démontrées. Mais cette transparence supérieure ne suffit pas à contrer efficacement les attaques, puisque dans cette situation d'asymétrie, l'aversion au risque des acteurs constituant l'écosystème boursier comme économique de la société attaquée, donne en quelque sorte un avantage stratégique à la rumeur.

Plus précisément encore, l'asymétrie dans les modes d'action est renforcée par la nécessité pour la société cotée agressée de se conformer très strictement aux normes de la communication financière¹⁵, tandis que les attaquants semblent s'en affranchir, la structure duale de Muddy Waters, « Research » (analyse) d'une part, « Capital » (fond activiste) d'autre part, favorisant une forme d'hybridité dans la conduite de l'action, qui jusqu'à présent semble lui avoir permis de passer entre les mailles des filets réglementaires français et luxembourgeois¹⁶.

¹⁴ <https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/solutions-30-les-auditeurs-iugent-infondees-les-accusations-de-blanchiment-1303560>

¹⁵ Voir notamment : https://cliff.asso.fr/doc_site/source/OCF/GUIDE-2021_FR_PDFavecsignets.pdf

¹⁶ <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/dossiers-thematiques/ventes-decouvert>

De fait, les attaques multidirectionnelles sous forme d'allégations répétées inversent la charge de la preuve et constituent la base d'une présomption de culpabilité à l'égard de la société cotée, qui compte tenu du rythme quotidien très serré, entre lettres ouvertes de Muddy Waters autour de 7h, et début des cotations à 9h, n'a pas le temps de réagir efficacement aux allégations. Cette répétition d'une tactique gagnante se double donc de la violation systématique du principe du droit, essentiel, de la présomption d'innocence. Ce déni éthique et juridique est à mettre d'abord au débit de l'attaquant, mais aussi, dans une certaine mesure, à celui de tous les acteurs qui se sont comportés dans le sens recherché par celui-ci, sans lui poser la question essentielle des preuves de ses accusations, a fortiori après la publication de l'audit indépendant.

Il en résulte pour les parties prenantes de l'environnement la perception d'une supériorité de l'attaquant Muddy Waters, et d'un risque d'image renforcé et durable dans leur relation avec Solutions 30. Cette perception est toutefois tempérée par les résultats économiques de cette dernière en 2019 et en 2020. Cette situation combine des effets allant de la dissuasion : les « alliés » institutionnels de Solutions 30 n'expriment pas formellement leur soutien à l'entreprise, jusqu'à la défection. Le cas le plus emblématique de cette posture est celui d'EY.

La « boucle » OODA se vérifie ici en cercle vicieux pour le défenseur, puisque les succès de l'attaquant renforcent sa crédibilité auprès de ses « partisans », renforçant la cohésion implicite et l'efficacité de son système d'acteurs, tandis qu'ils consolident les effets de dissuasion chez les parties prenantes, et multiplient potentiellement les tentations de défection, amplifiant globalement l'isolement de Solutions 30 dans la lutte défensive qu'elle mène, et limitant de façon décisive son aptitude à la contre-offensive.

<https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/dossiers-thematiques/abus-de-marche-mar>
<https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/lautorite-des-marches-financiers-rappelle-les-regles-encadrant-les-recommandations-dinvestissement>
<https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiques/communiques-de-lamf/recommandations-dinvestissement-sur-les-reseaux-sociaux-lamf-appuie-le-rappel-de-lesma>
<https://www.cssf.lu/fr/obligations-dinformations-pour-emetteurs-de-valeurs-mobilieres/>

3. Mise en perspective et ouverture

3.1. Mise en perspective

Au terme de cette étude de cas, il nous semble pertinent de mettre en perspective certains éléments clés sous l'angle cognitif qui caractérise tout affrontement informationnel. Il est question de perception, de représentations, de schémas mentaux reproduits ou déformés à dessein ou de façon accidentelle, permettant de modéliser des contextes de prise de décision et d'induire des acteurs à décider et agir ou non dans le sens recherché, en insérant et faisant circuler au bon endroit, au bon moment, sous la forme adéquate, les informations pertinentes, vraies, partiellement vraies, voire fausses. La dénonciation ultérieure d'une éventuelle supercherie entre en principe dans le calcul bénéfice/risque du menteur potentiel : pour lui, un gros gain, durable vaut bien un petit discrédit qu'on espère passer, et que d'autres contextes permettront, peut-être/probablement, d'escamoter (Moinet, 2005), tout en capitalisant sur le désarmement cognitif qui déclenche le comportement attendu sur le marché. La peur modèle dans le sens recherché l'évaluation bénéfice/risque, et induit la décision de vente...

