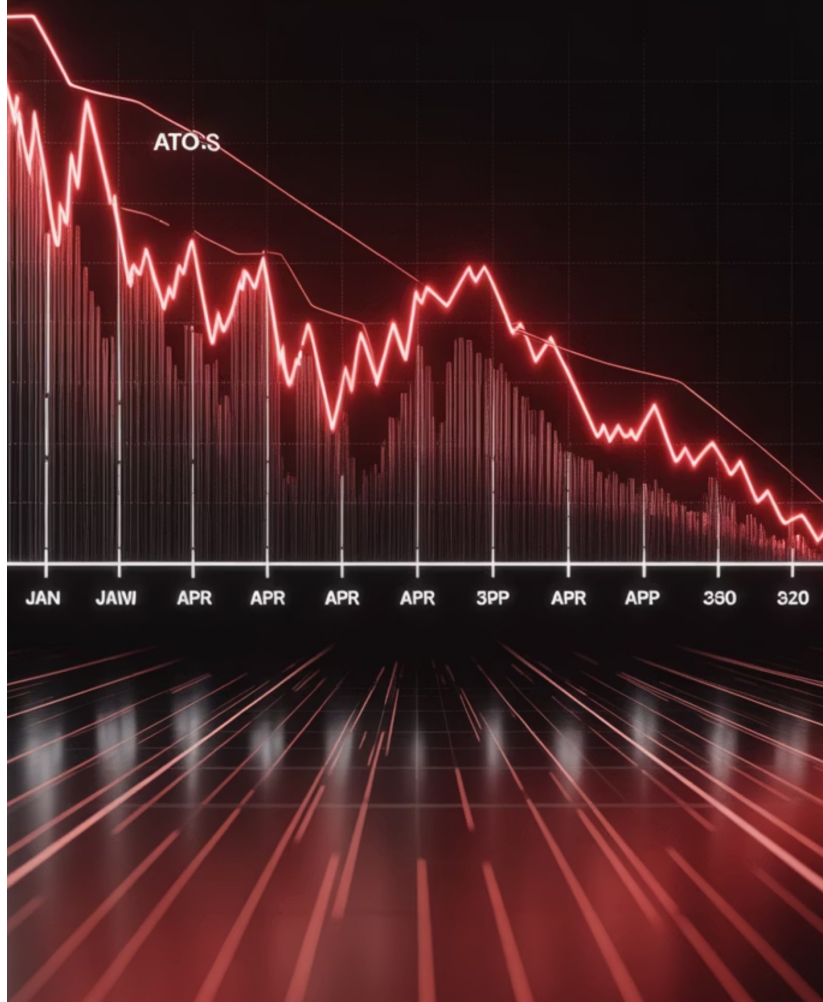


ATOS - Market Crash

Total loss: -85%



L'affaire Atos Etude de Cas

7 décembre 2025

L'auteure représente, en sa qualité d'avocate, des actionnaires d'Atos depuis 2023 - une action collective est en cours de lancement

À ce jour, aucune décision de justice n'a été rendue.. La société Atos conteste partiellement les allégations formulées à son encontre.

Croissance 2008-2018 : expansion rapide

Croissance externe intensive

Acquisitions multiples (Syntel, Xerox, Unified, Bull, SIS, UCC...)

CA : 5,5 Md€ → 12,6 Md€

Expansion rapide du chiffre d'affaires grâce à la croissance externe

Cours : +500 %

Entrée au CAC 40 (2017)

Croissance organique faible

vs. croissance publiée

Premiers signaux (2017-2020)

- Anomalies émergentes (actifs sur contrats, actions d'optimisation du BFR, en particulier via le factoring).
- Dégradation structurelle masquée par la communication et des pratiques de comptabilité agressives

Phase critique (2021-2023)

01

2021

Réserve CAC aux Etats-Unis + deux profit warnings, dans un contexte d'errance stratégique perçue (approche avortée du géant américain DXC Technology)

02

2022

Projet de scission annoncée en 2 entités, goodwill -1,9 Md€, alertes concernant les covenants

03

2023

Résultats S1 très dégradés, incohérences majeures du projet de scission de TFCo qui sera finalement avorté

Issue (2024-2025)

Restructuration coercitive

Dilution massive

Action quasi effacée

Effondrement total

Empire building : lecture économique

Références académiques

Jensen (1986)

Agency Costs of Free Cash Flow

Roll (1986)

Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers

Logique économique

- Incitation des dirigeants à maximiser la taille, non la rentabilité.
- Usage des acquisitions pour soutenir une trajectoire de croissance perçue (même sans croissance organique).
- Surpaiement des cibles, opacité croissante, accumulation du goodwill au bilan.