Nous avons, d'un côté, un acteur très légitime dans son champ d'action, très à l'aise dans son écosystème, reproduisant (ou donnant l'apparence de reproduire) une démarche au cœur de son efficacité opérationnelle et de sa notoriété, rompu à l'utilisation offensive de l'information, même et d'abord véridique. De l'autre côté, nous observons un acteur en pleine croissance, focalisé sur la conduite opérationnelle, les résultats, et le management des acquisitions, conjuguant succès dans l'économie réelle et succès en bourse, mais « nouveau » dans le champ des affrontements informationnels.

D'un côté, un acteur offensif recourt manifestement à des opérations de déstabilisation informationnelle. De l'autre, un acteur sur la défensive agit en asymétrie défavorable quant à ses modes d'action et en dissymétrie de ressources, dans un rapport du faible au fort accentué par le fait que son écosystème, subissant sans réagir la manœuvre informationnelle, se replie dans l'attentisme. Le phénomène est encore accentué par l'absence de réaction forte des autorités compétentes pour « border » le jeu boursier face à l'agressivité des fonds activistes.

Au résultat, cette séquence de plus de deux ans aboutit à une destruction semble-t-il durable de valeur pour les actionnaires, une rémanence de rumeurs potentiellement « réactivables », mais un acteur qui dans le monde réel continue à opérer et au sujet duquel, en dépit des déstabilisations subies, aucune preuve convaincante de culpabilité n'a été démontrée.

3.2. Ouverture

Au-delà, ce cas questionne l'implication et donc la prise de conscience des autorités publiques françaises qui semblent s'inscrire dans une certaine continuité de « défaut de sécurité économique » au sens stratégique du terme (Harbulot, 2014), puisque l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) reste sur sa réserve en dépit des appels à agir. Le cas de l'échec de la première fusion Alcatel-Lucent présenté dans la première partie montre, au contraire, que l'État fédéral américain perçoit clairement le risque de perte de puissance liée à la potentielle entrée en position de force relative d'un acteur étranger dans son système militaro-industriel. Dès lors, il alerte et fédère les acteurs puis accompagne la démarche dans le sens de l'intérêt national.

Dans le cas de la VAD, le ministère américain de la justice, déjà échaudé par l'affaire Gamestop au point de diligenter une enquête début 2021, vient de lancer une enquête approfondie sur les liens troubles entre « Short sellers » et « Research firms », avec notamment Muddy Waters dans le

collimateur¹⁷. Ces acteurs sont, en effet, soupçonnés de contrevenir aux lois fédérales, mais plus encore de nuire à la santé économique du pays.

Sur le fond, ces deux postures diamétralement opposées reflètent la différence ontologique entre une acception française pour le moins administrative de la compétition et donc de la sécurité économiques, et une vision américaine de portée stratégique, envisageant explicitement les enjeux de puissance liés à ces sujets.

¹⁷ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-12-10/hedge-funds-ensnared-in-expansive-doj-probe-into-short-selling>
<https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/le-ministere-de-la-justice-americain-enquete-sur-les-vendeurs-a-decouvert-1371888#xtor=RSS-39>

Annexe : Anatomie des 5 attaques

1/ attaque 1 : vente à la baisse par Muddy Waters

À partir de mai 2019, le fonds activiste Muddy Waters, connu en France pour des actions hostiles similaires notamment à l'égard de Casino, se livre à un harcèlement informationnel à l'égard de Solutions 30. Il annonce une prise de position à la baisse sans donner d'explications à ce stade, entraînant une action similaire d'une demi-douzaine de fonds *shortistes*¹⁸. Le titre perd 25% dans la journée, en raison de l'incompréhension des actionnaires, de la crédibilité de Muddy Waters sur les marchés financiers et de l'action apparemment concertée des fonds. Cette dernière est, sinon mise en évidence, du moins suspectée par la concordance des positions short remarquée grâce à la réglementation qui oblige à déclarer celles-ci au-delà du seuil de 0,5% du capital, les positions inférieures étant recensées par l'AMF, mais non rendues publiques¹⁹.

S30 alerte l'AMF, et poursuit la réforme de management rendue nécessaire par sa croissance (consolidation du conseil de surveillance, nouvelles normes comptables IFRS...) tout en poursuivant son objectif de capitalisation boursière.

2/ attaque 2 : soupçon sur l'éthique de la société

La page Alphaville du Financial Times, réputée proche des *hedge funds*, médiatise²⁰, en lui prêtant une intention frauduleuse, la mise en ligne de la version anglaise d'un rapport d'audit portant abusivement la signature du cabinet l'ayant réalisé, alors qu'il s'agit selon la société d'un « raté » administratif. Ce nouvel épisode d'apparence anodine nourrit les suspicions.

S30 réagit²¹ à cette attaque par un communiqué précisant que les traductions mises en ligne sont uniquement fournies à titre informatif.

3/ attaque 3 : diffusion d'un rapport anonyme alléguant des liens avec la mafia et des pratiques de blanchiment

Au deuxième semestre de l'année 2020, l'entreprise se remet sans trop de difficulté de la crise de la Covid-19, les confinements et le télétravail ayant maintenu la demande de service, et en conséquence limité le repli d'activité du premier semestre. Les comptes, publiés pour la première fois aux normes IFRS, affichent de très bons résultats.

Mais, depuis le mois de juillet 2020, plusieurs signaux indiquent la possibilité d'une action « short », et S30 alerte une nouvelle fois l'AMF, sans réaction médiatisée de celle-ci.

Dès octobre, des rumeurs courent sur la circulation d'un rapport à charge²². S30 alerte derechef l'AMF, et la CSSF²³.

¹⁸ Selon les informations mises à disposition par l'AMF : <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/dossiers-thematiques/ventes-decouvert>

¹⁹ <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/dossiers-thematiques/ventes-decouvert>

²⁰ <https://www.ft.com/content/5f0d7f38-4898-3489-9a3a-c942bbb343b3>

<https://www.ft.com/content/953c173c-20fb-3cb6-b6e3-cfb20e084dd9>

²¹ <https://www.solutions30.com/wp-content/uploads/2019/10/SOL30-PR-4October-2019FR.pdf>

<https://www.solutions30.com/wp-content/uploads/2019/10/SOL30-7-OCTOBRE-2019.pdf>

Le 9 décembre, la diffusion du rapport sur le site « Zone Bourse » fait chuter le titre de 19% de sa valeur. Le 11 décembre, Muddy Waters commence à reprendre sur son site les éléments du rapport pour leur assurer une large diffusion. Cette immédiateté semble indiquer *a minima* une coordination tacite avec les lanceurs d’alerte. S’ensuit la diffusion à intervalle régulier de lettres publiques de Muddy Waters reprenant les allégations du rapport et sommant S30 de se justifier.

- Alors que le cours dévise, les clients maintiennent leur confiance à S30. Dans un souci de transparence, S30 publie sur son site toutes les allégations du rapport, et toutes ses réponses. Selon celles-ci le rapport est un assemblage d’informations éparses, pour parties démenties par les faits, pour parties présentées de façon inexacte, pour parties enfin associant des faits qui ne concordent pas dans le temps, ou faisant fi des dispositions légales en vigueur dans les pays de référence. Au-delà, il s’agit d’intoxication pure et simple, avec pêle-mêle, S30 accusée d’activités fictives, de ne racheter des entreprises que pour blanchir des capitaux, et, là aussi interprétant de manière fantaisiste des documents de source ouverte, accusant par ailleurs le PDG de se servir dans la caisse.
- L’objectif est manifestement le discrédit de Solutions 30, pour appuyer la chute des cours dans la manœuvre de VAD. Les « Short Sellers », qu’ils soient ou non directement impliqués dans la manœuvre informationnelle, en sont probablement les premiers bénéficiaires.