Pattern caractéristique



Priorité à la "croissance externe"
(plutôt que la croissance organique)



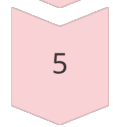
Expansion rapide des indicateurs de performance (croissance, EBITDA, marge, free cash flow)



Défauts d'intégration et manque de synergies (les entités acquises continuent à fonctionner en autonomie)



Pratiques comptables agressives et communication exagérément optimiste



Effondrement latent puis découverte brutale de la falsification

Gouvernance : rôle du CA & défaillances

Rôle du conseil d'administration

- Supervision du management.
- Contrôle de la qualité des comptes.
- Devoir de surveillance actif.
- Responsabilité en cas d'inaction ou validation fautive.

Défaillances constatées

- Accusation de comptes infidèles, approuvés plusieurs années.
- Ratification systématique des décisions du management.
- Tentative de dissidence en interne

Problème structurel

- Très faible nombre de contentieux contre les administrateurs
- Pression judiciaire quasi inexistante → gouvernance peu disciplinée.

Pourquoi la gouvernance a échoué : causes pratiques

1

Actionnariat éclaté

- Aucun actionnaire de référence pour jouer un rôle de contre-pouvoir.
- Situation d'aléa moral
- Incapacité à "tenir" le conseil d'administration.
- Délégation aux conseils externes mais dés alignement d'intérêts
- Soumission intégrale du conseil d'administration au Président, voire au DG (Thierry Breton)

2

Mobilisation insuffisante des institutionnels

- Pression trop légère malgré la gravité des signaux.
- Aversion au conflit, dépendance à l'accès au management.
- Déficit informationnel.
- Faible culture du contentieux.

3

Un écosystème trop petit pour créer une discipline

- Paris : place financière limitée, forte proximité entre acteurs.
- Insuffisance des relais externes (presse, analystes).
- Insuffisance de l'effet de discipline provoqué par la crainte de l'AMF et du PNF

Projet de vente de Tech Foundations à EPEI (01/08/2023)

Architecture annoncée

- Atos devient Eviden ; TFCo vendu à EPEI.
- EPEI s'engage à souscrire 180 M€ au prix de 20 €/action (vs. cours \approx 10 €).

Problèmes identifiés

Engagement faiblement
contraignant

Engagement de souscription faiblement
contraignant

Communication confuse

- Prix non justifié (pas d'évaluation de la valeur d'entreprise)
- Périmètre flou, après transfert des passifs
- Conditions suspensives opaques

Survalorisation de 40 %

vs comparables (Sopra Steria, Capgemini)

Effet recherché

Présenter EPEI comme investisseur "stratégique" → signal de marché

Préparer une recapitalisation massive

Analyse du montage EPEI : éléments critiques

1 Conditions de souscription anormalement faibles

- Engagement non crédible compte tenu du risque Atos (survalorisation de Eviden de 40% par rapport aux autres acteurs de marché)
- Protection minimale pour Atos.

3 Vraie nature de l'opération

- Variation du BFR : -200 M€ → +800 M€ (1Md € de débouclage).
- Impact cash réel : -900 M€, vs +100 M€ annoncé.
- Factoring compté comme cash TFCo alors qu'il relève d'Eviden.

2 Suspicion de circularité

- Cession effective de TFCo à prix négatif (BFR retraité + transferts).
- Hypothèse : les flux liés à la cession servent indirectement à financer la "souscription".

→ Dans les faits : Atos aurait financé son propre "investisseur".

4 Le rôle de "lièvre"

EPEI sert de lièvre pour attirer les capitaux externes :

- Crée un prix artificiel de référence (20 €)
- Fait croire à un engagement stratégique
- Incite le marché à "venir renflouer"

Accusations d'irrégularités comptables (2017-2022)

Chiffres révélateurs (2023-2025)



Goodwill insuffisamment déprécié

- Signaux d'impairment ignorés.
- Ajustements massifs dans les comptes 2023.