Face à cette bombe informationnelle S30 réagit rapidement :

- La société demande la suspension de son cours de bourse, saisit l’AMF et porte plainte au pénal pour diffusion d’informations fausses et trompeuses.
- Le Conseil de Surveillance demande une enquête indépendante, confiée au cabinet Deloitte (les « attaquants » exigeant l’un des « Big Four »), ainsi qu’au cabinet Didier Kling. Les investigations, menées sur la documentation mise par la société à la disposition des intervenants, ne font rien apparaître qui soit répréhensible²⁴, mais des marges de progrès dans certaines procédures et dans le management sont identifiées. Elles ne sont toutefois pas publiées aussitôt.

Autres acteurs

- Pourtant, ni l’AMF ni Bercy ne réagissent à cette situation. Plus généralement, une bonne part des parties prenantes continuent d’accorder leur confiance à S30, mais semblent se refuser à prendre parole officiellement, vraisemblablement pour ne pas subir les attaques de Muddy Waters et des commentateurs hostiles.
- Sur Twitter, un certain nombre de comptes, anonymes et officiels, relaient les allégations du rapport et les attaques associées.
- La presse, initialement, s’en fait l’écho. Par la suite, la publication des bons résultats de la société se voit instrumentalisée, elle aussi, pour alimenter le narratif hostile soutenant la thèse « d’irrégularités »,.

Le 1^{er} avril 2021, S30 publie les résultats conformes de l’audit diligenté par le conseil de surveillance. Loin de calmer les attaques, cette diffusion donne un prétexte supplémentaire à Muddy Waters, toujours sous la forme d’accusations et d’insinuations.

²² <https://www.shadowfall.com/blog/2021/05/27/they-were-finding-bodies-all-over/>

²³ <https://www.cssf.lu/fr/>

²⁴ https://www.solutions30.com/wp-content/uploads/2021/04/Kling_Conclusions_S30_FR_FR.pdf

4/ attaque 4, le retrait d'Ernst & Young (E&Y) comme commissaire aux comptes

- S30 tardant à publier son rapport financier en avril 2021, l'AMF l'enjoint de publier un communiqué de presse faisant le point sur l'audit diligenté. Ce qu'elle fait courant mai, après avoir demandé une suspension de cotation pendant plus de deux semaines. Dans le rapport, EY se désolidarise de son client, affirmant ne pas avoir pu mener son travail à terme, faute d'accéder à certaines informations. Muddy Waters exploite aussitôt cette information, et met pour la première fois en ligne sur son site une note concernant S30, les attaques précédentes étant passées par les réseaux sociaux.
- Résultat immédiat : le titre chute à nouveau de 70% (à 2,5 €). La plupart des fonds d'investissement sortent du capital, dont 30% des parts changent de propriétaire.

5/ attaque 5 : évènement en marge de l'assemblée générale des actionnaires de 2021

- Le 30 juin 2021 a lieu l'Assemblée Générale de S30, qui approuve les comptes 2020, attestant apparemment la confiance des actionnaires nouveaux et résiduels. Un nouveau cabinet de commissaires aux comptes est choisi : PKF Audit & Conseil Luxembourg.
- En marge de cette AG, S30 fait toutefois l'objet d'une action potentiellement déstabilisatrice. La SFAF (société française des analystes financiers) annonce l'organisation d'une réunion sollicitée et animée par Carson Block sur le thème « Solutions 30 : leçons à tirer pour la réglementation financière ». Cette réunion doit se tenir en marge de l'AG de S30 et la société s'en émeut auprès de la SFAF²⁵, considérant cette initiative comme une nouvelle démarche de déstabilisation. L'évènement n'a finalement pas lieu.

²⁵ <https://www.solutions30.com/wp-content/uploads/2021/07/210621-Lettre-de-Solutions-30-a-SFAF-1.pdf>

Sources bibliographiques

Aït-Kacimi N., « Comment les « fake news » manipulent les marchés boursiers », *Les Échos*, 12/04/2018.

Arnaud T., « La possible fusion entre Alcatel et Lucent s'annonce semée d'embûches », *La Tribune*, 21/05, 2001

Baumard P., « Les limites d'une économie de la guerre cognitive » in Harbulot C. & Lucas D., *La guerre cognitive*, Éditions Lavauzelle, pp. 35-55, 2002.

Bulinge F., Moinet N., « L'intelligence économique : un concept, quatre courants », *Sécurité et Stratégie*, n° 12, Avril – juin 2013, pp. 56-64.

Bonin H., « Sur le champ de bataille : la mobilisation des techniques de communication », Chapitre XIV in Bonin H., Blancheton B., *Crises et batailles boursières en France aux XXe et XXIe siècles*, Éditions Droz, 2017, pp. 277 -296.

Boyd J. R., *Destruction and creation*, U.S. Army Command and General Staff College, 1976.

Carayon B., *Intelligence économique, compétitivité et cohésion sociale*, Rapport au Premier ministre, Paris, La Documentation française, 2003.

Chabaud D., & Germain O., La réutilisation de données qualitatives en sciences de gestion : un second choix ? *M@n@gement*, 9(3), 199, 2006.

Chauvancy R., Moinet N., *Agir ou subir ? L'esprit commando pour développer son projet professionnel ou personnel*, Dunod, 2022.

Coussi O., Moinet N., « Extension du domaine de la prédation : la vente d'Alstom à General Electric », *Revue Française de Gestion*, vol.45, n°285, novembre-décembre, Éditions Lavoisier, 2019.

Coville G., « Les aveugles, les sourds et les muets du CAC 40 », *Les Échos*, 03/03/06

D'Aveni R., *Strategic Supremacy*, Free Press, 2008

De Maison Rouge O., *Survivre à la guerre économique*, VA Éditions, 2020.

Delbecque & Giqueaux, *Introduction à la sécurité économique*, Uppr 2017.

Elder A., *Vendre et vendre à découvert*, Éditions Valor, 2013.

Fadok D.S., *La paralysie stratégique par la puissance aérienne*, Economica - Institut de stratégie comparée, coll. Hautes études stratégiques, 1998.

François L. & Zerbib R., *Influenza*, Éditions Lavauzelle, 2015.

Gueguen S., Melka L., *Les fonds activistes*, Éditions Dunod, 2021.

Harbulot C., *La machine de guerre économique*, Economica, 1992.

Harbulot C., Lucas D., *La guerre cognitive*, Éditions Lavauzelle, 2001.

Harbulot C., *Sabordage (Comment la France détruit sa puissance)*, François Bourin, 2014.

Harbulot C., *Le nationalisme économique américain*, VA Éditions, 2019.

Laïdi A., *Le droit, nouvelle arme de guerre économique : comment les États-Unis déstabilisent les entreprises européenne*, Éditions Actes Sud, 2019.

Martre H., *Intelligence économique et stratégie des entreprises*, Rapport du groupe de travail du Commissariat Général du Plan, La Documentation Française, 1994.

Massé G. & Thibault F., *Intelligence économique : un guide pour une économie de l'intelligence*, De Boeck, 2001.

Mauduit L., « Lucent Alcatel : récit secret d'une rupture », *Le Monde*, 30/05/2001.

Moinet N., *Les batailles secrètes de la science et de la technologie (Gemplus et autres énigmes)*, Éditions Lavauzelle, 2003.

Moinet N., « Comment vendre une guerre ? L'Irak 2003 entre communication persuasive et propagande », *Revue Communication & Management*, n°1, Éditions Eska, décembre 2005, pp. 37-55.

Moinet N., *Intelligence économique : mythes et réalités*, CNRS éditions, 2011.