Optimisation agressive du BFR

- Pratiques de clôture gonflant artificiellement la dette nette.
- Reconnaissance publique en octobre 2023.



Surévaluation des actifs sur contrats

- Reconnaissance anticipée des revenus, aboutissant à un gonflement artificiel du chiffre d'affaires et des actifs au bilan
- Montants particulièrement élevés en 2018-2021.

−3,44 Md€

Résultat net 2023

2024

Restructuration

Dilution massive

0,024 €

Action 2025



Constat : effondrement total de la valeur actionnariale.

Caractéristiques de la restructuration d'Atos

Un dossier traité sous le "nouveau" droit des entreprises en difficulté

01

Procédure de sauvegarde accélérée

Ouverte par le Tribunal de Commerce de Nanterre le 23 juillet 2024.

02

Application du nouveau cadre introduit par ordonnance

Introduction des classes de parties affectées (créanciers, actionnaires) et du système de vote par classes.

03

Régime pour grandes entreprises

Conçu pour une restructuration préventive, rapide et encadrée de la dette financière, limites quant existence de lourdes difficultés opérationnelles

Mise en œuvre concrète chez Atos

2024, Été

Constitution de trois classes de parties affectées, incluant la classe des actionnaires.

2024, 24 Octobre

Jugement arrêtant le plan de sauvegarde accélérée, le rendant opposable à toutes les parties.

2024, Septembre

Vote des classes : adoption du projet de plan par plus des 2/3 des voix dans chaque classe.

Effets structurels du nouveau régime

Redistribution des pertes

- Forte dilution / écrasement des actionnaires existants.
- Restructuration massive de la dette financière.

Possibilité de "cram-down"

Imposition du plan aux créanciers ou actionnaires dissidents si les tests légaux sont respectés (meilleur intérêt, majorité par classes).

Atos, un cas d'étude

Parmi les premiers grands dossiers français à utiliser pleinement ce nouvel arsenal.

Conclusion : Limites de la réforme

Pour qu'un droit de l'insolvabilité soit pleinement efficace, il doit s'inscrire dans un écosystème cohérent, basé sur trois piliers fondamentaux.

1

Gouvernance d'entreprise robuste

Capacité des dirigeants à confronter la réalité, corriger les erreurs et prendre des décisions difficiles, sans opacité.

2

Responsabilité des administrateurs

Obligation de rendre des comptes au marché et devant les tribunaux en cas de manquement à leurs devoirs de supervision.

3

Transparence et sanctions efficaces

Information financière fiable et conséquences réelles pour toute dissimulation ou minimisation des difficultés par les sociétés cotées.

L'échec de ces mécanismes mène trop souvent à la solution de facilité : demander aux pouvoirs publics de "renflouer", alors même que les outils juridiques n'ont pu être pleinement mobilisés.



Un droit des faillites moderne exige une gouvernance qui ne soit plus elle-même "en faillite".

Pour aller plus loin : Gouvernance et structure de propriété : Éclairages académiques

Les recherches fondamentales en finance d'entreprise soulignent l'importance de la protection des investisseurs et de la structure de propriété pour une gouvernance efficace.

1 Droit, protection des investisseurs & structure de propriété

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny (1998, 2000, 2002)

- [Law and Finance, J. Political Economy](#)
- [Investor Protection and Corporate Governance, J. Financial Economics](#)
- [Corporate Ownership Around the World, NBER](#)

Cette recherche montre que dans les pays à faible protection légale des actionnaires (droit civil), la structure de propriété est normalement concentrée, car la dispersion du capital fonctionne mal sans bons droits et sans **enforcement**.

2 Dispersed ownership & faiblesse des contre-pouvoirs

Coffee (2001, 2010)

- [The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control](#)
- [Dispersed Ownership: Theories, Evidence, and the Enduring Tension, ECGI WP](#)

Coffee analyse pourquoi, dans les systèmes de gouvernance faibles, un actionnariat éclaté produit le schéma "**strong managers, weak owners**" : peu de monitoring, capture possible du conseil d'administration, et risques accrus pour les actionnaires minoritaires.

Sophie Vermeille

Associée, Vermeille & Co

sophie@vermeille-avocats.com

